

**VOB GENEL MÜDÜRÜ BAĞCI: "SÖZLEŞMELERDE AĞIRLIK ENDEKSTE"**

# VOB

**VADELİ  
İŞLEM VE  
OPSİYON  
BORSASI**

**İKİNCİ YIL ÖZEL SAYISI**

**İŞ YATIRIM**



**KATKILARIYLA**

# DÜNYANIN EN HIZLI BÜYÜYEN BORSASI

**İki yıl önce açılan  
Vadeli İşlem ve  
Opsiyon Borsası,  
17.9 milyar YTL'lik  
işlem hacmine  
ulaştı.**

**■ VOB'U YABANCILAR  
DAHA ÇOK SEVDİ**

**■ EMTİA PİYASASINA  
İLGİ HALA DÜŞÜK**



**FİNANSAL RİSKLERİ YÖNETMENİN EN İYİ YOLU**

# VOB'u, yabancılar daha çok sevdi

**VOB iki yıllık geçmişine rağmen işlem hacmini altı kat artırarak, hızlı büyümesiyle dünyanın önde gelen borsalarını geride bıraktı. 2006'da en çok işlem gören endeks sözleşmelerinin payı yüzde 61 oldu. Bu sözleşmelerde açık pozisyonların yüzde 45'i yerli yatırımcılar, yüzde 55'i ise yabancı yatırımcılar tarafından alındı.**

**VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI (VOB)**, kurulduğu 2005 yılından bu yana önemli bir gelişim gösterdi. Her geçen gün VOB'da işlem yapan yatırımcı ve aracı kurum sayısı arttı. İlginin yoğun olması da VOB'u, dünyanın en hızlı büyüyen borsaları listesine ilk sıradan soktu. VOB'da 2006 yılının ilk yarısında, 2005 yılının aynı dönemine göre işlem hacmi artış oranı yüzde 827 oldu. İki yıl boyunca artan işlem hacmi ve açık pozisyon sayısı, VOB'un finansal sistemdeki yerini daha da sağlamlaştırdı.

VOB'un gelişimini ve ne kadar hızlı büyüdüğünü rakamlarla daha açık olarak görmek mümkün. 2005 yılında VOB'da gerçekleşen işlem hacmi 3 milyar YTL'nin biraz üzerinde iken bu rakam 2006 yılında, 17.9 milyar YTL'ye yaklaştı. Yani 2006 yılında işlem hacmi önceki yıla göre yüzde 490 oranında arttı. Başka bir deyişle işlem hacmi altı kat arttı.

2005 yılında döviz, faiz, endeks ve emtia üzerine olmak üzere yaklaşık 1.8 milyon adet sözleşme işlem gördü. 2006 yılında ise bunlara altın ve gösterge devlet iç borçlanma senetleri (G-DİBS) sözleşmeleri eklendi. Bunlarla farklı tipteki yatırımcıların da VOB'a çekilmesi, işlem hacimlerinin artmasına büyük katkı

sağladı. Böylece 2006 yılında işlem gören sözleşme sayısı 2005'e göre yüzde 273 artarak, 6.8 milyon adete ulaştı. Hesap sayısı ise Ocak 2006'da 3 bin 939 adet iken, kasım ayında 11 bin 231'e yükseldi.

## Global bazda hala küçük

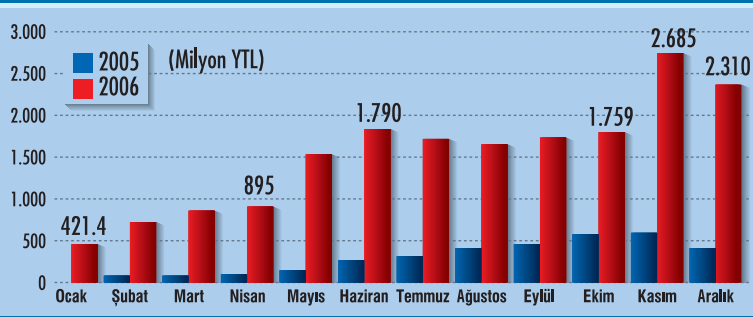
Her ne kadar VOB, kısa bir sürede ciddi artışlar göstermiş olsa da dünya borsaları ile karşılaştırıldığında hala küçük bir işlem hacmine sahip. Çünkü dünya türev borsalarında vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem hacimleri 2000 yılında yaklaşık 400 trilyon dolar iken, 2006 yılında 1 katrilyon dolara yaklaştı.

2006 yılının ilk yarısında sözleşme sayısı bazında dünya borsalarının işlem hacimlerine bakıldığında ilk sırada 1 milyar 241 milyon sözleşme ile Kore Borsası, ikinci sırada ise 824 milyon sözleşme ile Eurex (Avrupa Borsası) ve üçüncü sırada 704 milyon sözleşme ile Chicago Ticaret Borsası bulunuyor. Meksika Vadeli İşlemler Borsası'nda 149.4 milyon adet sözleşme işlem görürken, bu rakam Brezilya borsasında 133 milyon adet seviyesinde. Aynı dönem itibarıyla ABD borsasında 98.7 milyon adet, Singapur borsasında ise 68.2 milyon adet sözleşme işlem gördü. Bütün bu borsalar arasında, Şubat 2005'te kurulan VOB ise yaklaşık 2.5 milyon sözleşme ile 37'nci sırada yer aldı.

## İşlem hacimleri artıyor

Küçük bir hacme sahip olsa da VOB, işlem hacmi artış oranında hızlı büyüyen Asya borsalarını bile geride bıraktı. 2006 yılının ilk yarısında 2005 yılının aynı dönemine göre işlem hacmi artış oranı, yüzde 827 oldu. Söz konusu dönemde VOB'un işlem hacmi bir önceki döneme göre 8 kattan fazla arttı.

## İşlem hacminin aylık gelişimi



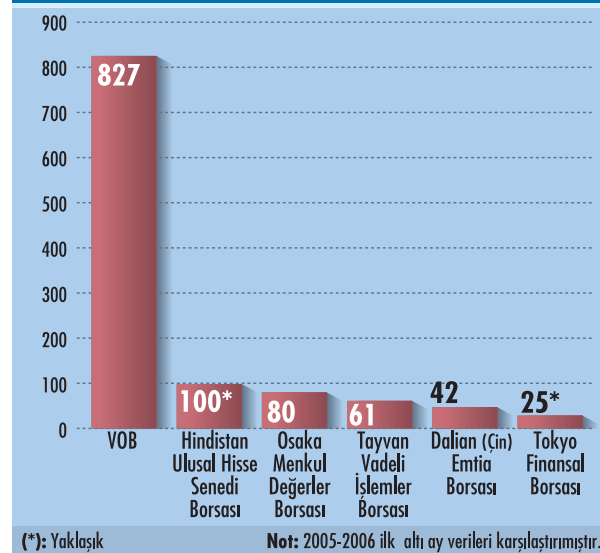
Aynı dönemde Hindistan Ulusal Hisse Senedi Borsası'ndaki büyüme yaklaşık yüzde 100 seviyesinde olurken, Osaka Menkul Değerler Borsası yüzde 80, Tayvan Vadeli İşlemler Borsası yüzde 61 büyüdü. Dalian (Çin) Emtia Borsası'nda işlem hacmi artış oranı yüzde 42, Tokyo Borsası'nda ise yaklaşık yüzde 25 seviyesinde kaldı.

VOB işlem hacimlerinin günlük ve aylık gelişimlerine bakıldığında da ciddi artışlar, dikkat çekiyor. VOB'da 2005 yılı aralık ayında ortalama günlük işlem hacmi 20 milyon YTL seviyesindeyken, 2006 yılı aralık ayında bu rakam yüzde 450'lik bir artışla 110 milyon YTL'ye ulaştı. Aylık işlem hacmi ise 2005 yılı aralık ayında 500 milyon YTL'nin altında seyrediyordu. 2006 yılı aralık ayına gelindiğinde ise bu rakam yüzde 362 artarak 2.3 milyar YTL'ye yükseldi.

### Sözleşme dağılımı değişiyor

İşlem hacminin dayanak varlıklar arasında dağılımı incelendiğinde ise geçen iki yılda bu dağılımların büyük ölçüde değiştiği göze çarpıyor. 2005 yılında 1.6 milyon adet sözleşme ve 2.2 milyar YTL'lik işlem hacmi ile döviz sözleşmeleri, yüzde 76'lık pay ile ilk sırada yer aldı. Döviz sözleşmelerini yüzde 22'lik pay ile endeks sözleşmeleri izledi. Yaklaşık 165 bin endeks sözleşmesi ile 659 milyon YTL'lik işlem hacmi gerçekleşti. 2 bin 184 faiz sözleşmesi ile 19.9 milyon YTL, 396 emtia sözleşmesi ile ise 771 bin YTL'lik işlem hacmi oluştu.

### İşlem hacmi artışında Asya borsalarını geride bıraktı



2005 yılında döviz sözleşmeleri işlem hacminde en ön sırada yer alırken 2006 yılında endeks sözleşmeleri liderliği ele geçirdi. Buna göre 2006 yılında VOB'da işlem hacminin yüzde 60.7'sini oluşturan 2.2 milyon

adet endeks sözleşmesi ile 10.6 milyar YTL'lik işlem hacmi gerçekleştirildi. Döviz sözleşmeleri ise toplam işlem hacminin yüzde 39'unu oluşturdu. 4.4 milyon adet sözleşme ve 6.7 milyar YTL'lik işlem hacmi gerçekleştirildi.

2006 yılında VOB'da işlem gören döviz, endeks, faiz ve emtia sözleşmelerine G-DİBS ve altın sözleşmeleri de eklendi. Bu yeni sözleşmeler, yatırımcılarının bir kısmını kendine çekerek faiz ve emtia sözleşmeleri sayılarının azalmasına neden oldu. Böylece 2006 yılında bir faiz sözleşmesi ile

8 bin 500 YTL'lik işlem hacmi gerçekleşirken, yapılan 3 bin 317 G-DİBS sözleşmesi ile 26 milyon YTL'lik işlem hacmi oluştu. Yapılan 13 emtia sözleşmesi ile 25 bin YTL'lik işlem hacmi, bin 425 altın sözleşmesi ile ise 4.2 milyon YTL'lik işlem hacmi gerçekleştirildi.

### Açık pozisyon yabancılar da

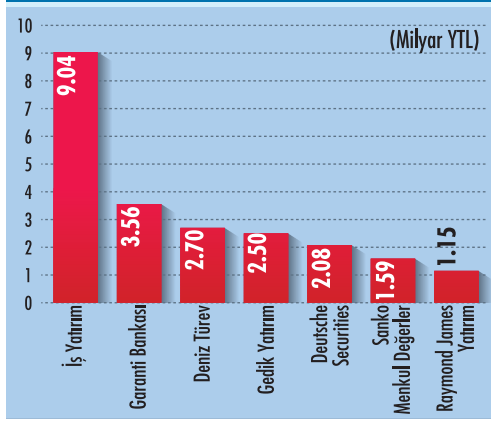
2006 yılında işlem hacminde büyük payı bulunan endeks sözleşmelerinde günlük ortalama işlem hacmi verilerine bakıldığında, işlem hacminin sürekli arttığı görülüyor. Buna göre Haziran 2005'de 3.27 milyon YTL olan günlük ortalama işlem hacmi, Aralık 2005'de 8.22 milyon YTL'ye yükseldi. Haziran 2006'da 34 milyon YTL olurken, günlük ortalama olarak en yüksek değere 89.9 milyon YTL ile Kasım ayında ulaştı.

Endeks sözleşmelerinde açık pozisyon dağılımı incelendiğinde ise 27 Aralık 2006 itibarıyla ağırlığın yabancılar da olduğu görülüyor. Açık pozisyon kavramı, işlem günü içerisindeki açık yani kapatılmamış pozisyon sayısını ifade eder.

Söz konusu tarih itibarıyla endeks sözleşmelerindeki açık pozisyonların yüzde 45'i yerli yatırımcılar, yüzde 55'i ise yabancı yatırımcılar tarafından alındı. Ocak 2006'da 155 binden fazla olan açık pozisyon sayısı aralık ayı itibarıyla 251 bine ulaştı.

VOB'un hali hazırda 66 üyesi bulunuyor. Bu üyeler arasında İş Yatırım 2006 yılı işlem hacimleri sıralamasında açık ara önde. İş Yatırım 2006 yılında 9.04 milyar YTL'lik işlem hacmi gerçekleştirdi. İkinci sırada ise 3.5 milyar YTL ile Garanti Bankası geliyor. Bunları 2.7 milyar YTL ile Deniz Türev ve 2.56 milyar YTL ile Gedik Yatırım izliyor. Beşinci sırada ise 2.08 milyar YTL ile Deutsche Securities geliyor.

### İşlem hacminde İş Yatırım açık ara önde (2006)



# Emtia kontratları depoculuğa takıldı!

**Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB), işlem hacmi artışında rekor kırsa da borsanın emtia piyasası tarafında durum çok parlak değil. Emtia piyasalarının istenen işlerliğe kavuşmaması genellikle fiziki teslimatın olmaması ve tanıtım eksikliğine bağlanıyor.**

**AÇILIŞI İKİ YIL ÖNCE GERÇEKLEŞEN** Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nda (VOB), emtia piyasaları bir türlü arzulanmış işlerliğe kavuşturulamadı. Bunun en önemli nedenleri olarak ise üretim maliyetlerinin yüksek olması, fiziki teslimin olmaması, piyasada derinlik olmaması ile standardizasyon sorununun henüz çözülememesi gösteriliyor.

Emtia piyasalarında faaliyet gösteren iş adamlarının ortak kanısını kısaca böyle özetlemek mümkün... Bunlardan biri olan Söke merkezli BİRPAŞ

Birlik Pamuk Genel Müdürü Şükrü Barış Kocagöz, VOB'daki emtia piyasalarının çalışmamasını, bu işin standardının garanti edilip, fiziki teslimin olmasına bağlıyor. Yurt dışındaki emtia piyasalarında işlem yapanların kontrattaki pozisyonunu öldürmezse, isterse malı alma hakkına sahip olduğunu söyleyen Kocagöz, "Örneğin ABD'de yüzde 2, yüzde 3 gibi fiziki teslim var. Bunun garantisi veriliyor. İlk yıllarda bu oran, yüzde 80'miş. Alıcı yoksa, borsa kontratı verip karşılığında malı alabiliyor. Ama bizde, son kontrat gününde İzmir Ticaret Borsası (İTB) fiyatı neyse, mal o fiyattan değerlendiriliyor. Bunu kurtaracak tek şey, lisanslı depoculukta garanti edilmiş malların olmasıdır" diyor.

