

III. SERMAYE PİYASALARI ARENASI

**Vadeli İşlemler
ve Opsiyon Borsası**

Risk Yönetimi

3 ŞUBAT 2005 İZMİR

III. SERMAYE PİYASALARI ARENASI

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

Risk Yönetimi

3 ŞUBAT 2005 İZMİR

ISBN: 975-6483-18-0

gRaPHİS

MATBAA SANAYİ VE TİCARET LTD. ŞTİ.
Yüzyıl Mahallesi Matbaacılar Sitesi 1. Cadde Numara 139 Bağcılar 34560 İstanbul
T: 0212 629 06 07 **PBX** **F:** 0212 629 03 85 **E:** info@graphis.com.tr



ÖNSÖZ

Yaşadığımız yüzyılda, ulusal ve uluslararası ekonomilerdeki önemli genişleme ve yoğunlaşmalarla birlikte yaşanan sorunlar, ulusal ekonomiler ve uluslararası ekonomik ilişkiler açısından yeni arayışları, farklı ekonomik politikaları gündeme getirmiştir.

Bu süreçte, gelişmekte olan ülke ekonomileri bakımından, ulusal kalkınma çabalarının uluslararası ekonomiye uygun bir şekilde sürdürülmesi; ulusal ekonomik politikaların, ulusal ekonomik yapı ve çıkarlar ile uluslararası ekonomik gereklerin kesiştiği bir noktayı da oluşturması gerekmektedir.

Nitekim, 1980'li yıllardan itibaren dünyanın pek çok yerinde olduğu gibi ülkemizde de uygulanan polikalarda, uluslararası serbestleşme politikasına paralel olarak, geleneksel ve içe dönük politikaların terk edilerek uluslararası dışa yönelik bir politika arayışları gündeme gelmiştir.

Oluşturulan yeni kurumlar ve çağdaş finansal sistemlere işlerlik kazandırılması yönündeki politikalar sayesinde, özellikle para ve sermaye piyasaları büyük gelişmeler kaydetmiştir. Ancak, bu destek aynı yoğunlukta mal piyasalarına gösterilememiştir.

Borsalar sayesinde ülke ekonomilerinin dışa açılması mümkün olmakta, üretim ve pazarlamanın uluslararası bir boyut kazanması sağlanabilmektedir.

Uluslararası sermaye piyasalarının en önemli özelliklerinden birini finansal ürün çeşitliliği ve dolayısıyla piyasa etkinliği oluşturmaktadır. Coğrafyaya ve zamana dayalı sınırların da aşıldığı bu piyasalarda, çok büyük miktarda fonlar, saniyelerle ifade edilebilecek zaman süreleri içerisinde ülke ve el değiştirebilmektedir. Teknolojinin bilgi akışında sağlamış olduğu devrim mahiyetindeki gelişmenin para ve sermaye piyasalarına yansımaları olan bu hız ve bütünleşme sonucu dünyamız çok küçülmüştür.

Bu gelişmelerden yararlanıp; refahlarını artıran ulusların bütünleşmeyi erken anlayıp, hukuki ve teknik yapılarını gelişmelere uydurabilen ülkeler olduğu görülmektedir.

Söz konusu piyasalarda, uluslararası sermaye hareketleri için en dikkate değer yatırım aracının vadeli işlem sözleşmeleri olduğu gelişmiş borsalardaki işlem hacimlerinden tespit edilebilmektedir.

Bir ülkede kalkınmanın önkoşulu siyasi ve ekonomik istikrardır. Siyasi istikrar, sağlıklı işleyen, kararlı ve istikrarlı bir hükümetin ve demokratik kurumların varlığıyla mümkündür. Ekonomik istikrar ise, içinde bulunulan dönem itibarıyla, gelecekte oluşacak fiyatların önceden kestirilebilmesi ve riskten korunmayı sağlayacak piyasa ve kurumların varlığıyla mümkündür.

Her alanda sağlıklı işleyen gerek spot, gerekse vadeli piyasanın varlığı ekonomik sistem için son derece önemlidir. Eğer mevcut borsa ve piyasalar olmasaydı, döviz kurları, hisse senetleri, faiz oranları ve ürünlerin fiyatları gerçekçi bir yapıda oluşmayacak ve sadece mevcut piyasalarda yaşanacaktı. Her türlü spot piyasanın olmasına rağmen, vadeli piyasanın olmayışı geleceğe yönelik belirsizlik ve risk yaratmaktadır. Bu yapıyla piyasaların işleyişi, bir ayağı noksan olarak ilerlemektedir. Spot piyasalara paralel vadeli piyasaların kurulmasıyla çok daha sağlıklı bir ekonomiye kavuşacağımız kesindir.

Türkiye’de, bankalar ve aracı kurumlar haricinde kurumsal karar vericilerin risk yönetimi konusunda bilgi düzeyi istenildiği kadar yüksek değildir. Bunun ana sebebi bu ürünlerin bir çoğunun yeni olmasının yanı sıra, şirketlerin finansmanını yöneten kişilerin görev tanımında risk yönetiminin yer almasıdır. En üst düzey yöneticiler bile mali riski egzojen ve yönetilemez bir faktör olarak algılamaktadırlar. Ancak bu konuda bankalara ve aracı kurumlara, şimdiye kadar yerine getirmedikleri, önemli görevler düşmektedir ki o da müşterilerin eğitilmesidir.

Temel şart piyasanın sürekli takip edilmesi ve gereken düzenlemelerin zamanında yapılmasıdır. Ancak bu şekilde piyasanın başarıya ulaşması mümkündür. Yeni piyasalarda likidite kolay kazanılan bir özellik değildir. Piyasa likit olmayınca piyasaya kurumsal ve büyük müşteri gelmez, müşteri gelmeyince piyasada yeterli işlem ve derinlik olmaz, derinlik olmayınca da piyasa likidite kazanmaz ve büyüyemez.

Bu darboğazın aşılması ve kurumsal müşterilerin cezbedilmesi için bir yöntem piyasa oluşturma faaliyetleridir (**market making**). Bu likiditeyi artırmakla kalmayıp piyasanın verimliliğini de düzenler. Basiretli tüccar yaklaşımıyla piyasaya tutarlı ve istikrarlı şekilde sözleşme arz edildiğinde müşterilerin piyasaya güveni artar ve pozisyon alırlar. Ancak bu piyasa oluşturma faaliyetleri manipülasyon şüphesine

neden olmadan yapılmalı ve bunun için kural koyucu, düzenleyici, denetleyici ve aracılık yapan kurumlar çok yakın çalışmalı ve işbirliği sağlam düzenlemelerle ve kesin hatlarla ortaya konmalıdır. Piyasanın en istemediği şey belirsizlik, istikrarsızlık ve eğitimsizliktir.

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde spot piyasaların yanında vazgeçilmez bir unsur olarak görülen vadeli işlem piyasaları; tasarrufların sermaye piyasasına yönlendirilmesinde, piyasanın derinlik ve genişliğinin geliştirilmesinde, uluslararası sermaye piyasaları ile entegrasyonunda önemli bir yere sahip bulunmaktadır.

Vadeli işlem piyasalarının en büyük özelliklerinden birisinin piyasalarda geleceğe yönelik belirsizliğin kaldırılması ve istikrarın sağlanması olduğu dikkate alınırsa, bu piyasaların gelişmesinin hem reel sektörün hem de finansal sektörün yatırım kararlarında çok önemli katkı sağlayacağı açıktır.

Ekonomik istikrar ortamının sağlanmaya başladığı bu dönemde, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası çok hızlı bir gelişim göstermektedir. Aynı şekilde, vadeli piyasalarda yaşanan bu olumlu gelişim, spot piyasalarımızda belirli bir istikrarın yakalanmasına, likidite ve derinliğin daha da artmasına büyük katkı sağlamaktadır.

Sermaye piyasamızın gelişimine benzer girişimlerle katkıda bulunan STEAM; bu kez III.Sermaye Piyasaları Arenası'nı düzenleyerek sermaye piyasamıza farklı bir ivme kazandıran Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası oluşumunu gündeme taşımıştır. Arenada, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının finansal sistemdeki yeri tartışılmış, risk yönetimi, vergi ve muhasebe boyutları değerli konuşmacılar tarafından ele alınmıştır.

Kitabımızın, sermaye piyasamızın geliştirilmesi ve ekonomimizin kalkınmasına katkı sağlaması açısından faydalı olmasını diliyorum.

Saygılarımla,



Müslüm DEMİRBİLEK

Türkiye Sermaye Piyasası
Aracı Kuruluşları Birliği Başkanı

İÇİNDEKİLER

SUNUM

Hamdi BAĞCI / Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. Genel Müdürü	11
---	----

PROTOKOL KONUŞMALARI

Ann BERG / Chicago Borsası Eski Yönetim Kurulu Üyesi	15
Tuğrul YEMİŞÇİ / Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetim Kurulu Başkanı	17
Müslüm DEMİRBİLEK / TSPAKB Başkanı	19

ARENA GENEL SUNUMU

Süreyya SERDENGEÇTİ / TCMB Başkanı	23
--	----

PANEL

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında İşlem Görecek Sözleşmeler ve Risk Yönetimi

Panel Başkanı: Prof. Dr. Erol ÇAKMAK / ODTÜ İktisat Bölümü Başkanı	34
Cemal KÜÇÜKSÖZEN / Sermaye Piyasası Kurulu Daire Başkanı	35
Çiğdem KÖSE / TCMB Piyasalar Genel Müdürü	41
Cem KÖKSAL / Zorlu Holding CEO	44
Kamil Attila KÖKSAL / Dundas Ünlü Genel Müdür	47
Rosanna GRIMALDI / Stoxx Türkiye Sorumlusu	52
SORU ve YANITLAR	55

PANEL

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının Finansal Sistemdeki Yeri

Panel Başkanı: Prof. Dr. Kürşat AYDOĞAN / Bilkent Üniversitesi.....	60
Sinan ALP / Sermaye Piyasası Kurulu Başkan Yardımcısı.....	61
Emin ÇATANA / Takasbank Genel Müdürü.....	66
Metin AYTEKİN / Tarih Menkul Değerler A.Ş. Genel Müdürü.....	74
Mert YAZICIOĞLU / Koçbank A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı.....	82
Kubilay CİNEMRE / Garanti Bankası A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı.....	85
SORU ve YANITLAR	101

PANEL

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında Vergi ve Muhasebe

Panel Başkanı: Hamdi BAĞCI / Vadeli İşlemler Opsiyon Borsası A.Ş. Genel Müdürü....	102
İbrahim DÖNMEZ / Sermaye Piyasası Kurulu Daire Başkanı.....	104
İhsan DELİKANLI / BDDK Bankalar Yeminli Baş Murakıbbı.....	123
Faruk SABUNCU / PricewaterhouseCoopers	129
İlkay ARIKAN / TSPAKB Genel Sekreteri	135

KAPANIŞ KONUŞMASI

Dr. Doğan CANSIZLAR / Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı.....	145
---	-----

SUNUM

Değerli misafirler, Stratejik Teknik Ekonomik Araştırma Merkezi tarafından, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ana sponsorluğunda, Tarih Menkul, Dow Jones ve Stoxx sponsorluğunda düzenlenen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Risk Yönetimi konulu 3. Sermaye Piyasaları Arenası'na hoşgeldiniz.

Şimdi ilk olarak hem sizlere hoşgeldiniz demek, hem de açılış konuşmasını yapmak üzere, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Genel Müdürü Sayın Hamdi Bağcı'yı sahneye davet ediyorum.

**HAMDİ BAĞCI**

(Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetim Kurulu Başkanı)

Sayın başkanlar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun değerli üyeleri, değerli misafirlerimiz, hepinize günaydın diyorum. Bildiğiniz üzere borsamız yarın itibariyle açılacak. Biz borsamızın açılış süresini finansal piyasalarımızda yeni bir dönemin başlangıcı olarak ilan etmiştik. Vadeli işlemler Türk finansal piyasaları için neden yeni bir dönem, bunu finansal sistemimizin kısa bir tarihini vermek suretiyle değerlendirmeye çalışacağım.