## "BU İŞ İÇİN KREDİBİLİTENİZ OLMALI"

**Esat Sivri**

(DEBA Holding Yönetim Kurulu Başkanı):

"Neden tekstilci-ler bu piyasaya rağbet etmiyor? Bunun yanıtını da ben vereyim. Çünkü bizim satışlarımız o kadar küçük rakamlarla büyüyerek gidiyor ki... 30 bin dolar mal yükledim diyor, ama bu 5 kontrat yapıyor.

Bir de bu işi kullanmak için kredibiliteniz olması lazım. Piyasa neredeyse stabil gidiyor diyebiliriz. Böyle olunca cebinden gidiyor. Hiç kimse işin detayına inmiyor. Bu işi bankalar, profesyoneller aracılığıyla yapmak, her zaman daha iyi neticeler veriyor."



## Ürün maliyetleri yüksek

Hem VOB'da, hem de yurt dışındaki piyasalarda pamuk üzerine vadeli işlemler yaptığını söyleyen Kocagöz, "İnsanlar oraya karşılığı yok diye alışmadı. Çünkü bir garanti olarak görmüyorlar. İTB'nin lisanslı depoculukla ilgili çalışmalarının yoğunlaştırılması gerekir" diyor.

FG Tekstil Yönetim Kurulu Başkanı Fuat Gözcan'a göre VOB'daki emtia kontratlarının rağbet görmemesi, üretim maliyetlerinin çok fazla olmasından kaynaklanıyor. "Pamuk için konuşuyorum. Bence VOB'daki emtia kontratlarının ilgi görmemesinin en büyük nedeni, ithal ürünlerin tercih edilmesidir" diyerek, şunları söylüyor:

"Sanayicilerimiz artık Mısır'da yatırım yolları arıyor. Çin'den, Endonezya'dan pamuk ipliği getiriyor. Örneğin ben, ciddi bir pantolon üreticisi ve ihracatçısı olarak, son dönemde bu ürünü ithal etmeye başladım. Çünkü işlenmiş ürün, çok daha avantajlı. Artık üretim yapmakla kimse uğraşmıyor. Çünkü ma-

liyetler çok yüksek” diyor.

Sağlam Tarım Ürünleri Yönetim Kurulu Başkanı Şadi Katırcıoğlu ise VOB’un emtia ürünlerinde arzu edilen düzeyde çalışmamasının nedeni olarak, piyasada derinlik olmamasını gösteriyor. Türkiye’de standardizasyon sorununun henüz çözülememesinin, VOB’un işleyişini doğrudan etkilediğini kaydeden Katırcıoğlu, “Hem uluslararası standardizasyon temin edilemedi, hem de 12 aya yayılacak ürün miktarı söz konusu olamadı. Bütün bunlar, lisanslı depoculukla mümkün olacaktı. Ama olmadı. O yüzden işletmeler, hala eski usul, alaturka çalışmakta” diyor.

### Kuraklıkta olumsuz etkiledi

Kuraklık nedeniyle pamuk standartlarında bu yıl ciddi bir sıkıntı yaşandığını da anımsatan Katırcıoğlu, böyle bir ortamda VOB kontratının falan söz konusu olmadığını söyleyerek, şunları dile getiriyor:

“VOB’un büyük performans gösterdiği haberlerini gazetelerde okuduk. Ama bu performans, hep döviz ve hisse senetlerine dayalı. Emtiada VOB maalesef, il-

## “ALİŞKIN OLMADIĞIMIZ BİR SİSTEM”

### Altan Ünsal

(Kadıoğlu Değirmencilik Yönetim Kurulu Başkanı):

“VOB’da buğday kontratlarının ilgi görmemesinin çeşitli nedenleri var. Türkiye’deki buğday piyasası yüzde 90 oranında TMO tarafından belirleniyor. TMO alım fiyatlarıyla beraber satış fiyatlarını da açıklıyor. VOB’un işlemesi için serbest piyasanın da devreye girmesi lazım. Ama yeterli ilgi görmüyor. Ancak VOB’daki sıkıntının sadece TMO faktörüne bağlanmaması gerekli. Fiziki teslimi olmayan bir şeyin üzerinde alım satım yapmak, alışkın olmadığımız bir şey. Ama nasıl İMKB’ye alıştıysak, buna da alışacağız. Ayrıca TMO’nun lisanslı depoculuk çalışmaları var. Bu sistemle birlikte işlerlik kazanabilir.”

O yüzden, piyasaya bir derinlik kazandırmadı. Borsa açık ama pamuk piyasası hemen hemen işlemsiz devam ediyor gibi” diyor.

### Teslim- tesellüm önemli

ABD’de iyi çalışan pamuk borsasında teslim-tesellümün piyasanın yaklaşık yüzde 1’ini oluşturduğunu, ama sonuçta ürünün teslim zorunluluğu olduğunu ve bu durumun işleyişi ciddi şekilde etkilediğini ifade eden Gazanfer, şöyle devam ediyor:

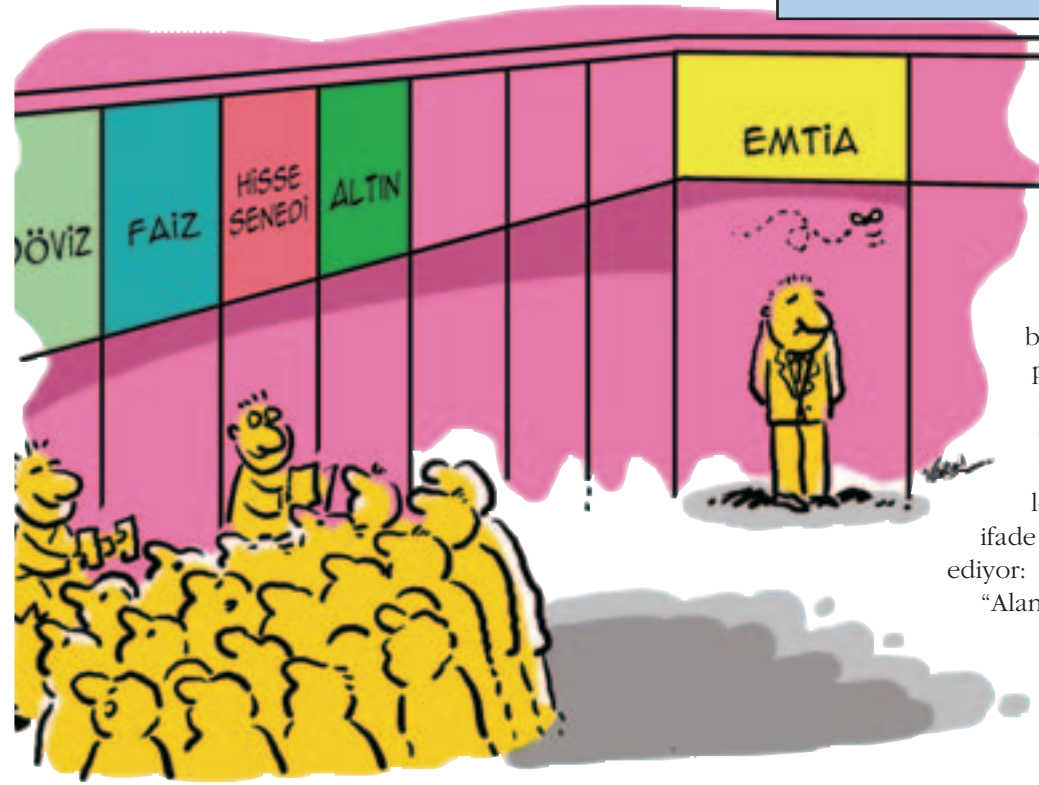
“Alan veya satan, kontrat süresinin sonunda bu ürünü teslim alma zorunluğuyla karşı karşıya kalabiliyor. Bu da borsaya bir canlılık getiriyor. Bizde de önce bu koşulun

yerine gelmesi gerekli. Sonra işin lisanslı

depoculukla ilgili ayağı gerekiyor. Depoyu kurdu-  
nuz ama kontratlarda teslim-tesellüm olmazsa, işleyi-  
şi yine olmaz. Piyasanın önemli aktörleri, kontrat al-  
ma veya satma konusunda ilgisi olabilecek kuruluş-  
lar; böyle bir ortam içinde kontrat satın bunun belli  
bir yüzdesini de depozito olarak yatırmak, daha son-  
ra bunun karşılığında piyasadaki gelişmelere göre  
hesabından para çekilmesi işlemine muhatap olmak  
istememezler.”

gili şirketleri tatmin edecek düzeye ulaşamadı” diyor.

Ulusal Pamuk Konseyi Geçici İcra Kurulu Başkanı Sebahattin Gazanfer ise VOB’un gerçek hayattan kopuk olduğu düşüncesinde. Fiziki mal teslim ve tesellümü olmadığı ve kontratların parasal değerle kapatılması esası getirildiği için VOB’un işlemlerinin gerçek hayattan kopuk bir şekilde başladığını söyleyen Gazanfer, “Bu borsada pamuk kontratının olması, olayın pamukla ilgili olduğu anlamına geliyor.



Gazanfer bu konuya bir örnekle de şöyle açıklık getiriyor:

“Örneğin üretici birlikleri bugüne kadar fiziki borsalarda malı getirip, karşılığında parasını aldı. Halbuki burada ileri vadeli taahhüt altına giriyor, bunun da bedelinin bir kısmını baştan yatırıyor. Kontratlar miktar bazında çok fazla ise o kadar çok güvence yatırıyor. Bu durum, özellikle üretici kesiminin kolaylıkla anlayabileceği bir mükellefiyet olarak görülmüyor.”

Ege Çiftçiler Derneği Yönetim Kurulu Başkanı Hulusi Tanman ise VOB'un emtia piyasalarına ilişkin sıkıntının temelinde tanıtım eksikliğinin yattığı görüşünde. İnsanların konuyla ilgili olarak çok fazla bilgilendirilmediğini söyleyen Tanman, “Örneğin ben bile bu piyasada neler

ni savunan Mısırlı şunları söylüyor:

“İnsanlar, alışık oldukları düzendeki ticareti sürdürmeyi uygun görüyor. Sadece ihtiyaçları kadar mal almayı tercih ediyorlar. Bu nedenle ya hiç kontrat yapılmıyor, ya da kısa vadeli alımlar gerçekleştiriliyor. İşin bir de tanıtım ayağı var. Bu konuda yeterli çalışmalar olmadı. Halen alıcı ve satıcı tarafından, mevcut risklerin karşılanıp karşılanamayacağı konusunda tereddütler var.”

Kontratlarla bağlı olarak sözler yerine getirilemediği oranda, yaptırımların zarar tazmininin açık kaldığını ifade eden Mısırlı, “Müşterinin bana uygulayacağı yaptırımı ben karşı tarafa rücu ettiremezsem olmaz. Bence bu güven unsuru lisanslı depoculuk sistemiyle çözülebilir” diyor. Bütün sorunlarına rağmen Mısırlı, VOB'un Türkiye'de bir ilk olması nedeniyle bugünkü tabloyu bir geçiş süreci olarak değerlendirmek gerektiği düşüncesinde.

### Planlandığı gibi olmadı

VOB'un kuruluşuyla ilgili ilk çalışmalarını başlatan, İzmir Ticaret Borsası'nın geçmiş dönem başkanı Hasan Özmen de, VOB'da başlangıçta planlanan pek çok şeyin uygulamaya konulamaması nedeniyle sıkıntıların aşılamadığını söylüyor. VOB'un tarım ürünlerinde lisanslı depoculukla birlikte başlamasının öngörülmesine rağmen, bunun yapılmadığını kaydeden Özmen, “Uluslararası

çapta, yabancı ortaklıkla ve lisanslı depoculukla birlikte başlayacaktık.



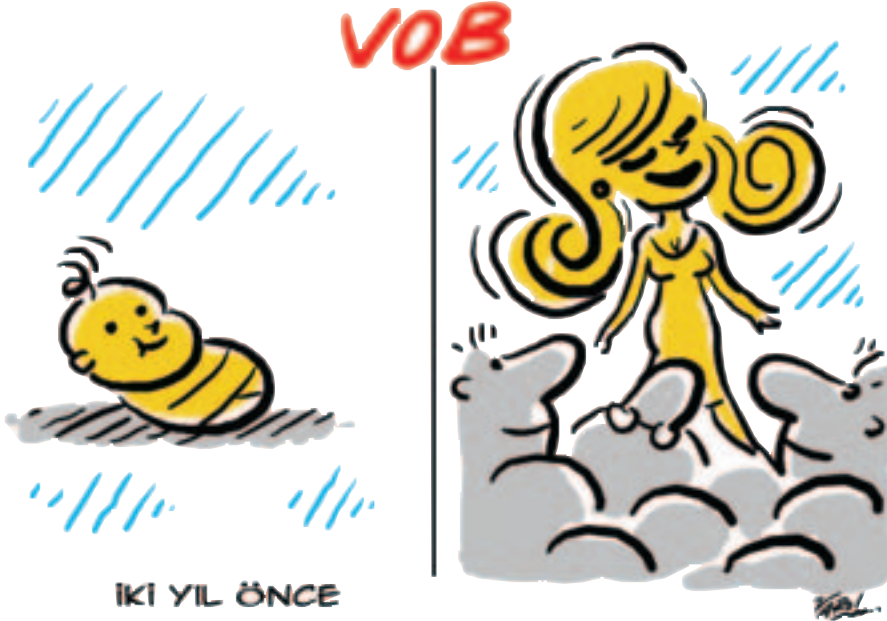
Hasan Özmen

Bu konuda modern bir kanun çıktı ama maalesef şimdi altını dolduramıyorlar. Sıkıntının temelinde, VOB'un spot piyasa ile bir ilgisinin kalmaması yatıyor” diyor. Dolara, endekse oynamanın çok daha kolay olduğunu söyleyen Özmen, şöyle devam ediyor:

“Çünkü ortada mal yok. Ancak mal işi zor bir iş.

Altını doldurabilmek için ürün borsacılığı ve lisanslı depoculuk gerekiyor. Üstelik Türkiye'de ürün rekolte de azaldı zaten. Yine de yakın coğrafyaya hitap eden uluslararası bir borsa olabilseydi, sistem çok daha iyi işlerdi.”

VOB



İKİ YIL ÖNCE

yapabileceğime dair yeterli bilgiye sahip değilim. Çiftçiler de böyle. Bu durum, tekstilciler için de geçerli. Kendilerini hedge edip edemeyeceklerini bile bilmiyorlar” diyor. Tanman, Türkiye'de bu işi yürütecek yeterli sermaye birikiminin olmamasının da, VOB'daki sıkıntının nedenlerinden bir diğeri olduğunu söylüyor.

### En büyük engel güvence unsuru

Panel Tekstil Yönetim Kurulu Başkanı Fikret Mısırlı ise VOB emtia piyasalarının gelişmesiyle ilgili en büyük engelin fiyat ve kaliteyle ilgili güven unsuru olduğu kanısında. Lisanslı depoculuk sisteminin işlemesi durumunda, malın kalitesinin ve satın alma biçimlerinin garanti altına alınacağını kaydeden Mısırlı, Tariş ve Sanko gibi piyasanın önemli aktörlerinin bu piyasa içinde rol almasının gerekliliğine işaret ediyor. VOB'a büyük oyuncuların çekilmesi halinde ardından diğerlerinin de geleceği-

# Dünya borsaları VOB'un gerisinde kaldı

**2005 ve 2006 yıllarının dokuz aylık dönemlerinde VOB'da işlem gören toplam sözleşme sayısındaki artış, yüzde 361 olarak gerçekleşti. VOB, bu hızlı gelişimiyle ABD, Avrupa ve Asya borsalarını geride bıraktı. VOB'un en yakın takipçisi ise yüzde 245.6'lık artış oranı ile Tokyo Borsası oldu.**

**KURUMSAL VE BİREYSEL YATIRIMCILAR** açısından özellikle piyasalardaki dalgalanma dönemlerinde oluşabilecek risklerden ve fiyat farklılıklarından korunmak, büyük önem taşıyor. En önemli fonksiyonu

etkin risk yönetimi olan vadeli işlem ve opsiyon borsaları da bu noktada öne çıkıyor. Piyasalarda dalgalanmaların arttığı dönemlerde fiyat belirsizliği nedeniyle oluşan risklerden korunmak amacıyla global bazda yatırımcılar, vadeli işlemlere yöneliyor.

Ancak bu piyasaların sadece risk yönetimi için değil, yatırım amaçlı da olarak da kullanıldığı biliniyor. Bu noktada 2005 yılı itibarıyla dünyada vadeli işlem borsalarının işlem hacmi 1.4 katrilyon doları aştı. 2006 yılında ise bu rakama dokuz aylık süreçte ulaşıldığı görülüyor.

Gelişmiş ülkelerdeki vadeli işlem borsalarının işlem hacimleri, her geçen gün daha da artıyor. Dünyanın global bir köy haline geldiği ve Çin'deki fiyat yükselişinin Brezilya piyasalarını dalgalandırdığı bir ortamda yatırımcılar, bu alternatif araçlara daha çok yöneliyor. Böylece gelişmekte olan ülkelerde de bu tip borsalara yönelim artıyor, olmayanlarda ise açılması için çalışmalar yapılıyor.

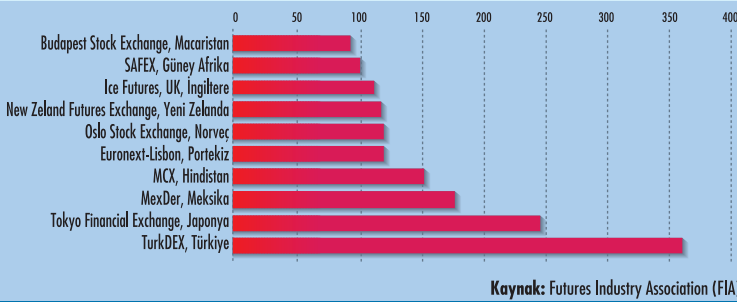
Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye de, global piyasalardan oldukça etkilenecek ve bu nedenle Türk yatırımcılarının da türev araçları kullanmaları zorunlu hale geliyor. Oluşan bu ihtiyaç nedeniyle kurulan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB) da, kurulduğu 2005 yılından bu yana gelişimini hızla sürdürüyor.

## Tokyo takipte

Hatta VOB'daki işlem hacimleri öyle hızlı artıyor ki, artış oranları açısından dünyanın önde gelen borsalarını geride bırakmış du-

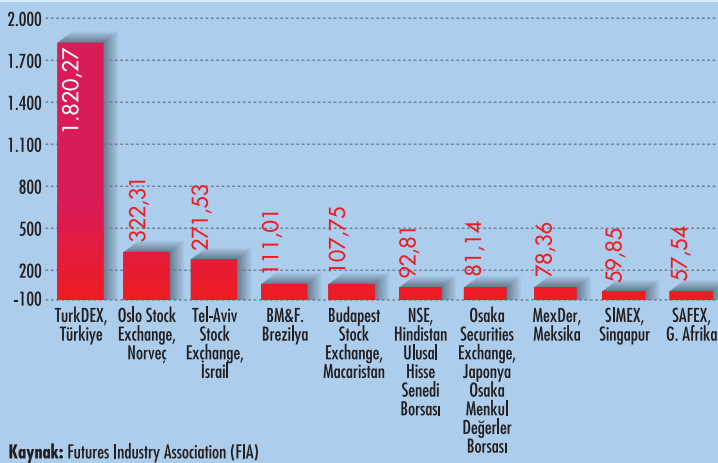
## Borsa İşlem Hacimlerinin yüzdesel değişimi

(Ocak-Eylül 2005 / Ocak-Eylül 2006)



## Endeks vadeli işlem sözleşmeli hacminin yüzdesel değişimi

(Ocak-Eylül 2005 / Ocak-Eylül 2006)





rumda. VOB Eğitim ve Tanıtım Müdürlüğü'nün Futures Industry Association'ın (FIA) verilerine dayanarak hazırladığı çalışmaya göre VOB'da 2005 yılı dokuz aylık dönemde toplam sözleşme sayısı 969 bin 776 olurken, bu rakam 2006 yılının aynı döneminde yaklaşık 4.5 milyon oldu. Yani bu dönemdeki sözleşme sayısındaki yüzde 361 oranındaki artışla VOB, dünya borsaları arasında ilk sıraya yerleşti.

Her ne kadar henüz VOB'un işlem hacimleri düşük olsa da dünyanın önde gelen ABD, Avrupa ve Asya borsalarında sözleşme sayısındaki artışlar incelendiğinde bu rakamın oldukça gerisinde kaldıkları görülüyor. VOB'a en yakın performansı gösteren ise Tokyo Finansal Borsası. 2005 yılının dokuz ayında 7.4 milyon sözleşmenin işlem gördü-

ğü Tokyo Borsası'nda bu rakam 2006'nın aynı döneminde 25.7 milyona yükseldi. Ancak işlem gören sözleşme sayısındaki artış, yüzde 245.6 ile VOB'un oldukça gerisinde kaldı.

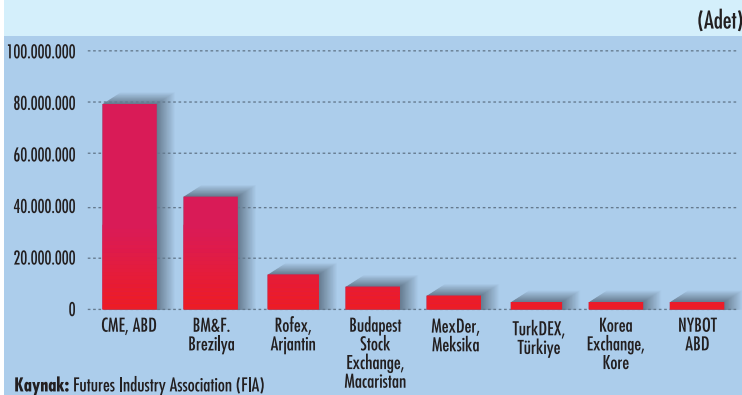
Üçüncü sırada ise MexDer yani Meksika Vadeli İşlemler Borsası yer alıyor. 2005 yılı dokuz aylık süreçte 86.7 milyon sözleşmenin işlem gördüğü borsada, geçen yılın aynı döneminde 239.7 milyon adet sözleşme yapıldı. Sözleşme sayısındaki artış ise yüzde 176 oldu.

### Gelişmekte olan piyasalar...

VOB gibi genç olan ve 2003 yılında kurulan Hindistan Emtia Borsası'nda aynı dönemler itibariyle sözleşme sayısındaki değişim, yüzde 151 seviyesindeydi. Borsada 2005 yılı Ocak-Eylül döneminde işlem gören sözleşme sayısı 12.8 milyon olurken, bu rakam 2006 yılının aynı döneminde 32.3 milyon adete yükseldi. Artış oranı olarak geride kalsa bile önde gelen gelişmekte olan piyasalardan Hindistan Borsası, işlem hacimleri açısından VOB'u geride bıraktı.

Güney Afrika, finansal piyasalarının yakından takip edildiği ve diğer gelişmekte olan ülke piyasalarını etkileyen ülkelerin başında geliyor. 2005 yılı dokuz aylık dönemde 36.4 milyon, 2006'da ise 72.5 milyon adet sözleşmenin işlem gördüğü Güney Afrika Vadeli İşlemler Borsası'nda sözleşme sayısındaki değişim, yüz-

### 2006 Ocak-Eylül dönemi döviz vadeli işlem sözleşmesi hacimleri



de 99 oldu. Finansal piyasaları Türkiye ile benzerlik gösteren Macaristan'ın Budapeşte Menkul Kıymet Borsası'nda söz konusu dönemlerde 5.5 ve 10.7 milyon adet sözleşme işlem görürken, değişim oranı yüzde 93 oldu.

Piyasaları Türkiye ile benzerlik gösteren diğer gelişmekte olan ülkelerden biri de Brezilya. 1985 yılında kurulan ve bir yıl sonra işlemlere başlayan Brezilya Emtia ve Vadeli İşlem Borsası'nda 2005 yılı dokuz aylık dönemde 142.4 milyon adet sözleşme işlem gördü. 2006 yılında ise sözleşme sayısı, yüzde 43.5 artarak 204.4 milyona yükseldi.

### Endekste artış yüzde bin 820

Endeks vadeli işlem sözleşmelerinin artış oranlarına bakıldığında, yine ilk sırada VOB geliyor. 2005 yılının dokuz ayında 67 bin 391 sözleşme işlem görürken, bu rakam geçen yıl 1.3 milyon adete yükseldi. Sözleşmelerdeki artış oranı ise yüzde bin 820 oldu. VOB'u yüzde 322'lik artışla Oslo Menkul Kıymet Borsası (Norveç) izledi. Oslo'da 2005'de 422 bin sözleşme, 2006'da ise yaklaşık 1.8 milyon adet sözleşme işlem gördü. Brezilya Emtia ve Vadeli İşlem Borsası'nda ise 2005 yılında 5 milyonun üzerinde, 2006'da ise 10.6 milyon endeks sözleşmesi işlem görürken, artış oranı yüzde 111 oldu.

2005 yılında VOB'dan daha fazla endeks sözleşmesinin işlem gördüğü Macaristan'ın Budapeşte Menkul Kıymet Borsası, 2006 yılında ise VOB'un gerisinde kaldı. 2005'te sözleşme sayısı 375 bin olurken, 2006'da 780 bin adet endeks sözleşmesi işlem gördü. Sözleşme sayısı artış oranı ise yüzde 108 oldu.

Avrupa Borsası'nda (EUREX) sözleşme sayısı artışı, yüzde 48 ile VOB'un gerisinde kalsa da işlem gören sözleşme sayısı 2005'de 136.7 milyon, 2006'da ise 203.3 milyon adet olarak VOB'un oldukça üzerindedir. Meksika Vadeli İşlemler Borsası da 2005 yılında VOB'dan daha iyi performans göstermiş olsa da, 2006 yılında sözleşme sayısı VOB'un gerisinde kaldı. Buna göre 2005 yılı

lari dokuz aylık dönemde 253 bin 281 adet endeks sözleşmesi işlem görürken, 2006'da bu rakam 451 bin 751'e yükseldi. Böylece sözleşme sayısındaki artış, yüzde 78 oldu.

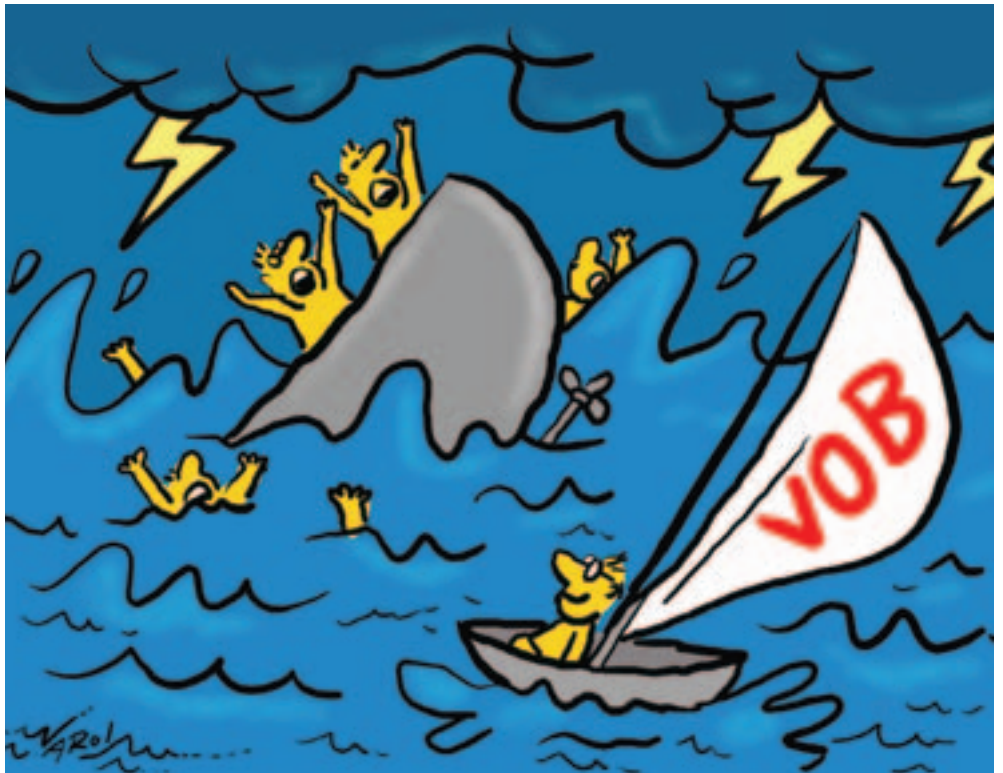
Güney Afrika Vadeli İşlemler Borsası da sözleşme sayısı artış oranında VOB'un gerisinde kaldı. Ancak işlem gören sözleşme sayısı açısından oldukça önde. 2005'te yaklaşık 7.6 milyon, 2006'da ise 11.9 milyon adet endeks sözleşmesi işlem gördü.