Finansal piyasalar ülke ekonomisi için vazgeçilmez bir katkı sunmaktadır. Bu katkı kıt olan sermayenin etkin olan alanlara tahsisi görevidir. Finansal sistem, kıt kaynakları etkin alanlara ne kadar iyi tahsis ederse ülkenin ekonomik büyümesi de o denli hızlı olur. Bu tahsis etkin fiyatlar ve faiz oranları üretilmek suretiyle gerçekleştirilir. Ekonomik gelişmeyi etkileyen birçok faktör vardır. Bu faktörlerden en önemlisi de finansal sistemin gelişmişlik düzeyidir. Gerek teorik açıklamalar, gerekse yapılan ampirik araştırmaların birçoğunda finansal sistemin gelişmişliğinin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği kabul edilmektedir. Gelişmiş bir finansal sistemimizin olması daha fazla kaynağı daha düşük maliyetle bulma, kaynakların etkin bir şekilde idare edilme imkanı sunarak işletmelere katkı sağlamaktadır. Gelişmiş bir finansal sistem aynı zamanda tasarruf sahiplerine adil bir getiri sunmaktadır. Finansal sistemimiz zaman içerisinde önemli merhaleleri kat etmiştir. Finansal sistemimizi 80 öncesi ve 80 sonrası olarak iki döneme ayırarak kısaca değerlendirmek istiyorum.

1980'e kadar olan dönemde, finansal sistemimizi ve faiz hadlerinin ve döviz kurlarının idari kararlarla belirlendiği bir dönem olarak görebiliriz. Bu dönemde yatırım seçenekleri son derece sınırlıdır. Bunun sonucu olarak finansal sistem oldukça küçük kalmış ve bu da yatırım tercihlerinde sapmaya neden olmuştur. Bu dönemden önce yatırım tercihlerimiz genellikle gayrimenkul ve altın gibi ekonomik anlamda verimli olmayan kaynaklara yönelmiş ve yatırımın düzeyi de

finansal anlamda düşük kalmıştır. 1980'lerden sonra finansal sistemde görece bir liberalizasyon dönemi yaşanmıştır. İlk önce faiz ve dövizin serbest piyasada belirlenmesi dönemi başlamış, daha sonra da yatırım araçları seçeneğine hisse senedi alternatifi eklenmiştir. 1989 yılındaysa, sermayenin uluslararası dolaşımının önündeki engeller büyük ölçüde kaldırılmıştır ve 1989'dan sonra da sermaye piyasalarımızda yine önemli bir değişiklik meydana gelmiştir. Bu döneme kısaca baktığımız zaman sermaye piyasalarımızda bir çok yeniliğin ortaya çıktığını görüyoruz. Repo, döviz, dövizle endeksli menkul kıymetler ve mevduat, esnek vadeli mevduat, hisse senedi, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, gelir ortaklığı senedi, gayrimenkul yatırım ortaklıkları bu yeni yatırım araçları arasında sayılabilir. Finansal piyasalarda bu dönemde, yeni kurumların da ortaya çıktığını görüyoruz, diğer bir deyişle finansal piyasalarımız tam teşekküllü olmaya doğru devam etmişlerdir. Borsa, takas kurulu, yatırım ortaklıkları, yatırım danışmanları, derecelendirme kuruluşları, bağımsız denetim kuruluşları, bireysel emeklilik şirketleri ve yakın bir zamanda faaliyete geçecek olan Merkezi Kayıt Kuruluşu bu dönemde oluşan önemli kuruluşlar arasında yer almaktadır. Bunun yanında, finansal sistemin olmazsa olmaz kurumlarından bağımsız idari otoriteler Sermaye Piyasası Kurulu ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu gibi kurumlar da bu dönemde yapılanmalarını tamamlamışlardır.

Bu dönemde, finansal sistemin etkin bir şekilde işlemlerini sağlamaya yönelik birçok düzenleme de yürürlüğe konmuştur. Muhasebe standartları oluşturulmuş, kamunun aydınlatılması konusunda düzenlemeler yapılmıştır. Kısaca, bu dönemde etkin işleyen bir finansal sistem için gerekli olan tüm kurumların oluşturulduğunu görüyoruz. Artık ülkemizin sistemi, Etiyopya veya herhangi bir Avrupa ülkesinin finansal sisteminden oldukça farklıdır, daha fazla gelişmiş bir ülke görünümü arz etmektedir. Bu etkin işleyen finansal sistem, yatırımcıların yatırım hisse senetlerini arttırmış, finansal sistemimizin kendisinden beklenen kaynakların etkin tahsisi görevini artan bir başarıyla yerine getirmeye başlamıştır. Geline mevcut durumda finansal sistemimiz önemli bir sıçramayı gerçekleştirecek olgunluğa kavuşmuş durumdadır.

Vadeli işlemleri çalıştırmak sadece bir borsanın açılışıyla mümkün değildir, bunun için gelişmiş çevresel kurumların ve düzenlemelerin varlığı da gereklidir. Kısaca çok iyi işleyen finansal kurumlar, çok iyi işleyen finansal düzenlemeler ve çok iyi işleyen finansal düzenleyicilere ihtiyaç vardır. Mevcut durumumuzu değerlendirdiğimiz zaman tüm bu gelişmelerin ülkemizde gerçekleştiğini görüyoruz. Finansal sistemimiz zaman zaman geriye dönüşler yaşasa da, bu yirmibeş yıllık yolculuğunda sürekli olarak ileriye gitmiştir. Bunu yirmibeş yıl öncesine bakarak çok rahatlıkla görebiliyoruz. Bu süreçte riskleri etkin bir şekilde yöneten ve çok sayıda yatırımcıya ulaşabilen finansal

aracılarımız oluşmuş, çok yetkin bir insan kaynağı teşekkül etmiş, finansal sistemin işlemesine uygun hukuki bir yapı inşa edilmiştir. İMKB'nin açılması ve İMKB'nin sunduğu ürünler etrafında yeni yapıların oluşması bu yirmibeş yıllık süreçte önemli bir sıçramayı temsil etmektedir. Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası'nın açılmasıyla bu ileri gitme sürecinde de önemli bir sıçrama daha gerçekleştirilecektir.

Vadeli işlemler, gelişmiş bir finansal sistemin olmazsa olmaz araçlarından biridir. Finansal sistemimiz bu araçlar olmadan kendinden beklenen ürünleri tam olarak sunamaz ve bu da finansal sistemimizin beklenen şekilde gelişmesine imkan vermez. Vadeli işlemlerin başlamasıyla, finansal sistem, yatırımcıların risk ve getiri tercihlerine çok daha uygun ürünleri sunmayı başarabilecek duruma gelecektir. Fiyatlar, döviz kurları ve faiz oranları sürekli değişmektedir. İşletmelerin ve tarım sektörünün bu olumsuz değişimden korunma isteği, haklı ve ekonomik açıdan son derece geçerli bir istektir. Vadeli işlem sözleşmeleri işletmeleri bu riskten koruma imkanı sunacaktır. Bu, finansal sistemimizin daha önce üretmediği bir hizmeti sunmasını sağlayacak, böylece finansal sistemimiz daha fazla kesime ulaşma imkanına kavuşacaktır.

Emtia piyasaları finansal sistemimizin bir ayrılmaz parçası olarak yeni dönemde ortaya çıkacaktır. Emtia piyasalarının finansal sistemimize entegre edilmesi her iki tarafa da kazanç sağlayacaktır. Finansal kesim portföy çeşitlendirmesini daha etkin bir şekilde yapabilecek, çiftçilerimiz ürünlerinin daha etkin fiyatlanması ve üretim planlaması imkanına kavuşacaktır.

Borsamızı kurarken yabancı bir ülkenin birebir kopyasını almadık. Birçok irili ufaklı yenilikler yaptık. Bu yenilikler sayesinde borsamız Türkiye'ye uygun bir yapı almıştır. Şu anda borsamıza gösterilen ilgiden kurmuş olduğumuz yapının Türkiye şartlarına uygun olduğu sonucuna ulaşabiliriz. Nedir bu yenilikler?

Birçok yenilik var, ben kısaca bahsetmek istiyorum. Takas üyelerinin müteselsil kefaletinin sadece garanti fonuna yatırılan tutarla sınırlı olması, inovasyonlardan en önemlisini oluşturmaktadır. Takas üyesi ve piyasa üyesi ayrımı yapılmaması, uzaktan erişim, teminatları işlem yapılmadan önce alınması gibi etkin bir takım risk yönetimi araçları da yine bu ülkemize özgü yenilikleri oluşturmaktadır.

Başka bir yenilik de sözleşmeler dizayn edilirken gerçekleştirilmiştir. Tarımsal ürünlerde fiziki teslimat yerine nakdi mutabakat tercih edilerek yine ülkemiz şartlarına uygun sözleşmeler tasarlanmıştır.

Bundan sonraki en önemli gelişme, finansal sektörde çalışan profesyonellerle ilgili olacaktır. Artık finansal sektörde çalışan profesyonellerimiz bilgi birikimlerini çok daha etkin kullanma imkanına kavuşacaklardır. Yeni dönem finansal kurumlara

yeni hizmetler sunma imkanı sağlamakta, finansal sistemde yeni aktörlere yer açılmaktadır.

Açılış sadece bir başlangıçtır, ben bundan sonraki yol haritamıza kısaca değinmek istiyorum. Bundan sonra, mevcut yedi ürüne ilave olacak yeni ürünler oluşacak. Borsamız açıldıktan sonra, mevcut ürünlerin özelliklerini piyasa katılımcılarının talepleri doğrultusunda sürekli gözden geçirecek, bu alanda iyileştirmeleri sağlayacaktır. Bunun yanında ürün segmentleri oluşturulacaktır. Tarımsal ürünlere yeni ilaveler olacak, enerji piyasasındaki olumlu gelişmelere paralel olarak enerji ürünleri de borsamıza kote edilmeye başlanacaktır. Başka bir önemli gelişme opsiyon sözleşmelerinde gerçekleşecektir. Borsamızın üzerinde durduğu en önemli konulardan birisidir. Opsiyon sözleşmeleri de yakın bir gelecekte borsamızda ticarete konu olabilir hale gelecektir. Bunun yanında işlem sistemimizde önemli iyileştirmeler yapacağız ve işlem sisteminde kullanıcıların talep ettiği ilave fonksiyonları işlem sistemimize monte edeceğiz. İşlem sistemimizde yapacağımız en önemli değişikliklerden biri de ticareti yapan aracı kurumdan garanti eden aracı kuruma doğru işlemlerin ve pozisyonların transferini sağlayacak ve Give up olarak adlandırılan prosedürün kısa bir süre içerisinde hayata geçirilmesi olacaktır.

Gelişmekte olan ülkeler kategorisi içinde yer alan ülkemizde, borsamızın kurulması birçok alanda birçok kişi ve kurumun yürüttüğü yoğun çabalarla mümkün olabilmektedir. Gelişmekte olan bir ülkede çok iyi işleyen bir vadeli işlemler borsasının kurulması oldukça zordur. Borsanın ve teknik altyapının kurulması, eğitim, vadeli işlem opsiyon sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesi, vergi, veri yayını, aracı kuruluşların risk ve muhasebe yazılımları, çaba gösterilen alanların çok küçük bir kısmını oluşturmaktadır. Bu yapıların oluşturulması başta Sermaye Piyasası Kurulu olmak üzere İMBK, Takasbank, Aracı Kuruluşlar Birliği gibi birçok kuruluşun yoğun mesaisiyle mümkün olmuştur. Ben burada bu kurum ve kuruluşlara teşekkürlerimi arz ediyorum ve borsamızın yeni dönemde piyasaya ve ülke ekonomisine faydalı olmasını diliyorum, beni dinleme sabrını gösterdiğiniz ve geldiğiniz için teşekkürlerimi sunuyorum ve hoşgeldiniz diyorum.

Sunucu

Sayın BAĞCI'ya konuşması için teşekkür ediyoruz. Sırada yurtdışından konuk bir konuşmacımız var. Eski Chicago Vadeli İşlem Borsası Yönetim Kurulu üyesi ve uluslararası danışman Miss Ann Berg'ü sahneye davet ediyorum.



Ann BERG

(Chicago Borsası Eski Yönetim Kurulu Üyesi)

Hoşgeldiniz. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın açılış töreni nedeniyle burada bulunmaktan onur duymaktayım. Kendisini bu işe adanmış pek çok kişinin ortaya koyduğu çalışmaların sonunda meyvesini vermeye başladığını bilmekten memnuniyet duymaktayım. Türkiye'ye ilk kez geldiğim Ağustos 1996 tarihinde tarımsal bir ürün geliştirilmesi üzerinde çalışan, BM proje ekibinin bir üyesiydim. Ülke genelindeki çeşitli borsaları ziyaret ettim fakat hiç birisi beni İzmir'deki borsa kadar etkilemedi. Enerjiyi, bilgiyi ve uzun vadeli işletme planını hissederek başarı için muazzam bir potansiyele sahip olduğunu düşünmüştüm. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nı açmak açısından zaman hiç bir zaman bugünkünden daha uygun olmamıştı.