### Dövizde başı ABD çekiyor

Döviz vadeli işlem sözleşmelerinin en çok işlem gördüğü borsaların başında ise Chicago Ticaret Borsası geliyor. 2006 yılı ilk altı aylık dönemde 79.4 milyon adet döviz sözleşmesi işlem gördü. Chicago'yu, Brezilya Emtia ve Vadeli İşlemler Borsası takip ediyor. Brezilya'da aynı dönemde 43.4 milyon adet sözleşme yapıldı. 13.5 milyon adet sözleşmenin işlem gördüğü Arjantin Vadeli İşlemler Borsası'nı yaklaşık 8.4 milyon döviz sözleşmesi ile Budapeşte Menkul Kıymet Borsası izledi.

Meksika Vadeli İşlemler Borsası'nda 4.8 milyon adet sözleşme yapılırken, VOB'da işlem gören döviz sözleşmesi sayısı yaklaşık 3.2 milyon adet oldu. Kore Borsası'nda söz konusu dönemde 2.3 milyon döviz sözleşmesi işlem görürken, bu rakam New York Borsası'nda 2.7 milyon, Varşova Hisse Senedi Borsası'nda ise 2 bin 510 olarak gerçekleşti.

Behiye Selin Taner ♦ btaner@ekonomist.com.tr



# “Yabancılar, risklerini vadeli işlemde koruyor”

**İMKB’de olduğu gibi VOB’da da en çok işlem yapan kurum olan İş Yatırım’ın genel müdürü İlhamı Koç, koruma amaçlı işlemlerin en çok yurt dışından geldiğini söylüyor. Koç “Borsanın yaklaşık yüzde 70’ini elinde tutan yabancılar, pozisyonlarını korumak için işlem yapıyorlar” diyor.**

**İŞ YATIRIM**, İMKB Hisse Senetleri Piyasası’nda son dört yıldır, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’nda (VOB)’da ise kuruluşundan bu yana geçen iki yıllık sürede işlem hacminde birinci sırada yer alıyor. Şirket, 2006 yılında 41 milyar 836 milyon YTL’lik işlem hacmiyle İMKB Hisse Senetleri Piyasası’nda en fazla işlemi gerçekleştirirken, piyasa payı yüzde 6.44 oldu.

İş Yatırım, yaklaşık iki yıldır faaliyet gösteren VOB’da da liderliğini devam ettirdi. 2005 yılında 1.5 milyar YTL’lik işlem hacmi ve yüzde 25’lik payıyla en fazla işlemi gerçekleştiren kurum olan İş Yatırım, 2006 yılında da 9 milyar 44 milyon YTL’lik işlem gerçekleştirdi. 4 Şubat 2005 tarihinde faaliyete geçen VOB’un kurucu ortakları arasında yer alan İş Yatırım’ın Genel Müdürü İlhami Koç ile VOB’un bugüne kadarki performansı ve geleceğini konuştuk.

**Ekonomist: Vadeli piyasalar bir yatırım enstrümanı mıdır?**

**İlhami Koç:** Her enstrümanın ekonomik bir işlevi vardır. Vadeli işlemlerin de ekonomik işlevi, koruma sağlamaktır. Asıl fonksiyonu, bir tasarruf aracı olması değildir. Dövizle işlem yapıyorsanız dövizde, hisse senedinde işlem yapıyorsanız hissede, emtia ile yapıyorsanız emtia da koruma sağlar. Ancak sadece ekonomik işlevinden ötürü burada alım satım yapılacak olursa sağlıklı bir piyasa olmaz.

**Kaldıraç olanağının doğru dalga ile birleştiği zaman spot piyasalara göre daha ciddi kazanç imkanları sağladığı söyleniyor...**

**Koç:** Bu doğru, ancak spekülasyonun bu konuda uzman olanlar tarafından yapılması beklenmelidir. Profesyonel olarak başka mesleklerle uğraşanların, spekülatif yatırımlar yapması pek doğru değil. Bu tür yatırımcıların pozisyonlarını yakından takip edemeyecekleri için risklerini yönetmesi zor olacaktır. Koruma

ve spekülasyonun dışında bir de arbitrajcular var. Bu tür yatırımcılar, farklı ürünler arasındaki fiyat farklılıklarından yararlanmaya çalışırlar. Halen piyasadaki yatırımcılar bunlar.

## “VADELİ PİYASALAR KRİZİN ETKİLERİNİ AZALTIR”

**Vadeli piyasaların temel işlevlerinden biri piyasalardaki dalgalanmalara karşı koruma sağlaması. Bunun da olası krizlere karşı dayanıklılığı artırdığını söyleyen Koç, “Bu piyasa olmuş olsaydı 2001 krizinde ne olurdu?” sorumuzu şöyle yanıtlıyor:**

“Krizin dalga boyu daha düşük olurdu. Örneğin kuru ele alalım. Döviz yükümlülüğünüz var. Dolar, 1.700 YTL olduğunda 2.500 YTL olmasından korktuğunuz için her şeyi göze alıp, o seviyeden döviz alıyorsunuz. Halbuki vadeli işlemler olsaydı siz zamanında kontratınızı alıp, bir kenara koyacaktınız. Dövizin artması, sizde panik hareketlere yol açmayacaktı.

Örneğin, 1995’in sonunda kurlarda bir hareketlenme olmuştu. Merkez Bankası müdahale etmek yerine 1996 Ocak, Şubat ve Mart ayları için vadeli kurlar ilan etti. İthalatçı, vadeli borcu olanlar buradan alabilir diye. Piyasa sakinleşti, rahatladı, sonunda kurlar düştü. Vadeli piyasaların finansal piyasalardaki dalgalanmaların dalga boyunu küçülten bir etkisi var.”



İlhami Koç

#### **Talep sizce yetersiz mi?**

**Koç:** Öncelikle korunma amaçlı talep pek gelmiyor. Öncelikle döviz tarafında ihracatçı/ithalatçı, doğal korumaya sahip olduğunu düşünebiliyor. Bazen de bankacılık sisteminde “forward” tercih ediliyor. Ancak daha da önemlisi, ihracatçı/ithalatçı riskle yaşamayı tercih ediyor. Hisse senedinde ise büyük hisse senedi pozisyonu taşıyanlardan, koruma amaçlı işlemler gelmesi lazım. Onun için de kurumsal yatırımcı gerekiyor ama bizde kurumsal yatırımcı çok küçük... Bu talepler, daha çok yabancı yatırımcılardan geliyor.

#### **Koruma amaçlı işlemleri daha çok kimler yapıyor?**

**Koç:** Şu anda koruma amaçlı işlemler en çok yurt dışından geliyor. Türkiye’deki hisse senedi piyasasının yüzde 70’ine yakın kısmını elinde tutan yabancılar, pozisyonlarını korumak için vadelide işlem yapıyorlar.

#### **Yabancılar döviz işlemi de yapıyorlar mı?**

**Koç:** Ağırlıklı olarak hisse. İşlem hacmine bakarsanız çok büyük bir bölümü hisse senedinden geliyor.

#### **Dövizdeki işlemleri kimler yapıyor?**

**Koç:** Büyük ölçekli şirketler önceleri işlem hacmi olmamasından şikayet ediyorlardı. Ama yavaş yavaş işlem hacmi arttığı için büyük ölçekli şirketlerden işlem gelmeye başladı. Şimdi orta ölçekli şirketler de çok sormaya başladılar. Çünkü özellikle ihracatçı şirketler, kurun düşmesinden zarar ediyorlar. Henüz harekete geçmeyip, işlem yapmasalar da ilgi alanları içinde olduğunu görüyoruz. İthalatçılar da kurun ani

yükselmesinden korktukları için kendilerini “hedge” etmek istiyorlar. Dolayısıyla yeni dönemde orada da potansiyel olacak gibi görünüyor.

#### **Peki emtiada neden işlem olmuyor?**

**Koç:** Emtiada maalesef yeterli likidite sağlanamadı. Vadelide işlem yapabilmemiz için spotta da bir şey yapıyor olmanız lazım. Çünkü, emtianın spotunda organize piyasa yok. Bir şeyin spotunu alıp satamıyorsanız, vadelisi de olmuyor.

**İki yılını dolduran VOB’un performansını nasıl değerlendiriyorsunuz? Öncesinde İMKB bünyesinde başarısız bir deneme oldu...**

**Koç:** İMKB’de 90’lı yılların ikinci yarısında vadeli işlemler piyasası kurulması için çalışmalar başlamışken, şöyle bir izlenim doğdu; ‘İMKB işliyor ama vadeli işlemler riskli bir üründür, Türkiye buna hazır değildir.’ Böylece çalışmalar askıya alındı. Vadeli işlemlerin barındırdığı risk nedeniyle ülkemizdeki dalgalanmaları artırabileceği düşünülüyordu. Halbuki tam tersine. Şirketler, kurumlar kendi pozisyonlarını “hedge” ettiğinde aslında ekonomi de kendi kendini “hedge” ediyor. Bu nedenle, olası dalgalanmanın boyutu daha küçük oluyor.

2001 krizinden sonra İMKB içinde bir döviz piyasası açıldı, ama rağbet görmedi. Çünkü ürün ve katılımcı çeşitliliği yoktu. VOB açıldığında da başlangıçta işlem çok azdı. Sonra gittikçe arttı. Ürün ve katılımcı çeşitliliği arttıkça işlem hacmi daha da artacaktır.

### **VOB'da her şey tamam mı, eksik taraf var mı?**

**Koç:** Temel enstrüman eksikliği, opsiyon... Uluslararası vadeli işlem borsalarına, türev piyasalarda opsiyonların işlem hacmi, vadeli kontratları geçmiş durumda. VOB'da ise opsiyon yok...

### **Ama isim de var...**

**Koç:** Uygulamada yok. Yasal altyapıda bir sorun yok, ama teknik altyapı eksik. Yazılım çalışmaları var. Ama hazırlanıyorlar. Bu yıl içinde bazı hisse senetleri üzerine vadeli işlem yapılması gündemde... Bu kolay, çünkü hisse senedi olduğu için mevcut durumdan kolayca geçilebilecek, opsiyon biraz daha zor. Yeni bir program yapmayı gerektiriyor.

### **Eksikliklere rağmen genel performansı nasıl değerlendiriyorsunuz?**

**Koç:** Önceleri yabancı yatırımcılar, 'Türkiye'de işlem hacmi çok düşük, ilgilenmiyoruz' diyorlardı. Ama şimdi yurt dışından gelenler var. İlgi artıkça siz de çaba gösteriyorsunuz, insanları çekmek için çalışıyorsunuz. Böylece kartopu etkisiyle büyüyor. Şimdi tam o büyüme sürecini yaşıyoruz.

### **Bundan sonra hangi amaçlı işlemlerin artmasını bekliyorsunuz?**

**Koç:** Korunma amaçlı işlemlerin bundan sonra çok hızla büyüyeceğini tahmin ediyorum. Daha çok şirketlerin gelmesini bekliyoruz. Bu ürünü yeni yeni tanıyorlar, Türkiye'de hep spot anlayıştan geliniyor, vadeli kontrat üzerine iş yapmak bilgisi ve kültürü yok. Sıfırdan inşa ediyoruz. Şirketler yeni öğreniyor, ne yapacaklarını bilmiyorlar. Biz anlatıyoruz ama çok teorik kalıyor. Bu nedenle öğrenmeleri için küçük küçük işlemler yapmalarını, finans birimlerinin bunu öğrenmelerini teşvik ediyoruz.

### **Ciddi bir müşteri kitleniz ve yönettiğiniz fonlar var. Birçoğu yabancı piyasalarla da ilgileniyor. Bunların VOB'a ilgisi ne düzeyde?**

**Koç:** Genelde yurt içi ürünlere ilgi gösteren müşteri kitlesiyle uluslararası ürünlere ilgi gösteren müşteri kitlesi birbirinden ayrı. Yani bir yandan Türkiye'deki ürünleri takip edip, öbür taraftan yurt dışındaki ürünleri takip eden müşteri sayısı çok az. Bazıları tasarruflarını döviz olarak tutuyor ve buna göre yatırım yapıyor. Tasarruflarını YTL olarak tutan da ona göre yatırım yapıyor. Döviz olarak tutanlar arasında uluslararası piyasalarda türev alım satımı yapıyoruz, vadeli de opsiyon da var. Uluslararası piyasalarda çok farklı ürünlere dayalı vadeli kontratlar ve opsiyonların alım-satımını yapıyoruz.

### **'Üründen ürün elde ediyoruz' dediniz. Vadeli işlemlere dayalı bir fon kurmayı düşünüyor musunuz?**

**Koç:** SPK'nın bir takım düzenlemeler yapıyor. Bu düzenlemelere bağlı olarak vadeli işlemlerin yoğun olarak kullanılacağı fonlar da gelecek pek yakında.

## **“PAZAR BÜYÜSÜN, PAYIMIZ KÜÇÜLSÜN”**

*İş Yatırım VOB'daki işlem hacminde yüzde 25 ile en büyük paya sahip olan şirket. İş Yatırım'ın Genel Müdürü İlhami Koç, bunu nasıl sağladıklarını şöyle açıklıyor:*

“Bunun en büyük nedeni birinci günden itibaren hazırlıklı olmamızdı. VOB kurulmadan önce insan kaynağımız ve yazılımımız hazırды. Diğer kurumların altyapısı henüz hazır değildi. İkincisi de bunu tanıtmak için müthiş çaba gösterdik. Kendi çalışanlarımızın eğitimini bir tarafa bırakıyorum, müşterilere anlattık. Ayrıca 'üründen ürün yaratma' unsurunu kullandık. Üründen ürün yaratınca "hedge" etmek için de vadeliyi kullandık. Vadeli işlemler ekibimizi yurt dışına gönderdik, oradaki "hedge" fonlarla, yatırımcılarla görüştüler. Önce işlem hacmi küçük diye gelmeye çekindiler. Şimdi hacim oldukça onlar da gelmeye başladılar. Şu anda yüzde 25 civarında bir pazar payımız var. Bu çok yüksek.. Böyle kalması mümkün değil. Bizim görevli payımız düşebilir; gönül ister ki, pazar büyüsün.”



# Finansal risk nasıl yönetilir?

**PIYASALARDAKİ DALGALANMA OLASILIĞI**, beraberinde finansal risk ve bu riskin yönetilmesini gündeme getiriyor. İş Yatırım, 'Finansal Risk Yönetimi' kavramıyla ilgili hazırladığı bir çalışmada konuyu şöyle ele alıyor:

**Finansal Risk Yönetimi Tanımı:** Dinamik bir süreç ile şirketlerin finansal risklerinin belirlenmesi, bunların öncelik sıralamasının yapılması ve söz konusu risklerin yaratabileceği olumsuzlukların kısmen ortadan kaldırılması ya da daha makul düzeylere indirilmesi için yapılan faaliyet, koordinasyon ve planlama işlemlerinin tümüdür.

**Özellikleri:** Döviz kurunda, hammadde-entia fiyatlarında ve faiz seviyelerinde oluşabilecek fiyat hareketlerinden doğan belirsizliklerin, ortadan kaldırılmasını sağlar.

Forward sözleşmeleri, futures ve opsiyon piya-

saları, swaplar gibi türev ürünler aracılığıyla kurumsal yatırımcılara yurt içi ve yurt dışı piyasalarda yaşanan fiyat değişikliklerinden kaynaklanan finansal risklerden korunma olanağı sağlar.

**Avantajları:** Beklenmedik gelişmelerden dolayı olabilecek yüksek fiyat değişikliklerini, sigorta etme olanağı sağlar. Şirketler için finansal piyasalarda yaşanan fiyat dalgalanmalarından bağımsız, gerçekçi üretim ve faaliyet planlaması yapılabilmesini sağlar. Finansal Risk Yönetimi'yle risklerini bertaraf etme şansı yakalayan şirketler, esas faaliyet konularına yoğunlaşabilirler.

**Yatırımcı Profili:** İş yapısı gereği, bilançosunda kısa ya da uzun döviz pozisyonu taşımak zorunda olan kurumsal yatırımcılar, belirli bir hammaddeye bağlı olarak üretim yapan orta ölçekli şirketler ve döviz cinsi kredi kullanan orta ölçekli şirketler.

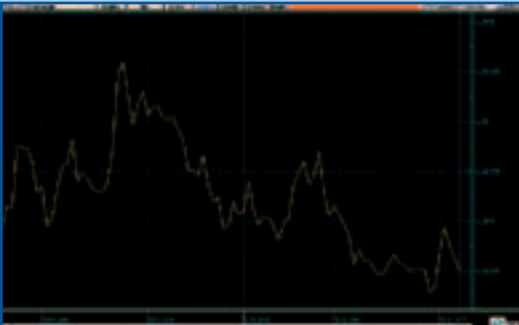
## ÖRNEK İŞLEMLER

### Örnek 1:

Dövizle vadeli mal ithal edip, yurt içine YTL olarak satan bir şirket, döviz kurundaki olası yukarı hareketlerden olumsuz yönde etkilenecektir.

#### İş Yatırım'ın çözümü:

1. Vadeli İşlemler Borsası'nda, döviz future kontratları alarak döviz kurunun sabitlenmesi,
2. Tezgahestü piyasalarda yapılan opsiyon sözleşmelerini kullanarak kurlarda olumsuz gelişmeler olmasına karşı riskin sigortalanması.

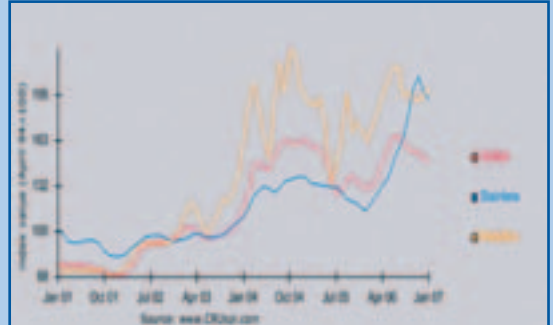


### Örnek 2:

Çelik üretimi yapan bir şirket, hammadde olarak çelik kullandığı için global piyasalarda çelik fiyatlarının artmasından olumsuz etkilenecektir.

#### İş Yatırım'ın çözümü:

Uluslararası emtia borsalarında (Londra Metal Borsası, Chicago Mercantile Exchange) işlem yaparak, ilerde yapılacak çelik alım fiyatlarının belirlenmesi.



# VOB, büyüme hızında dünya birincisi oldu

**İki yıl önce faaliyete geçen VOB,'un işlem hamisi geçen yıl 2005 yılına göre altı kat artarak, dünya birinciliğine oturdu. VOB Genel Müdürü Hamdi Bağcı, dalgalanmaların ilgiyi artırdığını söylüyor. Bağcı bu yıl da en az 3-4 kat işlem hacmi artışı bekliyor.**

VADELİ İŞLEMLER VE OPSİYON BORSASI (VOB), iki yıl önce merkez olarak İzmir'i seçip, faaliyete geçmiş çok genç bir kuruluş, ama hızlı gelişimiyle çok kısa sürede dünyada parmakla gösterilen borsalardan bir kurum oldu. 2006 yılında işlem hacmi 17.9 milyar YTL'yi bulan VOB, 3 milyar YTL işlem hacmi gerçekleşen 2005'e göre altı katlık bir artış elde etti. Bu artışla da vadeli işlem ve opsiyon borsaları arasında dünya birincisi oldu.

Faaliyetine 35 üye ile başlayan kuruluş, geçen yıl bu sayıyı 62'e çıkardı. Dört yeni başvuru olması nedeniyle üye sayısının bu yıl 66'ya çıkması bekleniyor. Yatırımcı sayısı da bir yıl içinde üç kattan fazla artan VOB, 2006 yılına 3 bin civarında yatırımcı ile başlamışken, yılın sonunda yatırımcı sayısı 10 bini aştı.

Evet, çok kısa sürede benimsenen yerli ve yabancı yatırımcıların ilgisiyle hızla gelişen VOB, 2007 yılında da işlem hacminde, 2006 yılındaki kadar olmasa da 3-4 katlık artışlar bekliyor. Şubat ayında faaliyete geçişinin ikinci yılını kutlayacak olan VOB'un Genel Müdürü Hamdi Bağcı ile yatırımcıların yeni gözdesi bu genç kuruluşu ve beklentilerini konuştuk.

**VOB, 2006 yılında yüzde 490 ile dünyadaki vadeli işlemler borsalarında en yüksek işlem hacmi artış hızını yakalayan kuruluş oldu. Bu başarı nasıl geldi?**

**Hamdi Bağcı:** Bunun birkaç nedeni var. Birincisi, 2005 bizim açıldığımız ilk yıldır. Düşük bir tabandan başlamıştık. Faaliyete geçmemizin ikinci yılında çok hızlı bir artış gerçekleştirdik. İkinci olarak, 2006 yılından itibaren VOB yerli katılımcılar tarafından benimsenmeye başladı. Bunun yanında yabancı yatırımcılar da artık VOB'u tanıyıp, daha yoğun bir şekilde gelmeye başladılar. 2006 yılındaki bazı ekonomik gelişmeler de bize yardımcı oldu. Dalgalanmaların etkisiyle daha önce hiç risk görmeyen yatırımcılar gelmeye başladı.

Mayıs, haziran aylarından önce piyasanın algılaması, doların sürekli olarak düşmesi, borsanın ise çıkması şeklindeydi. Dolayısıyla risk düşük görülüyordu. Ama dalgalanmalarla doların çok hızlı çıkıp, borsanın hızla düşebileceği gerçeği de algılandı.

Dolayısıyla işletmeler, böyle durumlarda faaliyetlerini nasıl güvenli bir şekilde sürdürebileceklerini araştırıp, VOB sözleşmeleri kullanmaya başladılar. Bir başka neden de dalgalanmaların iyi yatırım fırsatları yaratması. Bu dalgalanmalardan yararlanmak isteyenler de VOB'a gelmeye başladı. Sonuçta, 2006 yılında hem yeni müşterilerin katılımı, hem ekonomik göstergelerdeki dalgalanmalar, Türkiye'de VOB'un bilinirliğini önemli ölçüde artırıp, yatırımcılarda bilinç oluşmasını sağladı. Bu gelişme de işlem hacminde çok hızlı büyümemizi sağladı.

**Şu anda sizinle çalışan kaç aracı kurum var?**

**Bağcı:** Toplam 62 üyemiz var. Ayrıca dört yeni başvuru var. Sonuç olarak 66'ya çıkacağız. 35 üye ile başlamıştık yani iki kata yakın bir artış oldu.

**Yatırımcı sayısı nasıl gelişme gösterdi?**

**Bağcı:** 2006 yılına 3 bin civarında yatırımcı ile başladık. Yıl sonunda ise bu rakam 10 bini aştı. Dolayısıyla çok hızlı bir sıçrama söz konusu.

**Hangi tip sözleşmeler daha çok ilgi görüyor. Nasıl bir yatırımcı profili var ?**

**Bağcı:** Sözleşmeler bazında yatırımcı profilini incelemek gerekirse bizde ağırlıklı olarak iki tür sözleşme var. Endeks sözleşmesi ve döviz sözleşmesi. Endeks sözleşmesinde daha çok yabancı yatırımcılar aktif görülüyor. Döviz bazında kurumsal yatırımcılar var. Bunun yanında çok sayıda bireysel yatırımcı, sözleşme bazında işlem yapıyor. Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılar da bizim piyasamızla çok yakından ilgileniyor. Normalde

en fazla işlemi, kurumsal yatırımcıların gerçekleştirmesini bekleriz. Ancak henüz bizim piyasamızda hazırlıklarını tamamlamakla meşguller. Çünkü kurumsal yatırımcıların, vadeli işlem borsasında işlem yapmalarıyla ilgili düzenlemelerden kaynaklanan engel, 2006 yılı başında kaldırıldı. Dolayısıyla yatırım yapma kapasitelerinin ortaya çıkması çok yeni. 2007 yılında kurumsal yatırımcılardan çok fazla katılım bekliyoruz. Şu anda Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) verdiği izinlere baktığımız zaman sadece VOB'da işlem yapmak üzere kurulmuş fonlar da var. Tabii bu da yatırımcılar için yeni bir araç olacak.

**Yani fonlar aracılığıyla bireysel yatırımcılar için de yeni bir fırsat doğmuş olacak.**

**Bağcı:** Bizim borsamıza doğrudan gelip sözleşme alıp satma yerine bu fonlardan alarak getirilerinden faydalanabilirler.

**2007 belirsizliklerle dolu bir yıl. Bu tabloya baka-**



**rak siz de hedeflerinizi yükselttiniz mi?**

**Bağcı:** Biz 2005 yılı sonunda, 2006 yılındaki günlük ortalama işlem hacmimizin rahatlıkla 1 milyon YTL'yi geçeceğini söylemiştik. O dönemde bu çok gerçekçi görülmemişti. Ama biz 2006'da 1 milyon YTL'yi rahatlıkla geçtik. Geçen yıl 7-8 katlık bir artıştan söz ediyoruz. Geçen yıl ki kadar olmasa da 2007 yılında da işlem hacminde 3- 4 katlık artışlar, bizim için sürpriz olmayacak.

**VOB'da kaldıraç etkisi diye bir deyim var. Bunu biraz açabilir miyiz?**

**Bağcı:** Diyelim ki doların yükselmesini bekliyorsunuz. Elinizde bin 500 YTL'niz var. Önünüzde iki seçenek bulunuyor; Birincisi spot piyasaya girip 1.500

YTL'nizi verip, karşılığında 1.000 dolar alırsınız. Dolayısıyla sadece 1.000 doların getirisinden yararlanırsınız. Ama bizde sadece yüzde 10 teminat yatıracağınız için 1.500 YTL ile 10 adet sözleşme alabilirsiniz. Yani yaklaşık 10 bin dolara kumanda edebilirsiniz. Dolayısıyla doların yükseleceğini düşünüyorsanız, getiriniz 10 bin doların yükselmesinden ortaya çıkacak bir getiri olacaktır. Böylece 1.500 YTL'niz ile çok daha yüksek bir getiri imkanınız var. Ancak beklentilerinizin tersi gerçekleşirse, zararınız da çok yüksek olur.

**İşlemler hangi tür ürünlerde daha çok yoğunlaşıyor? Döviz sözleşmelerinde mi, endeks sözleşmelerinde mi?**

**Bağcı:** Kote ettiğimiz çok sayıda ürün var. Faiz, döviz, hisse senedi endeksi, altın, buğday, pamuk olmak üzere yaklaşık 10 ürün kote edilmiş durumda. Bunlardan endeks ve döviz sözleşmesi, çok yoğun bir şekilde işlem görüyor. Ancak 2007 yılında bunun değişmesini bekliyoruz. Özellikle faiz ve altın sözleşmelerinde 2007 yılında daha yoğun işlemler olmasını bekliyoruz.