Dünya değişiyor. Son 50 yıl içinde Avrupa ve Amerika'nın gerçekleştirdiği ekonomik mucize sona ermek üzere. Her iki bölge de muazzam yapısal problemlere yaşamakta ve önümüzdeki on yıllarda bu problemler daha da kötüleşecektir. Her iki bölge de, ilerideki borç yükümlülüklerini ödemek üzere ne paraya ne de üretim imkanlarına sahip olmayan popülasyonlarla işbirliğine gidecek refah devletini benimsememiştir. Bunların işgücü ve mevzuat maliyetleri dünyadaki en yüksek rakamlardır. Birleşik Devletlerin ikiz açığı sürdürülemez düzeydedir. Ya dolarda keskin bir düşüş veya faiz oranlarında bir artış beklemektedirler. Her ikisi de ekonomi için büyük bir problemidir.

Önümüzdeki yarım yüzyıl içinde heyecan verici büyüme hikayeleri gelişmekte olan ülkelerce anlatılacaktır. Çin, Hindistan, Brezilya, Rusya ve Türkiye. Belki de global ekonomi büyüklüğünde neler olduğunu bu durum açıklamaktadır. Günümüzde direkt dış yatırım talebi Birleşik Devletlere nazaran Çin'de daha fazladır.

Türkiye, gelişmekte olan ülkeler arenasında önemli bir oyuncu olabilecek iyi bir konuma sahiptir. Türkiye, günümüzde Batıda Avrupa ile Doğuda enerji bakımından

zengin İran ve Irak gibi ülkelerin arasında benzersiz bir stratejik coğrafi konuma sahiptir, kültürel, politik ve ekonomik olarak doğu ve batının sahip olduğu unsurları kendi bünyesinde bir araya getirmektedir. Önemli diğer bir coğrafi faktör ise sahip olduğu muazzam sahil şeridi olup ihracat ticaretinde önemli bir rekabet avantajına sahiptir. Ekonomik açıdan son derece genç bir işgücüne sahiptir ve günümüz ekonomisinde büyümenin desteklenmesinde son derece önemli bir faktördür. Son bir kaç yıl içinde %10'un üzerinde etkileyici bir GSMH artışına ulaşmış ve duyduğum kadarıyla son bir kaç üç aylık dönemde bu rakam %14 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyonu dizginlenmiştir ve bu, vadeli işlem borsasının başarılı olması için kritik bir faktördür.

Tarımda ayrıca reform projesinin sağladığı rekabet avantajı ile büyüme göstermektedir. Üretim ve yatırım için doğru koşullar sağlandığında bir ülkenin nasıl hızlı bir şekilde tarımda süper bir güç olabileceğini görmek için yeni ortaya çıkmakta olan Brezilya'ya bakılması yeterlidir.

Son olarak Avrupa Birliği ile yürütülen üyelik müzakereleri yabancı sermayenin girmesini sağlayacak bir ortam oluşturacaktır.

Vadeli işlem sözleşmeleri işlem gördüğü bütün ekonomilerde ekonomik bir verim oluşturmaktadır. Yalnızca üç on yıl önce Chicago'da faiz oranı vadeli işlemlerinin doğuşu, Birleşik Devletlerde finansal hizmetler sektörünün devrim geçirmesine neden olmuştur. O zaman ortalama bir Amerikan vatandaşı için etkinin ne kadar derin olacağı kimse tarafından öngörülmemiştir: ayarlanabilen oranlı ipotekler, borç konsolidasyonu, %0 faizli 5 yıllık araba kredileri ve öz sermaye maliyeti sunumları; tasarruf fonları, kambiyo kredi fonları, endeks 500 fonları. Amerikalıların bugün doğal olarak kabul ettiği bu şeyler yalnızca bütün riskleri diğerlerine transfer etmemizi sağlayan finansal vadeli işlemlerin oluşturulması ile mümkün olabilmektedir. Bu türden enstrümanların ortaya çıkması ile birlikte aynı etkileri Türkiye'de de göreceksiniz. Ve doğal olarak buğday ve pamuk sektörlerinde zirai mallar yan verimi, daha iyi planlama ve çiftçilerin daha yüksek gelirlere ulaşması sorunları da çözülecektir.

Sunucu

Miss Ann BERG'e teşekkür ediyoruz. Konuşmalarla devam edeceğiz. Konuşmasını yapmak üzere Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetim Kurulu Başkanı Sayın Tuğrul YEMİŞÇİ'yi sahneye davet ediyorum.

**Tuğrul YEMİŞÇİ**

(Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetim Kurulu Başkanı)

Günaydın, Sayın Büyükşehir Belediye Başkanım, Sayın Rektörüm, İzmir Ticaret Odası'nın değerli Başkanı, İzmir Ticaret Borsası'nın meclis Başkanı, Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği Başkanı, Bankalarımızın değerli Genel Müdürleri, aracı kurumların değerli Genel müdürleri yetkilileri, Sermaye Piyasası Kurulu Başkan Yardımcıları, Kurul Üyeleri ve değerli yöneticileri, değerli katılımcılar, değerli basın mensupları, bu mutlu günümüze ve başlangıcına iştirak ettiğiniz için hepinizi saygıyla selamlıyorum.

Değerli konuklar, uzun bir yolculuktan sonra nihayet mutlu sona geldik. 1989-1991 yıllarında Türkiye'de Vadeli İşlemler Borsası kurulması ancak dosyalarda olabiliirdi. O sıralarda ülke ekonomisindeki ihracat patlamasına yol açan, tekstil-konfeksiyon sektörünün hammadde girdisi olan pamuktaki sıkıntılardan dolayı İzmir'deki bir grup başkanlar Vadeli İşlemler Borsası'nın kurulması projesine sahip çıkmış ve çalışmalara başlamıştır. Bu süreç içinde görevlendirilen ve şu an benim Yönetim Kurulu Başkanlığını yaptığım, İzmir Ticaret Borsası çalışmalarına 1995 yılından bu yana SPK ve 3 banka ile devam etmiştir.

Biz de yola çıktığımızda bu borsanın bu kadar geniş bir yelpazeye sahip olabileceğini düşünemiyorduk. Yüzlerce kere şu soru soruldu; "Neden İzmir?" Kısaca şöyle açıklayabilirim; 1891'de İzmir Ticaret Borsası neden İzmir'de kurulduysa, Atatürk 1. İktisat Kongresi'ni neden İzmir'de yaptıysa işte o sebeple İzmir. Bu salonda olan olmayan herkese defalarca teşekkür ediyorum. İzmir değil, ülke ekonomisi yeni bir borsa kazandı. Bunun eksikliğini yıllarca çektik. Bu teşekkürlerimin içinde SPK, hükümet yetkilileri, IMKB Takasbank, Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği'nin ayrı yeri var. Ayrıca bütün İzmirliiler, biz ev sahibi ve başlangıçtan bu yana işin patronu olduğumuz için arkadaşlarıma teşekkürü geniş tutmayı uygun görmedim.

İzmir’de olmasının bir zorluğu mu var diye hep soruyorlar, hayır arkadaşlarım izah edecekler. Geçen zaman içerisinde bizim de görüşlerimiz değişti, ihtiyaçlarımız değişti. Dünya borsalarını da incelediğimizde, biz elektronik sistemi tercih ettik. Elektronik sistemi tercih etmemiz nedeniyle hem merkezi İstanbul’da olan üyelerimiz, hem de Türkiye’nin çeşitli yerlerinde bu borsaya iştirak edecek olan katılımcılar zorluk çekmeyecek. “Neden İzmir?” in sebeplerinden birkaç tanesini böylece sıralamış oldum.

Bir özrü de iletmemi bana görev verdiler. Bugün elinizdeki programda iki değerli Bakanımızın konuşması vardı. Sayın Bakanlar akşam beni aradılar, TBMM’de dünkü oturumda Ticaret ve Sanayi Bakanımızın oda seçimleriyle ilgili görüşmelerinin devam ettiğini ve yarın sabahki açılışa geleceğini ifade ettiler. Ayrıca bu mutlu günümüzü uğurlu elleriyle açacak olan Başbakanımız da 5 Bakanı ile birlikte İzmir’e gelecekler, yarın saat 10.00’da yine bu salonda hep birlikte borsamızın açılışını Türkiye’ye, dünyaya ilan etmiş olacağız. Ben zaten panelde detayları konuşacağım için fazla teknik konulara girmeyeceğim. İzmir’de pamuk riskini kaldıralım diye ortaya çıktığımız ve bu süreçte ekonomik birçok belirsizliğin düzelme yoluna girdiği günümüzde dünyadaki sanayici ve ihracatçı işadamları yöneticilerin kavuştuğu imkanlara ülkemizin de kavuştuğunu gördüğümüzden dolayı ve yarın inşallah açılışını gerçekleştireceğimiz borsamızın çalışmaya başlayacak olmasından dolayı şahsım ve Yönetim Kurulum adına sizlere teşekkür ediyorum, saygılarımı arz ediyorum.

Sunucu

Sayın YEMİŞÇİ’ye çok teşekkür ediyoruz. Şimdi de sırada Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği Başkanı Sayın Müslüm DEMİRBİLEK var. Kendisini konuşmalarını yapmak üzere sahneye davet ediyorum.



Müslüm DEMİRBİLEK

(Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği Başkanı)

Sayın başkanlar, değerli konuklar, değerli basın mensupları; Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği üyeleri, Birlik organları ve çalışanları adına hepinizi saygıyla selamlıyorum.

Kurtuluş Savaşı ile kazanılan siyasal bağımsızlığımızın ekonomik egemenlik ile pekiştirilmesine yönelik yol haritalarının çizilmesinde önemli görevler üstlenen İzmir, bu kez yeni bir atılıma öncülük yapıyor. İzmir ülkemizin ilk özel borsası olması özelliğine sahip Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasına ev sahipliği yaparak sermaye piyasasında yeni bir uygulamayı başlatıyor. Bu önemli tarihi günde öncelikle uzun ve ısrarlı bir çalışmanın sonucu olarak Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın hayata geçirilmesinde emeği geçen herkese teşekkürlerimi sunmayı bir borç biliyorum.

Biliyorsunuz sermaye piyasamızın geçmişi 80'li yıllara dayanıyor. Sermaye piyasamız o yıllarda, serbest piyasa ekonomisine geçişi öngören ekonomik yaklaşımlar çerçevesinde kuruluyor. 1980'li yıllardaki bu başlangıç çok genç bir piyasaya sahip olduğumuzu ifade ediyor. 300 yılı aşkın tarihi olan gelişkin sermaye piyasalarıyla karşılaştığında geç ama ve genç ve dinamik bir başlangıç. Memnuniyetle ifade etmeliyim ki o yıllardan bugüne fazla bir süre geçmediği halde, gerçekten de teknik altyapısı, yetişmiş insan gücü açısından kıvanç duyulabilecek bir noktaya geldik. Ülkemiz sermaye piyasaları, ilgili kurumlarıyla, teknolojik olarak hayli ileri düzeydeki borsaları ve saklama takas sistemleri ile, çok iyi düzeyde yetişmiş meslek personeli ve yöneticileri ile neredeyse ileri ülkelerle, ileri ülkelerin sermaye piyasalarıyla boy ölçüşebilecek düzeye gelmiş bulunuyor.

Bugün sermaye piyasamızda ve ekonomimizin genelinde önemli ve yapısal dönüşümlerin yaşandığı bir dönemin içindeyiz. Biliyorsunuz 2006 yılından itibaren yatırım araçlarında vergi sisteminin değişmesini, bu yılın başında hızlı bir girişle

ilk önce borsa yatırım fonunun borsada işlem görmeye başlamasını ve hemen izleyen dönemde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın faaliyete başlayacak olmasını sektörümüz açısından önemli kazanımlar olarak ele alıyoruz. Kollektif katımlı İMKB 30 endeksine dayalı bir borsa yatırım fonunun, kısa bir zaman içerisinde borsamızda işlem görmeye başlayacak olması, KOBİ'lerin de dahil olacağı borsa dışı teşkilatlanmış bir piyasanın kurulması, ödünç menkul kıymet piyasasının faaliyete geçmesi, merkezi kayıt kuruluşunun kaydi sisteme ve üye kabulüne başlaması, sektörümüz 2005 yılında yaşanacak önemli gelişmeler olarak karşımıza çıkıyor.

Öte yandan bu yıl organize bir eurobond piyasası ve döviz efektif para piyasasının oluşması için de çalışmalar yürütülecek. Böylesine baktığımız zaman altını kalın çizgiler ile çiziyorum, 2005 yılını yeni piyasalar yılı olarak ilan edebiliriz.

Bu piyasalar içinde yarın açılışı yapılacak olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın faaliyete başlaması belirttiğimiz gibi sektörümüz açısından tarihi bir dönemeci ifade ediyor. Biliyorsunuz sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde spot piyasalarının yanında vazgeçilmez olarak görülen vadeli işlem piyasaları, tasarrufların sermaye piyasasına yönlendirilmesinde piyasalarda derinlik ve genişliğin geliştirilmesinde, uluslararası sermaye piyasaları ile entegrasyonda önemli bir yere sahip bulunmaktadır. Gerçekten de vadeli işlem piyasalarının en önemli özelliklerinden birisinin piyasalarda geleceğe yönelik belirsizliğin kaldırılması ve istikrar sağlanması olduğu dikkate alınırsa, bu piyasaların gelişmesinin hem reel sektörün hem de finansal sektörün yatırım kararlarında katkı sağlayacağı açıktır.

Değerli konuklar, sermaye piyasası gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda çeşitli finansal ürünler üzerine vadeli işlemler piyasaları bulunmaktadır. Vadeli işlem ve opsiyon borsaları, gelişmiş ülkelerde faaliyetlerini yüz yılı aşkın bir süredir sürdürmektedirler. Aynı şekilde gelişmekte olan ülkelerde de bu tip borsalar hızla gelişmektedir. Bu ülkedeki vadeli opsiyon piyasaları vazgeçilmez bir risk yönetim ve yatırım aracı olmuş iken, ülkemizde yaşanan ekonomik krizler vadeli işlem borsalarının oluşumunu geciktirmiş ve türev ürünlerin diğer sermaye piyasası araçları içindeki yerinin çok sınırlı kalmasına neden olmuştur.

Ülkemizde 2001 yılından itibaren uygulanan makro ekonomik istikrar programının olumlu sonuçlarını sevinçle izlemekteyiz. Ülkemizin milli parasına olan güven artarken reel faizlerin gerilediğini, enflasyonda önemli düşüşler sergilendiğini memnuniyetle görmekteyiz. Bu ortamda yakalanan büyüme trendinin tasarruf edilebilir gelir düzeyini arttıracığı kaçınılmazdır. Artan gelirle beraber toplam tasarruflar da artacaktır. Bununla beraber tasarrufların yapısında önemli değişimler olacaktır. Ve sermaye piyasası, öne çıkacak sermaye piyasası ürünlerine olan talep artışı piyasanın

derinliğini ve ürün çeşitliliğini geliştirecektir. Ekonomik istikrar ortamının sağlanmaya başladığı bu dönemde Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasına ilişkin olumlu şartların oluştuğu görüşündeyiz. Bu bakımdan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının bu dönemde çok hızlı bir gelişim göstereceğine ve finansal sistem içerisinde kısa sürede etkinlik sağlayacağına inanmaktayız. Aynı şekilde vadeli piyasalarda yaşanacak olumlu gelişim spot piyasalarımızda da belirli bir istikrarın yakalanmasına, likidite ve derinliğin artmasına sebep olacaktır.

Değerli konuklar, ülkemizin ilk özel borsası olma özelliğine sahip Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası bir Anonim Şirket olarak örgütlenmiştir. Bu açıdan VOB işlevlerini daha iyi yerine getirebilmesi, verimli çalışması, ürün ve hizmet çeşitliliğinin artması açısından diğer ülke borsaları ile rekabet edebilmesine olanak sağlayacak kar amaçlı bir şirket yapısına sahiptir. Sermaye piyasalarımızın gelişimine reel sektörün uzun vadeli ve düşük maliyetli fon sağlamasına ve ülke ekonomisinin büyüme hızına büyük katkı sağlamış İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ile kıyaslandığında, VOB'un hukuki yapısında mali ve idari yönler ön plana çıkmaktadır. Ancak, burada şunu ifade etmek gerekir ki özel şirket statüsüne sahip VOB İMKB'ye rakip bir borsa değildir. Tam aksine İMKB'yi tamamlayıcı bir borsa niteliğindedir. İMKB aracı kuruluşlarımızın yatırımcılarımızın ve ilgili tüm sermaye piyasası kurumlarının ve ortak çabaları sonucu meydana getirilen güzide bir kuruluş ve milli bir servettir. Kurulduğundan bugüne çok hızlı bir gelişim göstermiş olan, fakat son yıllarda makro ekonomik koşullarda yaşanan olumsuzlukların etkisinde kalan kamunun mali ve idari yapıya müdahaleleri ile mali yapısı olumsuz yönden etkilenen, kamuya kaynak aktarımına zorunlu tutulmasıyla mali özerkliği zedelenen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası; giderek ihtiyaç duyduğu yatırımları yapamayacak olan bir kurum hüviyetine bürünmektedir. Dolayısıyla, halen ülkemizde iyi çalışan kurumlardan birisi durumunda olan İMKB'ye mali ve idari özerkliklerin biran önce sağlanmasını sermaye piyasasının daha da verimli çalışması için çok gerekli görmekteyiz.

Değerli konuklar, 2002 yılında Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'na birliğimiz kurucu ortak sıfatıyla katılmıştır. VOB üyelerinin, Birliğimiz üyeleri olan aracı kuruluşlar olacağı göz önünde bulundurularak Vadeli İşlem Borsası nezdinde aracı kuruluşlar Birliğimiz etkin bir şekilde temsil edilmektedir.

Birliğimiz, ülkemizin yatırımcıları açısından çok yeni bir piyasa olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının sermaye piyasalarına sağlayacağı katkıyı dikkate alarak bu yeni piyasanın finansal sistem içerisinde kısa sürede etkinlik sağlaması amacıyla çalışmalarda bulunmuş, piyasa ile ilgili olarak yapılan tüm çalışmalara etkin katılım sağlamıştır. Bundan sonra da bu piyasanın gelişebilmesine yönelik

alışmalarına devam edecektir. Tasarrufların sermaye piyasasına yönlendirilmesine, piyasamızın derinlik ve genişliğinin geliştirilmesine, uluslararası sermaye piyasaları ile entegrasyona yönelik önemli bir yeri olan vadeli işlemler piyasasının ülkemizde başarılı olması için bu piyasada yer alacak aracı kuruluşlarımızın üzerlerine düşen görevlerini yerine getirmek için hazır olduğunu bildirir, hepinize saygılar sunarım.

Sunucu

Sayın DEMİRBİLEK'e çok teşekkür ediyoruz konuşmaları için. Saygıdeğer konuklar, biz haberciler ülkemizin st düzey yöneticilerinin konuşmalarını neredeyse ağızlarından dökülen her kelimeyi büyük bir dikkatle takip eder ve değerlendiririz. şimdi böylesine yakından takip ettiğimiz biz haberciler için tabii Türkiye için çok önemli bir ismi Arena'nın genel sunumunu yapmak üzere kürsüye davet etmek istiyorum. TCMB Başkanı Sayın Süreyya SERDENGEÇTİ.



→ Resim kötü

Süreyya SERDENGEÇTİ
(TCMB GENEL BAŞKANI)

Değerli konuklar, bugün burada Türkiye ekonomisinde yeni bir dönemin başlangıcı olarak nitelendirebileceğimiz Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nın açılışı vesilesiyle düzenlenen toplantıda sizlerle birlikte olmaktan büyük memnuniyet duyuyorum.

Sizlere bugün nelerden söz edeceğim. Belirsizlik ve risk kavramları çerçevesinde ülke ekonomisinin değişim sürecinden, söz konusu değişim süreci paralelinde türev piyasaların gelişiminden ve bu piyasaların para politikası ağırlıklı olmak üzere ekonomideki işlemlerden bahsederek mikrodan ziyade; çünkü mikro konuları ele alacaksınız biliyorum, makro bir çerçeveden söz edeceğim. O çerçeve ki aslında Merkez Bankası'nın evelden beri sunumlarında söylemlerinde vadeli işlemlere dikkat çekmesinin nedenlerinden biriydi zaten.

Değerli katılımcılar, ülkemiz ekonomisine baktığımızda 80'lerden beri pek çok kere gündeme gelmesine rağmen risk yönetiminin ve riskin yönetildiği türev piyasaların ekonomide yerleşik kurumsallaşmış risk yönetme kültürünün, gerek finans sektöründe gerekse reel sektörde bir türlü istenilen düzeye ulaşamadığını ve son derece zayıf olduğunu görüyoruz. Bu noktada sorgulanması gereken; neden ekonomimizde bu kadar modern anlamda risk yönetimi ilkelerinin hayata geçirilemediği ve neden türev piyasalara gerçek anlamda işlevsellik kazandırılmadığıdır. Bu noktada iki unsur ön plana çıkmaktadır. Bunlardan en önemlisi, gerek ekonomik gerekse toplumsal açıdan taşıdığı önem ve öncelik itibarıyla Türkiye ekonomisinin 30 yıl boyunca yaşadığı kronik enflasyon ve bunun yarattığı belirsizlik ortamıdır. Söz konusu süreç ekonomide büyük tahribatlar yapmıştır. Sayısız tahribattan sadece bazıları para ve sermaye piyasalarının gelişmemesi, uzun vadeli finansman kaynaklarının kısıtlı kalması, özellikle gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında oldukça önemli bir paya sahip olan ve konut finansmanına imkan sağlayan piyasaların oluşamaması

Ülkemizin sağlıklı bir şekilde uluslararası piyasalarla btnleşememesi, toplumsal alan da dahil olmak üzere her alanda kısa vadeli düşüncenin hakim olmasıdır. Kronik enflasyon aynı zamanda gerek büyüme ve istihdam gibi temel ekonomik göstergelerde, gerekse döviz kuru ve faiz oranları gibi değişkenlerde oynaklığın yükselmesine de neden olmuştur. Ekonominin temellerindeki bu aşırı oynaklıklar ise bu defa belirsizliğin sürekli artmasına, krizler yaşanmasına, ve ekonomik kriz sonrası bu belirsizliğin bir üst seviyeye yerleşmesine yol açmıştır. Belirsizlik ve oynaklık zaman içinde içinden çıkılamaz bir kısır döngüye girmesine sebep olmuş, risk yönetiminin yapılmasını hemen hemen imkansız bir hale getirmiştir.

Değerli dinleyiciler, bu noktada ekonomilerde hem politika uygulayıcıları hem de karar alma konumundaki ekonomik birimler açısından son derece önemli olan türev piyasaları gelişiminde anahtar konumunda olan belirsizlik ve risk kavramlarına açıklık getirmeye çalışacağım.

Günlük kullanımda risk hem kendi yerine hem belirsizlik yerine kullanılsa da aslında ekonomik birimler ve olaylar üzerindeki etkileri açısından çok etkilidir. Diğer bir deyişle olayların ölçülemeyen kısmı belirsizliktir. Belirsizlik ölçülemediği için sonuçları da öngörülemez, hangi alanda ne kadar etkisi olacağı tahmin edilemez, belirsizliğe olasılık atfedilemez. Belirsizlikten kaçınılamaz ve sonuçları yönetilemez ondan korunmak için piyasalar mevcut değildir. Risk ise tam tersine olayların etkilerinin geleceğe ilişkin ölçülebilen kısmını ifade eder. Risk hesaplanabilir, risklerin sonuçlarına belirli olasılıklarla değer atfedilebilir bu kapsamda risk öngörülebilir ve etkileri yönetilebilir, riskin yönetilmesi için piyasalar mevcuttur.

Ülkemizde 30 yıl boyunca süregelen yüksek ve oynak enflasyon belirsizliğin en büyük kaynağı olmuş belirsizlik ile risk kavramları birbirlerinden ayırt edilemez hale gelmiş, ve bu belirsizliğin yol açtığı kaygan zemin üzerinde risk yönetimi yapmak, risk yönetimi kurumlarını oluşturmak mümkün olmamıştır.

Bu noktada yine teknik bir hususu açmak istiyorum. Bilindiği gibi türev piyasalarda esas olarak oynaklık fiyatlanmaktadır. Belirsizliğin yüksek olduğu ortamlarda oynaklık da aşırı yüksek olmakta, bu durum fiyatlamayı zorlaştırmakta ve söz konusu ortamlarda gerçekleşen fiyatlar çok u seviyede oluşabilmektedir. Bu ise gerçek anlamda risk yönetiminin yapılmasını büyük ölçüde engellemektedir. Ülkemizde modern anlamda risk yönetiminin geri kalmasının altında yatan nedenlerden biri budur. Son döneme kadar makro ekonomik istikrarın bir türlü yakalanmamış olması nedeniyle, geleceğe ilişkin belirsizliğin yüksek olması faizler genel düzeyinin de yüksek seyretmesine yol açmış, bu ise türev piyasaların çalışmasını engellemiştir. Modern anlamda riski yönetiminin ve türev piyasalarının ülkemizde neden gelişemediğine ilişkin ikinci unsur,

yüksek kamu açıkları ve bunun sonucunda kırılgan hale gelen kamu maliyesidir. Hepimizin bildiği gibi geçmişte ülkemizde sermaye birikimi kamu kaynaklarına dayalı olarak sürdürülmüştür. Ancak artan kamu açıkları sonucunda, kamunun özel sektöre sağladığı sermaye özel sektörün kamuya borç vermesi şeklinde geri dönmüştür. Bu kapsamda kamu borçları karşılığı çıkarılan devlet iç borçlanma senetlerinden oluşan piyasa, artan kamu borcu ile birlikte vermek zorunda olduğu yüksek reel faiz oranı nedeniyle de ekonomideki toplam kaynakların hemen hemen tamamını kullanan tek ve en önemli piyasa haline gelmiştir.