**Bu beklentileriniz, faizde hareketlilik olacağı tahminine mi dayanıyor?**

**Bağcı:** Bu bir öğrenme süreci. Altın, yeni bir sözleşme türü. Faiz ise algılaması ve kullanması zor olan bir sözleşme. O nedenle biraz zaman geçmesi gerekecek. Ama 2007 yılında öğrenme sürecinin tamamlanıp, bilgi birikimlerinin bu sözleşmeleri kullanacak düzeye gelmesini bekliyoruz. Faizlere baktığımız zaman zaten çok dalgalı bir seyir izlediğini görüyoruz. Nasıl döviz ve borsadaki dalgalanmalar yatırımcıyı incitebiliyorsa, faizdeki dalgalanmalar da incitebilir. Bundan korunmak için bu sözleşmeleri kullanmak gerekecek.

**Yapılan işlemlere bakarak gelecekle ilgili tahminlerde bulunmak mümkün olabilir mi? Herhalde dövizin yıl sonu fiyatı tesadüfen çıkmıyordur?**

**Bağcı:** Evet, oluşan rakamlar bir piyasa konsensüsünü yansıtır. Fiyatlamayla ilgili olarak belirli bir teori vardır ve bunun çerçevesinde piyasadaki arz ve talebe göre şekillenir. Bu nedenle bizde bir işlem yapıldığı zaman yatırımcının, 'Bu yılın aralık ayında dolar ne olacak, euro ne olacak?' diye endişelenmesine gerek yok. Ben bir ihracatçı olsam ve 2007 yılı için bir sözleşmem olsa, artık ihrac edeceğim malların hangi dolar kuru üzerinden değerlendirileceğini tespit etmiş olurum. Bu da işletmelerin önünü görmesini sağlıyor. Ya da yatırım yapacaksam, 'döviz kuru çok yükselir mi?' diye endişe etmeme gerek yok. Çünkü vadeli işlem borsasındaki sözleşmeyi satın alarak, kendimi garanti altına almış olurum.

Ama bizim borsamızda şu anda oluşan fiyatlar, örneğin dövizde şubat ayında gerçekleşecek fiyatlar anlamına gelmez. Sadece o vadede şu andan itibaren bir kur oluşuyor ve bu, piyasadaki binlerce müşterinin katılımıyla gerçekleşiyor. Çeşitli analizler sonucu bugünkü mevcut bilgilerin tümünü yansıtan bir gösterge niteliğinin-

## VOB'DA YATIRIM YAPMANIN AVANTAJLARI

*VOB Başkanı Hamdi Bağcı, VOB'da yatırım yapmanın İMKB'ye göre avantajlarını şöyle anlatıyor:*

“Birincisi biz, yatırımcılara seçenek sunuyoruz. Spot piyasalarda ise kısıtlamalar var. En önemli kısıtlama ise fiyat düşeceği zaman, spot piyasada kâr etme imkanınız neredeyse yok. Örneğin bir hisse senedi var ve bunun fiyatının çok yüksek olduğunu düşünüyorsunuz ve fiyatının düşeceğini öngörüyorsunuz. Spot piyasada, bunun için yapabileceğiniz hiçbir şey yok. Ama vadeli piyasada, yükselmenin yanında düşüş öngörüyorsanız da işlem yapabilirsiniz. Bu yatırımcılara verilmiş en önemli araçtır.

En az bu kadar önemli bir başka fark da ‘kaldıraç’ etkisi. Bizde yatırım yapmak istediğiniz zaman, toplam yatırım tutarının yüzde 10’unu teminat olarak yatırım yeterli. Yüzde 10 ile yüzde 90’lık kısma kumanda edebiliyorsunuz.

Ayrıca bundan önce olduğu gibi 2007 yılında da VOB’daki yatırımcılar için vergi olmayacağı beklentimiz var. Bu da çok önemli avantajlardan birisi olacak. Bir de burada çok daha fazla strateji üretmek mümkün. Bir sözleşmenin bir vadesinden ‘uzun’, bir vadesinden ‘kısa’ olarak daha agresif bir yatırım seçeneği oluşturabiliyorsunuz.”



de oluyor. Böyle bakarsak çok kuvvetli bir gösterge.

**Peki, 2007 yıl sonu için dolar nasıl görülüyor?**

**Bağcı:** Bugün itibariyle 1.64- 1.67 civarında bir rakam var. İnsanlar bu fiyattan alıp satabiliyorlar. Ancak bunu, şu andaki verilere bakarak, aralık için belirlenmiş fiyatlar olarak düşünmek gerek. İnsanlar bu fiyatlara bakarak artık o tarihte ister 2 olsun, ister 1 olsun kendilerini korumuş oluyorlar.

**Tarım ürünlerinde sözleşmeler neden az. Konu henüz iyi algılanamadı mı?**

**Bağcı:** Bunun iki temel nedeni var. Buğdayda fiyatlara kamunun müdahalesi, birinci neden. VOB riski idare etmek için vardır. Eğer fiyatlardaki riski, kamu üzerine alıyorsa o zaman bizim borsamıza ihtiyaç yok. Pamukta ise fiyatlar piyasada oluşuyor, ancak işlem hacmi yok. Burada ise eğitim problemi var. Bu borsanın yeterince anlaşılammış olmasından kaynaklanıyor. Tabii ki, fiziki teslimatın olmaması en önemli problem olarak ortaya çıkıyor. Sözleşmeler, nakdi mutabakat yöntemi ile alınıyor. O nedenle henüz alışılabilmiş değil.

Ayrıca bizim üyelerimiz de emtia konusunda henüz yeterli tecrübeye sahip değil. Ancak pamuk gibi emtia sözleşmeleri, hem üreticiler için hem de yatırım yapmak isteyenler için çok yararlı bir araç. Örneğin buğday fiyatları son zamanlarda çok ciddi bir artış gösterdi. Hükümet müdahalesi olmadan satış olsaydı, yatırımcılar için çok önemli bir fırsattı. Ancak fiyatlar sabit olduğu için artış ya da azalış bize yansımıyor.

**Türev piyasaları neden dünyada çok bir hızlı gelişim içerisine girdi?**

**Bağcı:** Türev ürünlerde yenilikte sınır yok. Spot piyasada ise her şey sınırlı. New York Borsası'nda insanlar, 100 yıldır hisse senedi alır satarlar. Halbuki türev borsalarında sürekli olarak yeni ürünler, yeni yöntemler var. Ayrıca kullanımı dünyada çok hızlı gelişen bir piyasa. Yeni ülkeler katılıyor. Bundan 8-10 yıl önce Hindistan ve Çin'de türev borsası yoktu. Şimdi bizden sonra en hızlı gelişen borsa Hindistan'da. Özellikle Asya ülkelerinde bireylerden de çok talep geliyor. Örneğin Kore'de bireysel yatırımcıların günlük olarak alıp sattıkları bir araç haline geldi. Tabii teknolojilerin gelişip, elektronik borsa olması da katılımı ve işlem hacmini artırdı.

**Siz aynı zamanda Dünya Vadeli İşlemler Borsaları Birliği Başkanısınız. Bu birlik ne iş yapar?**

**Bağcı:** Birçok ülkenin üye olduğu bir birlik burası. Başkan olmam bizim borsanın uluslararası alanda tanınmasına önemli katkı sağladı. Bunda 2006'da işlem hacminde çok önemli bir sıçrama yapmamızın da etkisi oldu. Özellikle endeks sözleşmelerinde yabancıların payı, yerlilerden daha fazla oldu. Bu birlik aracılığıyla sürekli eğitim faaliyetlerinde bulunuyoruz.

Selim Türsen

## ERDAL ÇALIKOĞLU

ERNST&amp;YOUNG ŞİRKET ORTAĞI

erdal.calikoglu@tr.ey.com

www.vergidegundem.com



# VOB'da stopaj

**VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI (VOB)**, ülkemizde kurulan ilk özel borsa olarak faaliyet göstermektedir. VOB'da hisse senedi, döviz, faiz ve emtia piyasalarında işlem gören geniş bir ürün yelpazesi içerisinde, farklı sözleşmeler üzerine işlem yapılabilmektedir.

Bilindiği üzere menkul kıymetlerin vergilendirmesinde tevkifata bağlı yeni bir anlayış üzerine kurulan, dolayısıyla da eski sistemde radikal değişiklikler yapan Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 67'inci maddesi 1 Ocak 2006 tarihinden itibaren yürürlüğe girmiştir. Bu sistem, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden elde edilen kazançları da diğer menkul kıymetler için geçerli olan vergi uygulamasına paralel olarak tevkifat kapsamına dahil etmiştir. Bununla beraber vadeli işlemler ve opsiyon borsalarında işlem yapılmasını özendirici bir düzenleme de eş zamanlı olarak uygulamaya konularak, Türkiye'de kurulu VOB'da 2006 yılında yapılan işlemlerden elde edilen gelirler için tevkifat oranı yüzde sıfıra (0) indirilmiştir.

Tam ve dar mükellef gerçek kişi ve kurumların 2006 yılında VOB'da yaptıkları işlemlerden elde ettikleri kazançlarla ilgili olarak yüzde sıfır oranı, söz konusu kazancın elde edildiği yıla bağlı olmaksızın geçerlidir. Daha açık bir ifadeyle, VOB'dan 2006 yılında satın alınan sözleşmelerin daha sonraki yıllarda satılması halinde elde edilen kazançlar, stopaja tabi olmayacaktır. Dolayısıyla 2006 yılında satın alınan sözleşmelerin 2007 yılında satılması durumunda da yüzde sıfır oranının geçerliliği devam etmektedir.

Ancak, 1 Ocak 2007 tarihinden itibaren satın alınacak sözleşmeler için yüzde sıfır oranlı tevkifat uygulaması sona ermiştir. Düşük oranlı stopaj uygulamasının sona ermesi ile birlikte VOB'da 2007 yılında satın alınacak sözleşmelerden elde edilen kazançlar üzerinden, Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 67'inci maddesinin (1) numaralı fıkrasında belirlenen genel oranlar üzerinden tevkifat yapılması gerekmektedir.

Geçici 67'nci maddenin (1) numaralı fıkrasında sayılan kazançlar üzerinden yapılacak tevkifatın oranı; tam mükellef kurumlar ve gerçek kişiler için 23 Temmuz 2006 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan ve yürürlüğe giren 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yüzde 10, dar mükellef kurumlar ve gerçek kişiler için ise 7 Temmuz 2006 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan ve yürürlüğe giren 5527 sayılı Kanun hükümleri ile yüzde sıfır olarak tespit edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda sözleşme alış-satış tarihleri ve tam-dar mükellef ayrımlarına göre uygulanacak stopaj oranları gösterilmektedir.

Sözleşmenin Alış Tarihi		2006 yılı	2007 yılı
Sözleşmenin Satış Tarihi		2007 yılı	2007 yılı
		Stopaj Oranı	Stopaj Oranı
Tam Mükellef	Kurum	%0	%10
	Gerçek Kişi	%0	%10
Dar Mükellef	Kurum	%0	%0
	Gerçek Kişi	%0	%0

Stopaj matrahının hesabında, ödenen komisyonlar ile banka ve sigorta muameleleri vergisi indirim konusu yapılmaz. Stopaj, gerçek kişiler ile dar mükellefler açısından nihai vergidir. Bu gelirler ayrıca beyana tabi değildir. Ancak tam mükellef kurumların kazançları üzerinden ödenen stopajlar, beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilebilmektedir.

Diğer taraftan, geçici 67'inci madde uygulaması kapsamında alım-satım işlemlerinin bir kısmının zararlar sonuçlanması durumunda kâr/zarar mahsubu yapılabilmektedir. Söz konusu mahsup işlemi aynı türden menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçları için uygulanabilmektedir.

Buna göre vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden elde edilen kazanç ve zararların da birbirlerinden mahsup edilmesi mümkündür. Ancak vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesinin bir menkul kıymete bağlı olduğu durumda sınıflandırma işleminin bu kıymetin dahil olduğu sınıf kapsamında yapılması gerekmektedir.

Kâr-zarar mahsubuna ilişkin olarak, yüzde sıfır oranında stopaja tabi olan bir vadeli işlem ya da opsiyon sözleşmesi işlemine ilişkin zarar tutarının, yüzde 10 oranlı diğer işlemlerden mahsup edilip edilemeyeceği sorusu akla gelmektedir. Kanaatimizce vergi idaresi böyle bir mahsup işlemi kabul etmeyecektir.

Son gelişmeler ışığında, VOB'da yapılan işlemlerle ilgili olarak 2006 yılı sonunda biten yüzde sıfır oranlı stopaj uygulamasıyla ilgili sürenin uzatılmasının düşünüldüğü anlaşılmaktadır. Dolayısıyla, VOB'da yapılan işlemlerde stopaj matrahı ne olacak, kâr-zarar mahsubu nasıl yapılabilecek gibi konuların tartışması bir süre daha ertelenecek gibi görünüyor.

# Kur riskini VOB'la yönet, rahat uyu

**VOB'un en önemli avantajlarından biri de şirketlere kur riskini yönetme olanağı sağlaması. Lirtek Yapı Ürünleri Genel Müdürü Serhat Çomu, kur hareketlerinden zarar görmemek için VOB'u kullandıklarını söylüyor. Çomu, "Riski VOB'da yönetmemiz sayesinde gece rahat uyuyabiliyorum" diyor.**

**"BANKACILIK DIŞI KESİMİN AÇIK** pozisyonu 43 milyar dolara yükseldi. Şu, hiç bir zaman unutulmamalı; burada bir kur riski söz konusu. Kur riski, duruma göre içerideki faiz oranlarından da yüksek olabilir. Dışarıdan borçlanan şirketlerimizin bunun üzerinde dikkatle durmaları ve hesaplarına kitaplarına dahil etmeleri gerekir." Bu sözler, geçen aralık ayında, Merkez Bankası'nın (MB) Finansal İstikrar Raporu'nun üçüncü sayısının kamuoyuna açıklaması amacıyla düzenlenen

basın toplantısında MB Başkanı Durmuş Yılmaz tarafından söylendi.