Böyle bir yapıda, diğer bir deyişle kamu maliyesi baskınlığının bu derece yüksek olduğu bir ortamda özel sektörün finansmanını sağlayacak yeni finansman araçlarının ortaya çıkması, derin mali piyasaların oluşması mümkün olmamış, risk yönetiminin en basit unsuru olan portföy çeşitlendirmesi yapma imkanı dahi bulunamamıştır.

Tüm bu süreçte en önemli nokta gerek mali piyasaların yapısı, gerekse uygulanan diğer politikalar sonucunda, kur riski, faiz riski, fiyat riski, ödememe riski gibi büyük ölçüde kamunun üstlenmiş olması ve bu çerçevede özel sektörün mevcut risklerini yönetmek gibi bir gereklilik duymaması olmuştur.

Diğer bir ifade ile bireyler ve kurumlar ekonomik riskin yönetimini devlete bırakmışlar ve bu süreç bir kısır döngü içinde gelişmiştir. Sonuç olarak bütün bu süreç boyunca ön planda bulunan kronik enflasyonun yol açtığı belirsizlik ve kamu maliyesi açıklarının yarattığı yüksek kamu borcu risk yönetiminin ve dolayısıyla türev piyasalarının gelişmesine imkan tanıamamıştır.

Değerli katılımcılar, şunu bugün memnuniyetle söyleyebiliriz ki, bugün itibarıyla geçmişten gelen sorunlar çözülmeye başlanmıştır. Türkiye ekonomisi halen devam eden yapısal bir değişim sürecine girmiş ve önemli mesafeler alınmıştır. Sizlere Türkiye ekonomisindeki bu değişim sürecini bize ileride yapmamız gerekenlerde yol gösterici olması açısından üç ana unsur çerçevesinde sunmak istiyorum.

İlk olarak belirsizliğin en büyük kaynağı olan enflasyonla mücadelede büyük mesafeler alınmış, makroekonomik istikrarın kalıcı bir biçimde sağlanması yolunda önemli ilerlemeler kaydedilmiştir. Bugün enflasyon rakamları tek haneli seviyelerdedir daha da önemlisi ekonomideki beklentileri ölçen anketlerimize baktığınız zaman şunu görürsünüz; enflasyonun kontrol edilebilir olduğu ve fiyat istikrarının ulaşılabilir bir hedef olduğu toplum tarafından artık kabul edilmektedir. Dört sene evvel bu önümüzdeki en önemli sorundu.

Makroekonomik istikrarın sağlanması sürecinde uygulanmakta olan sıkı maliye politikası hem ekonomide kamunun ağırlığının azalmasını sağlayarak özel sektör

kaynaklı sağlam temellere dayanan bir büyüme sürecine girilmesine hem de beklentiler üzerindeki etkisiyle istikrarın oluşmasına katkıda bulunmuştur. Buna paralel olarak ülkemizde sermaye birikim süreci de değişmektedir. Büyümenin kaynağı artık kamu kesimi değildir, özel sektördür. Milli gelir rakamları bunu gayet iyi göstermektedir. Verimlilik artışı her alanda ön plana çıkmaktadır, dünya pazarlarının ölçü ve ölçek alındığı bir yapıya doğru gidilmektedir. Bu yapı altında belirsizliklerin azalması risk yönetimini ve araçlarını ön plana çıkarmaktadır. Artık sağlıklı bir piyasa ekonomisinde olması gerektiği gibi, her ekonomik birim kendi riskini üstlenmek ve üstlendiği bu riskleri yönetmek zorundadır. Dünyada olduğu gibi ülkemizde de türev piyasaların gelişmesinin altında yatan ana görüş budur.

Sizlere ikinci olarak bahsedeceğim unsur ülkemiz için yeni sayılabilecek görece kavramlar olan kurumsallaşma, hesap verilebilirlik, şeffaflık ve bu kapsamda iletişim politikalarının önemidir. Hem uygulanan politikaların kurumsallaşması hem de bu politikaları uygulayan kurumların şeffaflaşması ve politikaların doğrudan topluma anlatılması tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de ekonomideki belirsizliğin azalmasında anahtar rol oynamaktadır.

Türkiye ekonomisindeki değişim sürecinde sizlerle paylaşmak istediğim üçüncü unsur ise, aynı zamanda bahsettiklerimizin bir sonucu olan güvenilirlik artışıdır. Daha açık bir şekilde ifade etmek gerekirse ülkemizde bir bütün olarak ekonomi politikalarına ve uygulanan politikalardan başarılı sonuç alınacağına ilişkin güven artmıştır ve artmaya devam etmektedir. Başka türlü zaten bütün bunları yapmak mümkün olmazdı. Bu güven artışının ve artışın devam etmesinin en somut göstergesi enflasyon hedefinin ülkemizdeki ekonomik birimlerin önemli bir bölümü nezdinde giderek daha güvenilir bir nominal çapa haline gelmesi, diğer bir ifadeyle daha yaygın bir şekilde referans olarak kullanmaya başlanmasıdır. Ekonomide referans olarak alınabilecek güçlü bir nominal çapanın varlığı, diğer ekonomik değişkenlerin bu çapa etrafında şekillenmesini sağlamaktadır. Buna bağlı olarak ekonominin temellerindeki ve bunun sonucunda ekonomideki diğer değişkenlerdeki oynaklık da giderek azalmaktadır. Bu nokta konuşmamın başında belirttiğim aşırı oynaklı neticesinde ortaya çıkan fiyatlama güçlüğünün giderilmesi açısından son derece önemlidir.

Yine bugün itibarıyla baktığımızda memnuniyetle görmekteyiz ki ekonomik birimler daha uzun vadeyi görebilmektedirler, piyasalarda daha uzun vadede işlem yapılabilmektedir. Bu gelişmeler türev işlemlerin fiyatlamasında referans olarak kullanılacak faiz oranlarının sağlıklı bir biçimde belirlenmesinde çok önemli adımlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tüm bu sağlanan makro ekonomik istikrar ve yapısal dönüşüm süreci sonunda

bugün artık ekonomimizde sağlıklı bir ortamda risk yönetimi yapılmasına uygun bir zemin yaratılmıştır. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası bu sürecin en önemli halkası ve tamamlayıcısı olacaktır. Biz Merkez Bankası olarak, 2001 yılından itibaren her fırsatta özellikle Anadolu'nun çeşitli şehirlerinde, TBMM'de ve Bakanlar Kurulu'nda yaptığımız sunumlarda türev piyasaların önemini ve bu piyasaların kullanımının gerekli olduğunu defalarca ve defalarca vurguladık.

Sayın dinleyiciler, ülkemizdeki risk ve belirsizlik yönetiminin gelişme sürecine bu şekilde kısaca değindikten sonra, şimdi sizlere bu sürecin dünyada nasıl geliştiğinden kısaca bahsetmek istiyorum. Dünyada neler olup bittiği çok önemlidir, Merkez Bankası her fırsatta sadece bu konuda değil, dünyada ne olup bittiğine dikkati çekmeyi bildiğiniz gibi bu ülkede çalışmaktadır. Öncelikle dünyada türev piyasalarında işlem yapılmasının başlangıcının oldukça eskiye gitmesine karşın gelişme sürecinin oldukça zaman aldığına dikkatinizi çekmek isterim.

Bu çerçevede ilginç bulduğum bazı bilgileri de sizinle paylaşacağım. Bilinen ilk vadeli işlem sözleşmesinin bundan yaklaşık 2500 yıl önce bir kış mevsiminde bahardaki zeytin hasatı için eski Yunanlı Miletli Thales tarafından yapıldığı Aristo'nun yazılarından anlaşılmaktadır. Ne kadar ilginç değil mi, biz bugün İzmir'deyiz ve Miletli Thales'ten bahsediyoruz, 2500 yıl öncesinden. 17 ve 18. yüzyıllara gelindiğinde ise, Japonya'da piring, Hollanda'da tahıl üzerine vadeli işlemler piyasalarının kurulduğu bilinmektedir. Bugünkü şekliyle finansal türev piyasalarının gelişimi ise özellikle 30 yıl sürmüş olan ve kurların sabit olduğu Bretton Woods sisteminin 1970'lerde kaldırılması ve dalgalı kur politikalarının uygulanmaya başlamasıyla döviz piyasasında artan riskten korunma ihtiyacının paralelinde hız kazanmıştır. Bu sürecin başında bu piyasaların oluşturulmasına karşı çıkan ve türev piyasaların oynaklığı arttıracığı, piyasalarda spekülasyonu ve manipülasyonu körükleyeceği görüşleri de ortaya atılmıştır. Bu kısmen bizde de hemen hemen her yeni uygulamada ortaya çıkan "Efendim bizde olmaz, zamanı değil" ifadelerinin bir karşılığı olsa gerektir.

1971 yılının sonbaharında Chicago Ticaret Borsası'nda; ki biraz evvel bir sayın konuşmacıyı dinledik, döviz kuruna ilişkin vadeli işlemler piyasasının açılışına konuşmacı olarak katılan Nobel ödüllü ünlü iktisatçı Milton Friedman'ın görüşleri ise türev piyasalarının gerekliliği ile ilgili önemli bilgiler içermektedir. İzin verirsiniz sizleri Freedman'ın o meşhur konuşmasından bir bölüm aktarmak istiyorum:

"Dış ticarete ilişkin finansal araçlar birbirinin tamamlayıcısıdır ve İngiltere örneği göstermektedir ki, finansal hizmetler oldukça karlı bir ihraç malı haline gelebilmektedir. Bu çerçevede piyasaların doğal gelişim süreci içinde zaten varolması gereken türev piyasaların sadece buradaki ticaret ve yatırımı arttırması açısından değil,

bunların ihraç edilebilmesi açısından da başka bir ülke yerine ABD’de gelişmesi önem taşımaktadır. Bu piyasaların gelişmesi diğer finansal aktivitelerin de ülkede gelişmesini destekleyecek, hizmetler sektöründe ihracat yoluyla ek gelir getirecek ve para politikasının etkinliğini arttıracaktır.”

Aynen böyle diyor, bizim için bunun ne anlamı var hepiniz takdir edersiniz.

Bugün itibariyle türev piyasaların dünya çapındaki işlem hacmi spot piyasaların, diğer bir deyişle alışverişin ve alışverişe konu olan malların değişiminin aynı gün ya da iki gün içinde yapıldığı piyasaların çok üzerindedir. Bu çok önemli bir nokta. 2004 yılında sadece döviz üzerinde yapılan türev işlemlerin dünya çapında işlem hacmi tezgahüstü piyasalar da hariç tutulmak üzere günlük yaklaşık 1,2 trilyon \$ olarak gerçekleşmiştir ki bu, toplam piyasa hacminin yaklaşık %65’ine karşılık gelmektedir. Bu kadar vadeli işlemler ağırlık kazanmış durumda dünyada.

Değerli katılımcılar, bugün ülkemizde risk yönetimi ilkelerinin hayata geçirilmesi daha da önemlisi kurumsallaşması ve türev piyasaların gelişmesi sürecinde daha başlangıç aşamasındayız. Bu sürecin gelişimi tüm ekonomi açısından çok önemlidir. Bu sürecin kimi zaman zor, zaman alan ancak kendi kendini besleyen bir süreç olduğu hiçbir zaman unutulmamalıdır. Gelişmesi uzun sürse dahi türev piyasalar dünyada nasıl geliştirse bizde de gelişecektir, hiç şüphemiz olmasın.

Bu kapsamda türev piyasaların gelişiminde özellikle son dönemde gösterilen çabaların ve alınan mesafenin büyüklüğünü, neticesinde bunun tüm ekonomi için önemli bir adım olduğunu belirtmekten memnuniyet duyuyorum. Bu noktada yine müsaadenizle bizim enflasyonla mücadelenin başlangıç aşamasında, bu mücadelenin uzun ve zorlu bir süreç olmasından yola çıkarak sıklıkla yinediğimiz bir ifadeyi de sizlerle paylaşmak istiyorum, “1000 yıllık bir yolculuk bile tek bir adımla başlar”, işte o adım bu adımdır.