Ulusal paranın değer kaybetmesinin, borçluların temerrüt riskini artırarak, şirketlerin taşıdıkları kur risklerinin, bankacılık sektörüne kredi riski olarak yansıtılabileceğini söyleyen Yılmaz, reel sektör şirketlerinin kur riski yönetimi konusunda bilinçlenmelerini ve riskten korunma araçlarını, yaygın şekilde kullanmaları gerektiğini ifade etti. Yılmaz, bankaların da yabancı para açık pozisyonu olan şirketlerin kredi riskini dikkatle değerlendirmeleri gerektiğini kaydetti.

Yılmaz'ın kur riskinden korunmak için kullanılmasını tavsiye ettiği araçlardan biri de, 4 Şubat'ta ikinci yılını dolduran Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB). Yeni yeni tanınmaya başlayan VOB'da, sayıları çok fazla olmasa bile reel sektör şirketlerinin de kur riskini yönetmek için işlem yapmaya başladıkları gözleniyor. Bu şirketlerden biri de Lirtek Yapı Ürünleri ve Sistemleri. Şirketin Genel Müdürü ve ortağı Serhat Çomu ile şirket faaliyetlerini, kur riski yönetiminin önemini ve VOB'u konuştuk.

**Ekonomist: Öncelikle şirketinizi biraz anlatır mısınız?**

**Serhat Çomu:** Yıllık 7.5 milyon dolar iş hacmi olan, üç alanda faaliyet gösteren bir şirkettiz. Kapı otomasyonu, modern yapı malzemeleri ve proje uygulama işi. Yurt dışından otomatik kapı ithalatı yapıyoruz. Ya da parçalarının bir kısmını Türkiye'den bir kısmını yurt dışından alıp, montaj yapıyoruz. Ayrıca modern yapı malzemelerini de ithal ediyoruz. Bu alanda Türkiye'nin iki önemli şirketinden biriyiz. Bu ürünleri, iç pazara satıyoruz. Ya da inşaat şirketlerinin yurt dışı projeleri nedeniyle, yurt dışına ihraç ediyoruz. Ağırıklı olarak Türkiye cumhuriyetlere ihraç ediyoruz. Proje ve uygulama işimizde, güneşin tüm olumsuz etkilerinden

## "DÖVİZLE BORÇLANILMASIN"

Merkez Bankası Başkanı Durmuş Yılmaz'ın dikkat çektiği bir diğer nokta da, bireylerin dövizle borçlanma konusu. Tüketici kredileri içinde payı azalmakla birlikte dövizle endeksli kredi tutarının 1.5 milyar YTL'ye ulaştığını ifade eden Yılmaz, konuyla ilgili şunları söyledi:

"Kurlardaki artışın, bu kesimin borç yükünü ağırlaştırdığı görülüyor. Döviz geliri elde etmeyen hane halkının dövizle endeksli borçlanması, yüksek risk taşıyor. Kredi kartı sahiplerinin faizle taksitlendirilen kısmının



Durmuş Yılmaz

oransal olarak azaldığı görülüyor. Tüketicilerin bu eğilimi devam ettirerek, kredi kartlarını bir ödeme aracı olarak kullanmaları, mağduriyetleri en aza indirir."

arınmış, gün ışığıyla dolu ortamlar yaratıyoruz. Böylece her türlü açık alanı, kapalı ve işlevsel hale getiriyoruz. Bu işimizi Kanada'ya da ihraç ediyoruz.

**Yani ithalat ve ihracat işlemleri yoğun bir şirketsiniz...**

**Çomu:** Evet. Tamamen öyle bir şirketz. Bu nedenle de yaptığımız tüm bu işlerimizde kur riski var. Bu yüzden de kur riskimizi yönetme ihtiyacı duyduk.

**Şirket olarak ne zamandan beri kur riskini yönetiyorsunuz ve bunun için hangi enstrümanları kullanıyorsunuz?**

**Çomu:** Lirtek'e bir buçuk yıl önce ortak oldum. Bundan önce finans sektöründe çalışıyordum. Bu nedenle ortaklarım, benimle ilgilenerek, şirkete davet etti. En son Oyak Portföy'de genel müdür yardımcısı olarak görev yaptım. Daha önce Ata Yatırım, Turkish Yatırım, Koç Yatırım'da görev yaptım. Portföy yönetimi sadece al-sat değil. Bir risk yönetimi bilgisi gerektirir. Bu bilgi ve tecrübem olduğu için ortaklara da kur riskini yönetmek gerektiğini rahat anlattım.

**Şirkette göreve başladığınızda nasıl bir çalışma yaptınız?**

**Çomu:** Ortaklarımla birlikte sağlam bir nakit akış programı hazırladık. Böylece günlük olarak kur riskimizi takip etmeye başladık. Bunu gördükten sonra döviz kuru yüzde 10 artarsa veya azalursa, bu durumun bizi ne kadar etkileyeceğini tespit ettik. Bu tablo ortaya çıktıktan sonra da bizce en doğru kur riski yöntemi olan VOB'u kullanmaya başladık. Zaten VOB, piyasalar açısından da çok yeni bir enstrüman.

**Reel sektör şirket yöneticilerine tavsiyeniz nedir?**

**Çomu:** VOB, reel sektöre karışık gelebilir. Genelde de öyle geldiği için kur riskini yönetme konusunda, herhangi bir girişimde bulunmuyorlar. Ya da kur riskini yönetirken oluşan vade farkını ödemek istemiyorlar. Ancak ko-

nuyu biraz araştırdıklarında kur riskini yönetmenin ne kadar kolay ve önemli olduğunu görecekle. Düşük bir komisyon ödeyerek, olası kur dalgalanmalarından doğacak zararlardan korunabilirler. Ben, bu riski almamak için VOB'u kullanıyorum. Ticaretimi yapıyorum. 10 dolara alıp 11 dolara satıyorum. Oturup bir de kur riskiyle boğuşmuyorum. Boğuşan işletmeler, olası kur yükselişlerinde büyük zararlar yazabiliyorlar. Bunun örneklerini 2001 krizinde yaşadık. Yine Mayıs 2006'da yaşanan kur yükselişlerinde gördük. Mayıs 2006'da kur ne olacak diye kara kara düşünmedim, riskimi yönettiğim için gece rahat uyudum. Kur riskini yönetmelerini, iş yaptığımız şirketlere de tavsiye ediyoruz.

**VOB'la ilgili bir sıkıntınız veya beklentiniz var mı?**

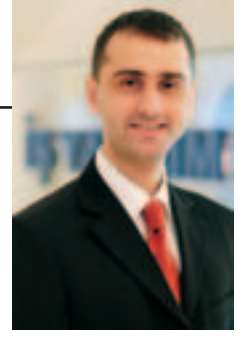
**Çomu:** Piyasada işlem hacminin yüksekliği sayesinde dolar riskimizi hedge edebiliyoruz. Ancak Euro kontratlarda işlem hacminin, yani derinliğin az olmasından dolayı sıkıntı yaşıyoruz. Bu konu, bizim için sıkıntı yaratıyor.

Talip Yılmaz ♦ talipyilmaz@ekonomist.com.tr

## | AÇIK POZİSYONLAR YÜZDE 49 YÜKSELDİ |

Türkiye'de faaliyette bulunan şirketlerin mali tabloları, YTL ile yabancı para ayırımı yapılmaksızın, toplam YTL tutarı üzerinden düzenleniyor. Dolayısıyla şirketlerin yabancı para pozisyonları, bilançolar üzerinden hesaplanamıyor. Hazine ve Uluslararası Ödemeler Bankası'nın veri tabanından yararlanarak yapılan çalışmaya göre 2005 yılı sonunda 29 milyar dolar olan banka dışı kesimin net yabancı para pozisyonunun, Haziran 2006'da yüzde 49 artışla 43 milyar dolara yükseldiği, eylül ayında da aynı seviyenin korunduğu görülüyor. Bazı şirketler açık pozisyon, bazı şirketler de fazla pozisyon taşıyor olabilir. Bu durum dikkate alındığında, reel sektörün kur riskine karşı kırılganlığının ancak şirket bazında yapılabilecek analizlerle değerlendirilmesi gerekiyor.

Serhat Çomu

**HAKAN YAMAÇOĞUZ****CFA İş Yatırım Yurtiçi  
Piyasalar Müdür Yardımcısı**

# Türkiye'de türev ürünler piyasası

**HİSSE SENETLERİ VE TAHVİL-BONO**, finansal ürünler piyasasında çok uzun yıllardır işlem görmekte olan temel ürünleri teşkil etmektedir. Başta ABD olmak üzere bu piyasaların erken dönemde hızlı ve kalıcı olarak geliştiği ülkelerde, spot piyasaların gelişimine paralel olarak türev ürün piyasaları da çok ciddi bir atılım göstermiş ve birçok durumda spot piyasalara yön verecek dercede derinlik kazanmıştır.

Türev ürünler, temel olarak spot piyasalarda işlem görmekte olan hisse senetleri, tahvil-bonolar, endeksler, emtia (buğday, pamuk, petrol), kıymetli madenler (altın, gümüş, platin) ve yabancı para birimlerinin ileri vadeli fiyatları üzerinden alım satımını öngören sözleşmeleri ifade ediyor. Türev ürün piyasalarının gösterdiği gelişimin ön şartı, gelişmiş, derinlik kazanmış organize bir spot piyasanın varlığıdır. Gelişmiş ekonomilerdeki istikrarlı işleyişe bağlı olarak yatırımcılar, önünü daha rahat bir biçimde görebilmekte ve gelecekteki para/emtia akışlarını tahmin edebilmektedir. Dolayısıyla ileri vadede elinde bulunduracağı döviz veya hisse senedi miktarını net bir biçimde ortaya koyabilen yatırımcılar, ellerindeki bu enstrümanları önceden alıp satabiliyor.

**Korunma işlevi**

Türev ürünler, spot piyasalar gibi ciddi kazanç fırsatları içerseler de bu ürünlerin esas kullanım alanı hedging (korunma) işlemleridir. Gelecekteki nakit akışlarını kontrol altına almak ve ileri dönem planlar yapabilmek isteyen yatırımcılar, türev

ürünler yardımı ile kendilerini korumaya alabiliyor. Dolayısıyla finans piyasalarında ortaya çıkan dalgalanmalara bağlı olarak uğrayacakları zarardan, bu ürünler yardımı ile korunabiliyor ve böylece bu tür hareketlenmeler sırasında spot piyasalardan uzak kalabiliyorlar.

Bunun sonucunda spot piyasalardaki oynaklık azalmakta ve yaşanan dalgalanmaların negatif etkileri bir miktar sınırlandırılmaktadır. Diğer bir ifadeyle türev ürünler bir finansal sistemin emniyet supapı işlevini yerine getirmekte, bu ürünleri amaçına uygun olarak kullanan yatırımcılar, fiyat şoklarına karşı daha dirençli olmaktadır.

**Manipülasyonu önüyor**

Türev ürünlerin buldukları finansal piyasalara yaptıkları bir başka katkı da manipülatörlerin hareket alanını daraltmalarıdır. Türev ürünlerin fiyatları, birebir spot piyasadaki fiyatlara bağlı olarak tespit edildiği için spot piyasadaki fiyat dengersizlikleri veya manipülatif işlemler, türev ürün piyasalarında arbitraj fırsatları yaratmaktadır.

Finansal piyasalarda işlem yapan büyük yatırım kuruluşları ve yatırım fonları, bu türden fiyat dengersizliklerinin yarattığı fiyat dengersizliklerini derhal bertaraf etmekte ve söz konusu enstrümanlarda istikrarı sağlamaktadır. Dolayısıyla türev ürünler yalnızca genel piyasa istikrarına değil, münferit fiyat şoklarında da yatırımcıları korumaktadır.

**Türev ürün çeşitleri**

Türev ürünler denilince genel olarak üç temel

ürün grubu akla gelmektedir: forward işlemler, futures sözleşmeler ve opsiyonlar. Türkçe’de vadeli işlem olarak bilinen forward işlemler; ağırlıklı olarak döviz işlemlerinde gerçekleşmekte olup, ileri valörlü olarak dolar, Euro, Sterlin gibi dövizlerin alım satımını ifade ediyor.

Türev ürünler içinde hacim ve işlev olarak büyük yer tutan forward işlemlerin tamamı tezgah üstü piyasalarda gerçekleşmektedir. Forward işlem yapan kuruluşlar ve kişiler birbirlerini tanımak ve karşılıklı bir güven ilişkisi içerisinde bulunmak durumundadırlar. Bu işlemleri yapan taraflar, ticari ilişkilerinin yoğunluğuna bağlı olarak birbirlerine her zaman başkalarına tanımadıkları hak ve limitleri tanıyabilmektedir. Dolayısı ile bu işlemlerin herhangi bir standardı bulunmamaktadır.

Futures sözleşmeleri, forward işlemlerin organize bir piyasada alım satımının yapılmasına olanak sağlamak amacıyla yazılmış olan sözleşmeler olup, forward işlemlerinden en önemli farkları, standart olmalarıdır. Diğer önemli bir türev ürün grubu ise opsiyonlar olup, belli fiyat seviyelerinin aşılmamasına bağlı olarak hamillerine belirli alım veya satım hakları tanımaktadır. Futures ve opsiyon sözleşmeleri tıpkı forward işlemleri gibi hisse senetleri, emtia, kıymetli maden vb. yatırım araçları üzerine yazılabilmektedir.

### Gelişmekte olan ülkelerde yaygınlaşıyor

Türev ürünler, özellikle döviz üzerinden alım satım yapan ithalatçılar ve ihracatçılar için büyük önem taşımaktadır. Örnek olarak ele alacak olursak, elinde ciddi miktarda döviz bulunduran ve döviz kurundaki düşüşten çekinen bir ihracatçı, rahatlıkla elindeki bu döviz, daha eline geçmeden 3-4 ay önce vadeli piyasalarda satabilir. Her ne kadar kurdaki bir yükselişten ötürü elde edeceği kârdan feragat ediyor olsa da, söz konu-

su ihracatçı  
kurdaki ani



düşüşlerden kendini koruyabilmekte ve böylece nakit akışını planlayabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde türev ürün piyasaları, kaçınılmaz olarak büyümekte ve yaygınlık kazanmaktadır. Türkiye’de türev ürünler, 1980’li yılların ortalarından beri sürekli işlem görmüş ancak sadece kısıtlı bir yatırımcı kitlesine ulaşabilmiştir. Yüksek enflasyon ve ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde birçok yatırımcının belirli yatırım araçlarının dışına çıkmak istememesine bağlı olarak bu ürünler, yurt dışında sahip oldukları öneme Türkiye’de sahip olamamıştır. Son yıllarda artan ekonomik istikrara bağlı olarak türev ürünler, hem kurumsal hem de bireysel yatırımcıların daha çok ilgisini çekmeye başlamıştır. Ne var ki 2005 yılına kadar bu ürünler, sadece tezgah üstü piyasalarda kendilerine yer bulabilmiş, geniş bir yatırımcı kitlesine mal olamamıştır.

### 2007 atılım yılı olacak

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB), finansal piyasalar, yatırımcılar, reel sektör firmaları ve bireysel yatırımcılar için bu kadar büyük bir öneme sahip olan türev ürünleri, organize bir piyasada küçük-büyük tüm yatırımcılara sunmak için 2005 yılında kurulmuş bir borsadır. 2005 yılının ilk aylarında günlük işlem hacmi 1-2 milyon YTL olan VOB, geçtiğimiz iki yıl boyunca önemli bir yol kat etmiş ve günlük 140-180 milyon YTL bandında bir işlem hacmine ulaşmıştır. VOB’da birçok dayanak varlık (dolar, Euro, İMKB-100, İMKB-30, altın, buğday, pamuk, DİBS vb.) üzerine vadeli sözleşmeler yatırımcıya sunulmuş olsa da, şu an için yakın vadeli İMKB-30 ve dolar/YTL en büyük ilgiyi görmektedir.

Çeşitli yasal düzenlemeler sonucunda diğer VOB sözleşmelerine olan ilgi artacağı gibi, türev ürünlerin ve VOB’un bilinirliği artmaya başladığında, uzun vadeli sözleşmelerde de ciddi işlem hacmi gerçekleşmeye başlayacaktır. Özellikle 2006 yılı ortalarında ortaya çıkan finansal hareketlilik esnasında VOB’un ciddi bir ivme kazandığı ve işlem hacmi ile yatırımcı sayısının belirgin bir şekilde arttığı görülmüştür. Bu süreç içerisinde zaman zaman spot piyasalarda derinlik ve likidite kaybolmuş, böyle durumlarda birçok yatırımcı kendini VOB sayesinde koruyabilmiştir. 2007 yılındaki siyasi ve ekonomik gündemin yoğunluğuna bağlı olarak yatırımcıların kendilerini risklerden koruma ihtiyacının artmasını, dolayısıyla 2007’nin VOB için önemli bir atılım yılı olmasını bekliyoruz.

# 10 SORUDA VADELİ PİYASALAR

## 1-Vadeli işlem nedir?

Ödeme ve teslimatın, işlem yapılan günde veya çok kısa süre içerisinde yapıldığı işlemler, spot veya nakit işlemler olarak tanımlanır. Anlaşmanın bugün yapılması, anlaşma yükümlülüklerinin ise gelecekte yerine getirilmesi yönünde yapılan işlemlere ise genel olarak vadeli işlem denilmektedir.

## 2-Vadeli piyasalar ne işe yarar?

Bu sorunun yanıtını vermek için aşağıdaki soruları yanıtlamak gerekiyor. Gelecekte alacağınız bir malın fiyatını veya borçlanacağınız faiz oranını bilmemek, sizi rahatsız etmez mi? Yatırımlarınızın değerinin düşmesinden endişe etmez misiniz? Gelecekte daha yüksek bir orandan borçlanmak zorunda kalma endişesiyle yatırımlarınızı ertelediğiniz oldu mu? Gelecekte satın alacağınız bir malın fiyatını, şimdiden sabitlemeyi istemez misiniz?

İşte bütün bu kaygıları taşıyorsanız, vadeli piyasalarda size uygun çözümler var. Gelecekteki fiyat hareketleri, sanıldığı gibi kontrol edilemez değildir. Vadeli borsalardaki araçlar, bu konuda size yardımcı olabilir.

## 3- VOB'dan ne beklemeliyiz?

VOB'un faaliyete geçmesiyle, yatırım araçları, yatırım yapma yöntemleri ve bir bütün olarak finansal sistemin ürettiği hizmetlerde değişim hedeflendi. Yatırımcılar artık eskisine göre daha çok yatırım seçeneğine sahip. Mallara ve hatta finansal göstergelere yatırım yapabilir hale gelindi.

VOB'un en önemli özelliklerinden biri de sadece fiyat yükselişlerinden değil, fiyat düşüşlerinden de kârı mümkün kılması. Ayrıca VOB'un etkisiyle yatırım fonlarının daha iyi idare edilerek, bu yatırım fonlarının portföylerinin büyümesi bekleniyor. Kısacası VOB ile yatırımcılara hizmet edecek daha büyük bir finansal sistem ve daha fazla yatırımcıya ulaşılması düşünülüyor.

## 4-Vadeli piyasalarda ne alınıp satılıyor?

Bu sorunun basit bir cevabı yok. VOB'da alınıp satılan ürünlere "türev araç" veya "sözleşme" deniyor. Bu "türev araçlar" karmaşık gibi görünse de, ev kiraladıysanız veya uçak bileti satın aldıysanız benzer bir ürünü kullandınız demektir. Örneğin VOB'da işleme konu olan pamuğu ele alalım. Pamuğu şu anda almak istediğinizde fiyat bellidir. Bazen üç ay sonraki fiyat, sizin için önemli olabilir. Ancak mevcut durumda bunu size satacak kimse yok. İşte VOB, pamuğu bu şekilde üç ay sonraki fiyattan almak ve satmak isteyenleri bir araya getiriyor. Taraflar, üzerinde anlaşmış oldukları fiyattan sözleşme yapıyor.

Ancak VOB'da yapılan pamuk sözleşmesi ile diğer sözleşmeler arasında farklılıklar bulunuyor. Pazarcıyla elma için bir hafta sonrası için yaptığınız anlaşmanın garantisi yoktur. Bir hafta sonra elma fi-



yatları aşırı yükselirse, satıcı size elmayı teslim etmeyebilir. Borsada ise tarafların yükümlülüğünü yerine getirmesini (domatesin ve paranın teslim edilmesi gibi) borsa garanti eder. Böylece satıcının elmayı teslim edip etmeyeceği konusunda endişelenmezsiniz. Ayrıca pazarcıyla yaptığınız bu sözleşmeyi, başka birine devredemezsiniz. Bir sonraki hafta canınız elma yemek istemedi ve almak istemiyorsunuz. Üstelik elma fiyatları da yükseldi. Elma fiyatları yükselince satıcıyla yaptığınız sözleşme, sizin için kârlı bir hale geldi. Bir alıcı olsaatabilirsiniz. Ancak bu sözleşmeyi devredecek başka birini bulmanız zordur. Borsada ise bunu yapmanız mümkündür.

Bu sözleşmeler, bugün üzerinden anlaşılan bir fiyattan belirli bir varlığı ileri bir tarihte teslim etme ve satın alma yükümlülüğünü (vadeli işlem sözleşmeleri) veya hakkını (opsiyon sözleşmeleri) içermektedir. Bu sözleşmelere kısaca "türev araçlar" diyoruz.

### **5- İhracat yapan bir tekstil şirketi üç ay sonra, sipariş karşılığında döviz (dolar) geliri elde edecek. Şirketin kâr ve zararı üç ay sonra oluşacak döviz kuruna bağlı. Şirket kendini döviz riskinden kendini korumak için ne yapmalı?**

Tekstil şirketi üç ay sonra elde edeceği döviz miktarı kadar, doların değer kaybından korunmak



için üç aya en yakın vadedeki dolar sözleşmesinde satış (VOB dili ile kısa), pozisyon almalı. Vade sonunda spot piyasada dolar, satış pozisyonu alınan fiyattan yüksek ise VOB'da zarar, fakat gelecek olan döviz hedeflediği rakamdan daha yüksek bir fiyata satacağı için spotta kâr edecek. Tam tersi dövizin hedeflenen fiyatın altında gerçekleşmesi ile spotta zarar, fakat VOB'da satış yapmış olduğundan kâr elde edecektir. İki işlemde de tekstil şirketi, kur riskine karşı kendisini korumuş olacak.

### **6- Portföyümde Endeks-30'a dahil hisse senedi tutmaktayım. Vergi nedeniyle bu seviyeleri satış için uygun görsem de satış gerçekleştiriyorum. Endeksin bu seviyelerden düşeceğini bekleyen bir yatırımcı olarak VOB'da nasıl bir pozisyon alabilirim?**

Endeks-30'a dahil ya da Endeks-30'a paralel hareket eden portföye karşılık, vadeli işlemler piyasasında alınacak "kısa" pozisyon, vergi ve benzer hesaplamalar nedeniyle İMKB'de satış gerçekleştirmeyen yatırımcılar için korunma imkanı yaratıyor. Endeks-30'da ileri vadelerde satış gerçekleştirerek kısa pozisyon alan yatırımcı, piyasada düşüş gerçekleştirildiğinde almış olduğu vadeli işlem pozisyonundan elde ettiği kârla, portföyünün değer düşüş karşılığında oluşan zararını bertaraf edebiliyor.

### **7- Borsada yükseliş bekleyen bir yatırımcı, parasını İMKB-30 hisselerinden oluşan bir yatırım fonuna yatırdı. Ancak herhangi bir düşüş ihtimalinden de kaygı duyuyor. VOB'da ne yapabilir?**

Yatırımcı İMKB-30 endeksinin gerilemesinden zarar etmemek için VOB'ta İMKB-30 kontratını satacak. Endeks gerilerse fonda uğradığı zarar karşılığını, sattığı kontratın düşüşünden kazandığı ile karşı-



lamış olacak. Endeksin çıkması ile satılan kontratın zarar edecek, ancak Fon'un değeri artacak. Fon'un artış miktarı, kontratın zararını karşılayacak.

### 8- Bono portföyü olan bir yatırımcı faizlerdeki yükselme riskine karşı vadeli işlemlerde nasıl korunur?

Faizlerdeki yükseliş, doğal olarak yatırımcının zarar etmesine neden olur. Bu zararı minimize etmek için portföyünün vade yapısına ve büyüklüğüne denk gelecek şekilde vadeli işlemlerdeki ilgili kontratta (DİBS 365 veya DİBS 91 kontratları, vade ayları yılın çift ayları) kısa (short) pozisyon açması gerekmektedir. Faiz kontratlarında belirtilen değer, faiz oranı değil, birim fiyattır. Dolayısıyla faizler yükseldiği zaman, birim fiyatların değeri düşecektir.

Kısa pozisyonlu korunma, alım-satım konu ürünün gelecekte fiyatının düşmesi riskine karşı, satım yönünde işlem yapılmasıdır. Uzun pozisyonlu korunma, alım-satım konu ürünün gelecekte fiyatının yükselmesi riskine karşı, alım yönünde işlem yapılması ile sağlanır.

### 9- Makarna üretimi alanında faaliyet gösteren bir şirket, vadeli işlemler



### borsasından nasıl faydalanabilir?

Makarna üreticisi o andaki buğday fiyatını öğrenip, istenen miktara denk gelen buğday kontratını satın alacak. O günkü fiyattan maliyetini sabitlemiş olacağından, ileride oluşan fiyat değişimlerinden etkilenmeyecek. Buğday fiyatı artarsa, elindeki kontratın değeri artacak.

Buğday fiyatı düşerse, elindeki kontratın değeri düşeceğinden kontrattan zarar edecek. Ancak buğday fiyatı düştüğü için piyasadan kontratta kaybetmediği miktar kadar daha ucuza buğday alacağından zarar etmeyecek.

### 10- VOB'da döviz riskine karşı korunma işlemi nasıl yapılır?

Döviz riskini Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda (VOB) işlem yaparak, ortadan kaldırmak mümkün. Zaten VOB'un temel işlevlerinden biri de budur. Bunu bir örnekle açıklayalım: Yatırımcı Mehmet Bey, yeni kuracağı şirket ve yapacağı yatırım için bir tanıdığından 8 Ocak günü 40 bin dolar (bu örnekleri bankadan alınan döviz kredisi, leasing veya vadeli ithalat işlemi gibi örneklerle çoğaltabiliriz) borç almıştır. Aralarında yaptıkları anlaşmaya göre Mehmet Bey bu meblağı, 15 Haziran'da ödeyeceğini belirtmiştir. Yatırımcı Mehmet Bey 40 bin doları 10 Ocak'ta spot piyasada 1.3120 YTL'den satarak, yatırımlarını gerçekleştirebilir. Mehmet Bey dolar kurunun çok düşmüş olması, YTL'nin aşırı değerli olarak nitelendirilmesi ve cari açık gibi faktörler nedeniyle kurun yükselmesinden endişe ediyor. Dolayısıyla kur riski taşıyor. Kurlar yükseldikçe aldığı 40 bin doları, vadesi geldiğinde daha pahalı bir fiyattan yerine koymak zorunda kalacaktır. Bu durumdan kurtulabilmek için 8 Ocak günü 40 bin doları YTL'ye çevirdiği an, VOB'da ekim vadeli YTL/dolar kontrat sözleşmesinden, o anki cari fiyat olan 1.3520'den 40 kontrat alır (1 kontrat = bin dolar).

Mehmet Bey'in endişelerinin gerçekleştiğini varsayalım. 15 Haziran günü spot piyasada doların 1.4500 seviyelerini gördüğünü düşünelim VOB'da korunma amaçlı alım pozisyonunu uygulamamış olsaydı zararı  $(1.4500 - 1.3120) \times 40 \text{ bin dolar} = 5.520 \text{ YTL}$  olacaktı. 40 bin doları 5 bin 520 YTL fazla ödeyerek geri ödemek durumunda kalacaktı. VOB'da aldığı 40 kontratı, 15 Haziran günü 1.4570'ten satar. Kârı 4 bin 200 YTL olur.  $((1.4570 - 1.3520) \times 40 \text{ bin})$ . Görüldüğü gibi Mehmet Bey, zararının büyük bir kısmını VOB'da kendini koruyarak çıkarmıştır. Geri kalan kısım ise o süre içerisindeki faiz maliyetidir.