Daha önce de belirttiğim gibi türev piyasalar ekonomilerde Friedman’ın deyişiyle piyasaların doğal gelişim süreci içinde zaten var olması gereken unsurlardan biridir. Bu aşamada diğer ülke tecrübeleri çerçevesinde de değerlendirdiğimiz bu piyasaların işlevlerinin ve ekonomide yarattıkları değişikliklerin ne denli büyük ve önemli olduğuna dikkatinizi çekmek istiyorum. Bu konuda ne kadar çok bilgi sahibi olunursa hem türev piyasaları o kadar çok sahiplenilecek hem de türev araçlarının kullanımı yaygınlaşacaktır.

Finansal piyasalarının üç boyutlu olduğu düşünüldüğünde, bu üç boyut zaman risk ve bilgidir, zaman boyutu gelecek ile ilgili risk yaratmakta, bilgi boyutu ise geleceğin daha az hatayla tahmin edilmesi sonucu daha doğru kararlar alınmasına

yardımcı olmaktadır. Bu çerçevede türev piyasalarının işlevlerinin ilki döviz, faiz gibi finansal araçlardan emtia fiyatlarına kadar geniş bir yelpazede risklerin yönetilmesini sağlaması ikincisi ise piyasalarda oluşan fiyatların ekonomik birimlerde doğru bilgiyi vermesine yardımcı olmasıdır. Bu noktada izin verirsiniz gerek döviz kurunun vadeli işlemler ve opsiyon borsasında işlem görecektir ilk sözleşmeler arasında olması, gerekse türev piyasaların temel işlevi olan risk yönetimi kapsamında taşıdığı önem itibarıyla ülkemizde 2001 yılından itibaren, dünyada ise halen yaklaşık 80 ülkede uygulanmakta olan dalgalı kur rejimi ile ilgili bazı hususları da aydınlatmak istiyorum.

Ülkemizde dalgalı kur rejimi uygulanmaya başlandığından itibaren her fırsatta vurguladığımız üzere, bu rejim altında döviz kurları piyasada arz ve talep koşulları altında belirlenmektedir. Döviz kurunun seviyesi ekonomideki gelişmelerin, dışsal şokların, bekleyişlerin ve tüm bunlara bağlı olarak risk primindeki dalgalanmaların sonucunda oluşmaktadır. Merkez Bankası'nın ya da diğer herhangi bir otoritenin döviz kurunun değerine ilişkin bir taahhüdü ya da hedefi bugün hepinizin bildiği gibi bulunmamaktadır. Bu noktada başlangıcından itibaren dalgalı kur rejiminde riskin çok yüksek olduğu, döviz piyasalarında çok fazla oynaklık olacağı, bunun neticesinde ekonominin özellikle de dış ticaretin olumsuz etkileneceği ve bu rejimin ülkemizde uygulanamayacağı görüşünü taşıyanların göz ardı ettikleri iki noktanın altını çizmek istiyorum.

Bunlardan ilki ülkemiz benzeri sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde bizde geçmişte olduğu gibi sabit ya da öngörülebilir kur rejimleri uygulandığında, kur riskinin aslında ortadan kalkmadığı sadece bu riski kamunun ya da para otoritesi olarak merkez bankalarının üstlendiğidir. Bir bütün olarak bakıldığında, bu durum ekonominin görece olarak kırılgan bir yapıda olduğu ve hükümetlerin gevşek maliye politikalarıyla bu kırılganlığı daha da arttırdıkları ortamlarda, dalgalı kur rejimi altında her ekonomik birimin kendi riskini üstlenmesinden çok daha maliyetli de olabilmektedir, geçmişimiz bunun örnekleriyle doludur.

İkinci nokta ise türev piyasaların varlığının dış ticaret firmalarının dalgalı kur rejimi altında da döviz kurları sabitmişçesine davranabilmelerini sağlayabileceğidir. Diğer bir ifade ile dalgalı kur rejimi altında türev piyasalarının gelişimi ve yaygın kullanımı ile dış ticaretin seviyesi, sabit kur rejimi altında gerçekleşen seviyeden farklı olmayıp, döviz kuru riski dış ticaretin seviyesini etkileyebilecek bir unsur olmaktan çıkmaktadır. Burada bir parantez açıp bu piyasalar ülkemizde henüz kuruluş aşamasında olsa da uluslararası literatürde oldukça bahsedilen ve ilerleyen dönemlerde bizde de gündeme getirileceğini düşündüğüm bir noktaya da açıklık getirmek istiyorum. Türev

piyasalarda özellikle döviz piyasasında spekülâtif işlemlerin sıklıkla yapıldığından yola çıkılarak, bu piyasaların ekonomide riski ve oynaklığı arttırdığı öne sürülmektedir.

Oysa, türev piyasalar ekonomide yeni risk yaratmamakta, mevcut riskin yönetilmesini sağlamaktadırlar. Bu tür görüşlerin kaynağı spekülâtif amaçla yapılan işlemlere ilişkin yanlış algılamalardır. Özellikle döviz piyasalarında döviz kurunun seviyesi vadeli işlemler sonucunda değil spot piyasadaki işlemler sonucu belirlemektedir. Türev piyasalardaki her işlem gerek arz gerekse talep yönlü likidite düzeyini birebir etkilemediği için spot piyasalarda oluşan fiyatı da aynı ölçüde etkilememektedir. Bu durumda türev piyasalarda gözlenebilecek spekülâtif işlemlerin spot piyasaların üzerinde şiddetli etkisi olması beklenmemelidir. Kaldı ki daha önce birçok konuşmamda belirttiğim üzere, piyasalarda aslında iki türlü spekülâtöre rastlanmaktadır.

Bunlardan birincisi kötü spekülâtör olarak da adlandırabileceğimiz, fiyatlar yükseldiğinde daha da yükseleceğini düşünerek alım yapan, ya da fiyatlar düştüğünde daha da düşeceğini düşünerek satım yapan gruptur. Bizde daha ziyade bu grup vardır. Bu grup enflasyonla mücadelede de eski alışkanlıkları çerçevesinde varlıklarını döviz cinsinden tutmuş; dolayısıyla nasıl olsa TL bir gün değer kaybedecek düşüncesiyle pahalıdan döviz almaya devam etmiş, hiçbir şekilde risk yönetim aracı kullanmamış ve dalgalı kur rejiminde piyasa koşulları altında TL değer kazandığında ise, bu defa, istikrar programını ve uygulanan politikaları eleştirmiştir. Bu grup spekülâtörler oynaklığı bir miktar arttırmakla birlikte çoğunlukla zarar ettiklerinden piyasada çok uzun süre kalamamaktadırlar.

İkinci grup veya iyi olarak adlandırabileceğimiz spekülâtör ise, yaptığı öngörülerde piyasa yükseldiğinde satım piyasa düştüğünde ise alım yapar, bu grup davranışlarıyla değil oynaklığa yol açmak; piyasalardaki istikrara katkıda bulunur. Bu çerçevede herhangi bir piyasada iki türden de işlemciye rastlamak mümkündür. Etkin bir piyasada ise hem kötü spekülasyon yaparak sürekli kar elde etmek mümkün olmamakta, hem de piyasada oluşan fiyatlar ekonomik değişkenlerin işaret ettiği fiyatlara yaklaşmaktadır. Bunun sonucunda spekülasyon etkin bir piyasada oluşan fiyatı çok etkilememekte, tersine likiditenin artmasını sağlayarak piyasalara olumlu katkı yapabilmektedir. Dolayısıyla türev piyasalarda spekülasyon bir tehdit değil, likiditeyi artırması yoluyla spot piyasayı etkinleştirmesi açısından bir katkıdır.

Türev piyasalarla ilgili bir diğer önemli nokta ise, bu piyasaların ekonomik birimlerin geleceğe ilişkin beklentilerinin ölçülebilmesini ve fiyatlara yansımaları sağlayarak temel aldıkları spot piyasaların öngörülebilirliğini arttırmaları ve daha etkin çalışmasını da sağlamalarıdır. Nitekim türev piyasalarda oluşan fiyatlar aslında ileride spot piyasalarda oluşması beklenen fiyatlardır.

Neticesinde türev piyasalar bir taraftan spot piyasalarda aşırı oynaklığı azaltmaları, diğer taraftan ekonomik birimlere risk yönetimi fırsatı vermeleri ile ekonomik birimlerin nakit akışlarının ve risk ve oynaklık kaynaklı kazanç ya da kayıplarının öngörülebilir olmasına katkıda bulunurlar. Bu sayede özellikle şirketler sektöründeki bilanço dengesizliklerinden kaynaklanan kırılganlıklar azalır ve bir bütün olarak ekonominin şoklara karşı dayanıklılığı artar. Bu noktada yine dalgalı kur rejimi ile ilgili bir hususa daha değinmek istiyorum. Ülkemizde şirketler kesiminin bilançolarında döviz cinsinden varlık yükümlülük dengesizliklerine dikkat etmeleri gerekmektedir. Bunu her fırsatta söylüyoruz. Dalgalı kur rejimi altında geliri yabancı para gideri ulusal para veya geliri ulusal para gideri yabancı para cinsinden olan şirketlerin bilançolarındaki bu dengesizlikleri diğer bir değişle karşı karşıya oldukları kur riskini gidermeleri gerekmektedir. Bunu yapmanın yolu ise risk yönetimi ilkelerine dikkat etmek ve türev piyasası araçlarını kullanmaktır. Başka yolu yoktur.

Şirketler sektörü özellikle üretim yapan firmalar bilançolarındaki finansal risklerin azalması sayesinde üretime daha fazla kaynak ayırabilirler. Bu aynı zamanda firmanın rekabet gücünün artmasına önemli bir katkı demektir. Nitekim 2003 yılı itibarıyla yeniden dünyaya dönüyorum- dünyanın finansal olmayan en büyük 500 şirketinin % 92'sinin türev araçlar yoluyla riskten korunuyor olması bu araçların önemini daha da vurgulamaktadır. Ayrıca şunu da belirtmek isterim ki türev araçların faydaları bu araçları kullanan firmaların büyüklüğüne de bağlı değildir. Türev araçlar tüm firmalar için faydalı olup; bu araçları kullanıp kullanmama kararı çoğunlukla firmanın büyüklüğüne göre değil firmanın hedeflerine göre belirlenmektedir.

Türev piyasaların bilgi aktarma işlemleri ile ilgili bir noktaya da değinmek istiyorum. Türev piyasalar ekonomik birimlere geleceğe ilişkin beklentilerini fiyatlandırma imkanı sunmaktadırlar. Dolayısıyla türev piyasalar sayesinde bekleyişler ölçülebilir hale gelir ve fiyatlar yoluyla da gelecek hakkında daha fazla bilgi diğer ekonomik birimlerle paylaşılır. Bu yapı bir bütün olarak ekonomide daha etkin finansal piyasalar aracılığı ile kaynak aktarım mekanizmasının daha da etkinleşmesini sağlar. Kaynak aktarım mekanizmasının etkinleşmesine yaptıkları katkıların yanı sıra türev piyasaların gelişmesi finansal sektörün büyümesini sağlar. Neticesinde türev piyasalar hem dolaylı olarak kaynakların daha etkin dağılımına yardımcı olarak, hem de ayrı bir sektör olarak sağladıkları katma değer ile milli gelir ve istihdamın artmasına katkıda bulunurlar.

Türev piyasalar finansal aracılık sistemine ya da daha geniş ifadeyle finansal sisteme yeni yatırım aracı sunarlar. Bu ise hem yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmek amacıyla kullanabilecekleri araç sayısının artmasını, hem de bu sayede finansal piyasaların derinleşmesini sağlar. Ülkemiz açısından yatırım aracı çeşitliliğinin ne

ifade ettiğini değerlendirecek olursak, hiç şüphe yok ki türev piyasalarla birlikte gerek reel gerekse finansal sektör yatırımcıları risklerini dünya piyasaları paralelinde bir çeşitlilik içinde yönetebilecekler ve bu yapı ülkemizin dünya piyasaları ile bütünleşmesine katkıda bulunacaktır.

Yeterince gelişmiş derin ve etkin vadeli piyasaların varlığının doğrudan yabancı yatırımcılar üzerinde olumlu etkisi olduğunu pek çok çalışmanın belirttiğine de bu aşamada ayrıca dikkat çekmek istiyorum.

Değerli dinleyiciler, türev piyasaların ekonomiye fayda ettiği bu bahsettiğim yönlerin yanı sıra, finansal piyasaların tamamlayıcısı olarak para politikası ve dolayısıyla Merkez Bankası ile etkileşimi ayrı bir önem arz etmektedir. Bu ileri için çok büyük önem taşıyor. Bilindiği gibi finansal istikrarı sağlamak, fiyat istikrarını birincil amaç olarak belirlemiş bütün Merkez Bankaları'nın bu hedeflerine ulaşabilmeleri için gözetmeleri gereken en önemli unsurlardan bir tanesidir. Bu çerçevede piyasalardaki oynaklığın azalmasına sağladığı katkı ile finansal istikrarın sürekliliğini destekleyen türev piyasalar finansal istikrarın korunmasında Merkez Bankaları'na da destek vermektedir. Türev piyasaların para politikalarına ikinci katkısı ise gerek risk yönetimi gerekse bilgi sağlama işlevleri sayesinde para politikasının ekonomiyi yönlendirmede kullandığı aktarım mekanizmasını hızlandırmaları ve etkinleştirmeleridir. merkez bankaları öngördükleri amaç doğrultusunda uzun vadeyi hedeflemekte ve aldıkları kararlarla ekonomik değişkenlerin uzun vadedeki hareketlerini etkilemeye çalışmaktadırlar. Bu çerçevede bir merkez bankası için ekonomi ve geleceğe ilişkin mümkün olduğu kadar çok ve uzun vadeli bilgi sahibi olmak hayati önem taşımaktadır. İşte türev piyasalar geleceğe ilişkin sundukları bilgi aracılığı ile para politikasının kullandığı bilgi setinin genişlemesinde de çok önemli bir rol oynamaktadır. Burada dikkatinizi çekmek istediğim önemli bir nokta türev piyasaları bir taraftan Merkez bankalarının karar alması için gereken bilgi setinin genişlemesini sağlarken, diğer yandan ekonomik birimlere para politikasının ileride izleyeceği seyre ilişkin bilgi akışını kuvvetlendirdiği, dolayısıyla bizlere değil sizlere de ve para politikasının daha fazla öngörülebilir olmasına da katkıda bulunduğudur.

Değerli konuklar, sizlere ana unsurlarıyla vermeye çalıştığım para politikası ve türev piyasaların etkileşimi çerçevesinde şunu da çok net bir şekilde ifade etmeliyim ki ülkemizde de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının gelişmesinin para politikasına oldukça önemli ve çok yönlü katkıları olacaktır. Özellikle 2006 yılından sonra açık enflasyon hedefine geçişle birlikte Merkez Bankası'nın raporlarında ileriye yönelik niceliksel bilgiye daha çok yer verilebilmesinde VOB'da gerçekleşen işlemlerin büyük rolü olacaktır.

Konuşmamı bitirmeden önce, ülkemizde türev piyasalarla ilgili ileriye yönelik birkaç unsurdan da bahsedeceğim. VOB'nın faaliyete geçmesi ülkemizde risk yönetiminde yeni bir dönemin başlangıcı olacaktır. Önümüzdeki dönemde temel amaç, türev piyasaların tüm ekonomi için bir katalizör görevi grdği unutulmadan bu piyasaların işleyişine ilişkin her türlü düzenlemenin dikkatle yapılması olmalıdır. Bankaları ve şirketleri bu piyasada işlem yapmaya yöneltecek tedbirler mutlaka alınmalıdır. Diğer lke örneklerine türev piyasalarının işlem hacmi ve likidite artışı ile konunun anlatılması, piyasaların tanıtılması ve verilen eğitimler arasında aynı yönlü kuvvetli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Demek ki her alanda olduğu gibi burada da iletişim politikası çok önemli olacak. Malezya, Singapur, Hong Kong, Meksika Brezilya, şili ve Japonya gibi birçok ülkede türev piyasalarının gelişiminin ekonomik birimlerin türev araçları kullanarak daha etkin risk yönetimi yapabilmelerini sağlamaya yönelik eğitim programlarıyla hızlandığı saptanmış bulunmaktadır. Bu rnekler göz önüne alındığında yurtiçi kurumsal ve bireysel yatırımcıların eğitiminin türev piyasalarının henüz yeni tanındığı ülkemizde de çok büyük önem taşıdığı görülmektedir.

Biz Merkez Bankası olarak başından beri bu piyasaların gelişmesi için her türlü desteği vermekte olup bundan sonra da vermeye devam edeceğiz. Ancak bu noktada, sivil toplum örgütlerinin kendi üzerilerine düşeni yapmaları, mensuplarına vadeli işlemler ve opsiyon borsasını tanıtmaları ve gerekli eğitimi vermeleri son derece önemlidir.

Değerli katılımcılar, konuşmamı bitirirken Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası'nın faaliyete başlaması ve ülkemizde son yıllarda yaşanan olumlu ekonomik gelişmeler nedeniyle bugün son derece önemli bir adım atılmış olmasını yineliyor ve bunun yine ileriye yönelik diğer adımlara da vesile olmasını Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası adına diliyorum. Teşekkürlerimi sunuyorum.

Sunucu

Sayın Serdengeçti'ye verdiği değerli bilgiler ve ekibi ile gerçekleştirdiği başarılı çalışmalar için çok teşekkür ediyoruz.

Uzun çalışmaların ardından Türkiye'nin özel şirket statüsünde kurulan borsası olan Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası yarın faaliyete geçiyor. Gelişmiş ve etkin bir mali sisteme sahip ekonomilerde Vadeli işlem ve Opsiyon Sözleşmeleri gibi türev mali araçların işlem grdği piyasaların özel bir önemi var. Zira bu piyasalar

aracılığıyla hem etkin risk yönetimi mümkün hale gelmekte hem de geleceğe ilişkin referans fiyatlar oluşmaktadır. Şimdi bu konu ile ilgili bir panelimiz var sırada. Konu başlığımız Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda İşlem Görecek Sözleşmeler ve Risk Yönetimi.

Türkiye'nin özellikle iktisadi gelişiminin kalkınmasının yolu bilimsellik ve objektif bakıştan geçmektedir. Hiç şüphesiz bu noktada üniversitelerimiz ve bu çatı altında yapılan bilimsel akademik çalışmalar çok önemli yapıtaşlarıdır. Şimdi panel başkanı olarak bu çalışmaların duayenlerinden bu bayrağı taşıyan Türkiye'nin çok değerli akademisyenlerinden Prof. Dr. Sayın Erol ÇAKMAK'ı davet ediyorum. Diğer panelistlerimiz; SPK Daire Başkanı Cemal KÜÇÜKSÖZEN, Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürü Sayın Çiğdem KÖSE, Zorlu Holding CEO'su Cem KÖKSAL, Düdas Ünlü Genel Müdürü Kamil Attila KÖKSAL ve Stoxx Türkiye Sorumlusu Rozanna Grimaldi.

Prof. Dr. Erol ÇAKMAK (ODTÜ İktisat Bölümü Başkanı)

Efendim ben çok heyecanlıyım. Heyecanlı olmamın en büyük nedenlerin biri şimdiye kadar yazdıklarım çizdiklerim arasında hep piyasalar deyip durmuşum, sonunda yepyeni yarın açılacak olan piyasanın ilk panelinde oturma başkanlığı yapıyorum. Çok ağır bir görev altında hissediyorum kendimi. Serdengeçti bir parça makroya değindi ama bir mikrocu olarak mikrodan bahsedemeden geçemedi. Gene de makroekonomik istikrarın en önemli temellerinden birinin mikroekonomide olanlar olduğuna inananlardanam. Bir de bir gözlemimi söylemek isterim. Benim için önemli olan kaynakların mümkün olduğu kadar optimum dağılımsıdır. Bu dağılımda beklendiğimiz en önemli kaynak da beşeri sermayedir. Benim üniversite hayatımda gördüğüm, daha doğrusu 80 sonrası hatta 90'lardan sonra kriz döneminde gördüğüm, böyle pırl pırl beyinlerin elektrik, elektronik, endüstri, iktisat nerde olursa olsun, üniversitelere girip daha sonra MBA yapıp, sonra çok kısıtlı finans piyasalarına girip çok kısıtlı araçlarla yaşamalarıydı, bu beyinler çok daha iyi kullanılabiliirdi ama yarından sonra bu beyinlerin daha iyi kullanılacağını düşündüğümü belirtmek isterim. Bu nedenle çok uzatmadan ilk paneli başlatıyoruz.

VOB ve risk yönetimi arasındaki ilişkiyi tartışacağız. Bu ilk oturumda ve de çok kıymetli panelistlerimiz var. Burada görülen programda sırayla, ilk sunumları 15-20 dakika ile sınırlandırılım daha çok yeni olan bu piyasa yapısında soruların hayli

fazla olmasını bekliyorum. İlk sözü SPK Daire Başkanı Sayın Cemal KÜÇÜKSÖZEN'e veriyorum.

Cemal KÜÇÜKSÖZEN

(SPK Daire Başkanı)

Sayın başkanlar, değerli katılımcılar, değerli basın mensupları, herkese bu panele katıldığınız için teşekkür ediyor saygılarımı sunuyorum. Vadeli İşlemler Piyasaları ile ilgili olarak 10 yıldan daha uzun zamandır bu işlerle uğraşan bir kurum mensubu olarak nihayet yarın Vadeli İşlemler Borsası'nı açma aşamamıza gelmiş bulunmamız nedeniyle çok mutlu olduğumu belirtmek istiyorum.

Bildiğiniz gibi sermaye piyasaları ekonomiye iki temel şekilde kaynak sağlıyor. Birincisi spot piyasalarda menkul kıymetler piyasalarıyla ekonomiye uzun vadeli ve daha düşük maliyetle kaynak sağlıyor. Daha önceki konuşmalarda ekonomideki kıt kaynakları yani sermayenin en verimli alanlara tahsisi ile ilgili bir fonksiyon bu. İkinci fonksiyon ise piyasa mekanizmasının doğal bir sonucu olarak ekonomik değerde geleceğe ilişkin beklentilerin değişimlerin belirsizliğin yönetilmesini, diğer bir ifade ile risk yönetimini sağlayan vadeli işlemler piyasasıdır. Ben bunun teknik ayrıntıları üzerinde fazla durmayacağım. Çünkü üzerinde çok konuşuldu ama vadeli işlemler piyasalarını sermaye piyasaları açısından ülke ekonomisinde ortaya çıkan fiyat, kur, faiz oranı gibi çeşitli riskleri yönetmek açısından enstrümanlar ortaya koyduğunu ve bu riskleri yönetilebilir kıldığını ifade etmek istiyorum.

Peki vadeli işlemler piyasaları yeni bir kavram mı? Biraz önce Sayın Merkez Bankası Başkanı tarihçesine değindi. Aslında Türkiye açısından da yeni bir kavram değil, İMKB'de 2001'de dövizde dayalı işlemleri, 97'den itibaren de Altın Borsası'nda altına dayalı işlem sözleşmesini işleme açtık. Ancak, biraz önce de belirtildiği üzere ekonomideki yüksek enflasyondan kaynaklanan belirsizlik, ekonomik olarak bu enstrümanların işlem görme açısından kendilerinden beklenen büyüklüğe ulaşmasını engellemiştir. Özellikle 2001'den sonra ekonomik politikalarda sağlanan başarı diğer bir ifade ile ekonomik istikrar, siyasetteki istikrarı da beraberinde getirince, vadeli işlemler piyasalarının oluşumu açısından, temel gereklilik olan istikrar sağlanmıştır. Bu tabii bizim vadeli işlemler piyasasını geliştirmemizde önemli bir mihenk taşı olarak ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla, İMKB ve Altın Borsası'ndaki bundan önceki örnekler ekonomik istikrarsızlık nedeniyle pek başarılı olmamıştır. Biz SPK olarak, Vadeli İşlem Borsası'ndan bu anlamda ekonomik istikrarla beraber bu fonksiyonu

en iyi şekilde yerine getirebileceği beklentisi içindeyiz.

Birçok temel konu dışında aslında vadeli işlemler spot piyasalarla da benzerlikler arz etmektedir. Bütün yatırımcılar, kişiler ya da kurumlar vadeli işlem piyasasında yine bir aracı kurumun müşterisi olarak işlem yapabileceklerdir, işlemleri yine borsada gerçekleşecektir. Bu anlamda spot piyasalarla benzerlikler arz etmektedir. Ancak spot piyasalara göre çok temel farklılıklar söz konusudur. Bunlar açısından baktığımızda ilk önce spot piyasalarda alım satıma konu olan bir maldır, sermaye piyasası aracıdır, dövizdir, altındır veya kıymetli madendir. Vadeli işlem piyasasında ise sözleşmelerdir. Yani bir mala, menkul kıymete, sermaye piyasası aracına, döviz, faize dayalı bir işlem sözleşmeleridir. Peki vadeli işlem sözleşmeleri deyince ne anlıyoruz? Miktar, standart ve özellikteki malın sermaye piyasası aracının veya faiz oranının daha önceden belirlenmiş fiyatlarla alınıp satılmasına konu olan ve bu şekilde hak ve yükümlülük doğuran sözleşmelerdir. Bu sözleşmeler açısından yarın açacağımız vadeli işlem piyasaları yani futures'ları işleme konu edeceğiz. Opsiyon ise futures'taki gelişimle birlikte daha sonra gündeme gelecek.

Buna ilişkin hukuki düzenlemeye baktığımızda, vadeli işlemler sözleşmelerini düzenleyen temel düzenlemenin Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın kuruluş ve çalışma esasları hakkında yönetmelik olduğunu görüyoruz ve bunu da 2001 yılında Kurul'da yayınladık. Vadeli İşlemler Borsası'nda işlem görecektir sözleşmelerin spot piyasaya göre bir diğer farkı, biraz önce söylediğim gibi bir malı, bir menkul kıymeti veya sermaye piyasası aracını değil; buna dayalı olarak bir sözleşmeyi alıp satıyorsunuz. Dolayısıyla bir işlem değil, bir ilişkiden bahsediyorsunuz, çünkü sözleşmeyi alıp sattığınız gün ile sözleşmenin vadesi arasındaki süreç içerisinde yatırımcı olarak aracı kurumunuzla, aracı kurum olarak da takas kurumu ve borsayla sürekli bir ilişkisi var. Bu sözleşmeler hergün alım satıma konu olacağı için vadesindeki fiyat olan uzlaşma fiyatı hergün yeniden belirlenecektir. Bu şekilde sizin de bir yatırımınız olan teminatınız hergün güncellenecektir. Sözleşmenin bitimine kadar hergün bir ilişki söz konusudur. Oysa spot piyasada bir malı alırsanız veya satarsanız, burada ise sürekli bir ilişki söz konusudur. Bir diğer önemli farklılık, vadeli işlemler piyasasından marjin dediğimiz sözleşme tutarının belirli bir oranı, ki bizim yaptığımız son düzenlemelerle vadeli işlemler borsasında işlem görecektir sözleşmeler açısından %2-%12-14 aralığında değişmektedir, bu teminatla daha yüksek tutarda bir işleme taraf olabiliyorsunuz, pozisyon alabiliyorsunuz. Bu tabii bir kaldıraç etkisi yaratarak işlem hacimlerinde çok önemli büyüklüklerin ortaya çıkmasını, çok düşük miktarlarda fonlarla daha yüksek pozisyonlar alarak kar sağlmasına imkan tanıyor. Tabii buradan zararın da çıkabileceğini vurgulamakta

Fayda var. Zaten vadeli işlem piyasaları geleceğe ilişkin ekonomik değerde ortaya çıkabilecek düşüklüğü ifade eden riski yönetmek amacıyla olduğuna göre; her aldığınız spot piyasadaki pozisyonun tersini vadeli işlemler piyasasında aldığınızda, ortaya çıkacak zarara ilişkin riski yönetmiş olacaksınız.

Hazır vadeli işlemlerden bahsederken, aslında vadeli işlemler bizde hem futures hem de forward olarak kullanılıyor. Futures'ın forward'la benzer yönleri de var ancak farkları da var. Öncelikle bunun niteliği ve miktarı, forward'da iki tarafta işleme konu olan ya da sözleşmenin dayandırıldığı sermaye piyasası araçları taraflar tarafından benimseniyor. Oysa futures'da vadeli işlemler borsalarında işlem görecektir vadeli işlem sözleşmesinde ise sözleşmenin standart olması neyi sağlıyor? Birden fazla alıcı ve satıcının bu sözleşmeyi hergün alıp satması sonucu bir fiyat oluşumuna imkan veriyor. Piyasa mekanizmasının çok sayıda katılımcının arz veya talebinin ortaya çıkardığı bir fiyat ortaya çıkıyor ve bu fiyat geleceğe ilişkin o mala veya sermaye piyasası aracına ilişkin bir fiyat olarak ortaya çıkıyor. Bu fiyat da şeffaf olarak oluşuyor.

Mevcut durumda biliyorsunuz bankalarımızın kendi müşterilerine yaptığı özellikle dövizde dayalı forward sözleşmeleri var, ama buradaki fiyatlar sadece iki taraf arasında belirlenmektedir. Piyasayla belirlenen fiyatta olduğu gibi sağlıklı bir fiyat söz konusu değildir ve karşı taraf riski önemli bir şekilde garanti edilmemiştir. Oysa vadeli işlemler piyasalarında karşı taraf riskini bir şekilde teminatlarla ve garanti fonlarıyla ortadan kaldıran, en azı indiren bir mekanizma söz konusudur; dolayısıyla vadeli işlemler borsasının ve onun takas kurumunun vadeli işlemler piyasalarında sözleşmelerle ortaya çıkacak karşı taraf riskini ortadan kaldıran mekanizmaları oluşturduğunu ve bu mekanizmaları çalıştırdığını belirtmekte yarar var. Vadeli işlemler sözleşmeleri forward sözleşmelerinden bu nitelikleriyle farklı olmakla birlikte, bu sözleşmelerin fiyatlarının piyasa mekanizmaları çerçevesince çok sayıda katılımcıya belirlenmesi, şeffaf bir şekilde kamuya açıklanması, bu sözleşmelerin bir emtia borsasına değil de sermaye piyasalarındaki vadeli işlemler borsasında işlem görmesi sonucu doğurmaktadır.

Dünyada, vadeli işlem borsasında bunu türev ürünler olarak değerlendirirsek finansal araçlara, tarım ürünlerine, metallere, enerjiye dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin, bir de opsiyon sözleşmelerinin işlem gördüğünü görüyoruz. Sözleşmelerin hangisi daha yaygındır diye baktığımızda; sözleşme adedi ile vadeli işlem piyasasının ve opsiyon piyasalarının ya da türev piyasalar diyelim; türev piyasalarındaki işlem hacmi işlem gören sözleşme adedi ile belirleniyor. Ancak bu açıdan baktığımızda opsiyon sözleşmelerinin türev piyasalarda işlem gören sözleşme adedi anlamında %65'ini

oluşturduğunu, vadeli işlem sözleşmelerinde ise %35 olduğunu görüyoruz. Ancak burada yanıltıcı bir Kore etkisi var, ona da kısaca değineyim. Kore Borsası'nda Kore Borsası Menkul Kıymetler endeksine dayalı opsiyonel sözleşmeler miktar olarak çok fazla olmakla birlikte; örneğin Chicago borsasında işlem gören hisse senedi endeksine dayalı opsiyon sözleşmelerinin işlem sayısı olarak 25 katı; tutar olarak baktığımızda 500'de 1'i. Dolayısıyla Kore Borsası örneği türev piyasalarla işlem hacmini ölçmek anlamında işlem sayısı doğru mudur değil midir tartışmalarının yaşanmasına neden olmuştur. Aslında 2004'te Kore Borsası'nda işlem gören hisse senedine dayalı opsiyon sözleşmeleriyle ilgili miktarda bir düşüş olduğunu görüyoruz, bu da 2002-2003 yılları arasındaki işlemlerde manipülatif bir olay söz konusu mudur değil midir diye yapılan incelemelerden kaynaklanıyor. Dolayısıyla işlem sayısı göz önüne alınmakla beraber tutar olarak baktığımızda vadeli işlem sözleşmelerinin yani futures'ların, opsiyonların üç katı olduğunu görüyoruz. Kısa vadeli faiz oranlarına dayalı türev araçların, en çok işlem gören sözleşmeler olduğunu görüyoruz. Bu anlamda tüm dünyadaki türev sözleşmelerin yaklaşık %55'ini kısa vadeli, vadeli faiz oranlar futures'ların %20'sini yine faiz araçları opsiyon sözleşmeleri, diğerlerini ise hisse senedi endeksleri ile döviz enstrümanlarına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri olarak görüyoruz.

Bizim Türkiye'de vadeli işlem borsasında işlem görecektir sözleşmeler, esas itibarıyla Vadeli İşlem Borsası tarafından piyasanın geldiği düzey ve ihtiyaçlar dikkate alınarak hazırlanıp, Kurul tarafından onaylanmaktadır. Daha önceki konuşmalarda da belirtildiği üzere, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda tarım ürünlerine dayalı buğday ve pamuğa dayalı vadeli işlem sözleşmeleri de işlem görecektir. 91 ve 365 günlük devlet iç borçlanma senetlerine dayalı, faiz oranına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri de işlem görecektir. Amerikan \$ ve €/TL işlem sözleşmeleri işlem görecektir, bir de IMKB 30 endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri işlem görecektir.

Tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem sözleşmesini söylerken niye pamuk ve buğdayı söyledim? Birincisi, tarım politikasında Türkiye Cumhuriyeti'nde son yıllarda bir dönüşüm meydana gelmiştir. Tabii fiyat politikası yerine, piyasa mekanizmasıyla fiyatların belirlenmesi ve gerekirse üreticiye doğrudan gelir desteği mekanizması işletilmiştir. Buğday ve pamuk bu anlamda, spot piyasası fiyatlarının piyasa mekanizmasıyla olduğu çok sayıda tarafın oluşturduğu ve fiyatlarının söz konusu olduğu iki üründür. Bu anlamda bu ürünler Vadeli İşlem Sözleşmesi anlamında uygun ürünler olarak ortaya çıkmaktadır.

Dünyada baktığımızda, ABD borsalarının tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem sözleşmesinde çok ön plana çıktığını görüyoruz. Bu anlamda Chicago Board of

Trade'de mısır, soya fasulyesi ve şeker; Euronext'te, bir de Güney Afrika Borsası'nda mısır, buğday ve soya fasulyesinin olduğunu görüyoruz. Burayla ilgili bir şey daha söylemek istiyorum, vadeli işlem sözleşmesinde konu olacak sözleşmeler esas itibariyle spot piyasaları gelişmiş, biraz önce söylediğim fiyatların piyasa mekanizmasıyla, çok sayıda katılımcının arz ve talebiyle belirlenmiş ürünler olmalı. Bu anlamda son zamanlarda hükümetimiz tarafından düzenlemelere kavuşturulan ürün borsaları ve lisanslı depoculuk tarım ürünleri piyasalarında piyasa mekanizmasıyla fiyat belirleme işini etkinleştirdiği ölçüde daha önceki konuşmacıların da belirttiği gibi buğday ve pamuk dışında diğer tarım ürünlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde piyasamızda işleme konu olabilecektir.

Bir diğer sözleşme türü döviz \$/TL, €/TL üzerine sözleşmeler olacaktır. Bu anlamda finansal kuruluşların, reel sektörde ithalatçı ve ihracatçıların en fazla rağbet edeceğini düşündüğümüz bu sözleşmeler olup, aynı zamanda \$/€ arasındaki parite farklılıklarına karşı ortaya çıkacak riskleri de yönetme imkanları sağlayacaktır. Bu anlamda baktığımızda, futures sözleşmelerin futures'a dayalı türev sözleşmeler içinde %90'lık bir işlem hacmiyle önde olduğunu; yani dövizde dayalı türev araçlarda futures'ların vadeli işlem sözleşmelerinin opsiyonlara göre daha önemli miktarda ortaya çıktığını görüyoruz. Bunun da çok önemli bir kısmı da Chicago Mercantile Exchange'de gerçekleşiyor.

Biz \$/€ paritesinin 2004 yılında çok fazla dalgalanmasıyla, vadeli işleme dayalı türev araçlarının geliştiğini görüyoruz. İhracatçılarımızın, ithalatçılarımızın da döviz sözleşmelerine sağladığı imkanlarla hem \$/TL, hem €/TL, hem de \$/€ pariteleri anlamında ortaya çıkacak bağlantılarına bağlı gelir ve harcamalarına bağlı döviz cinsinden ortaya çıkacak riskleri yönetebileceklerini ümit ediyoruz.

Bir diğer husus faiz oranına bağlı vadeli işlem sözleşmesidir. Burada da en çok üzerinde durmak istediğim konu, son günlerde piyasamızda çok fazla gündeme gelen mortgage ile ilgilidir.

Dünyada baktığınızda, faiz oranına dayalı vadeli işlem sözleşmesinde en büyük oyuncuların ABD'deki mortgage sistemini finanse eden Freddie Mae adlı kuruluşlar olduğunu görüyoruz. Faiz oranında dayalı vadeli işlem sözleşmesinde biz, şu anda 91 ve 365 günlük sözleşmeleri dikkate aldık, bunlar üzerine vadeli işlem sözleşmesi Vadeli Opsiyon Borsası'nda işlem görecektir. Faiz oranları açısından gelecekteki çok uzun döneme ilişkin öngörülebilirliği sağladığı ölçüde, çok uzun vadeli kredilerin verilebilirliğini, dolayısıyla da mortgage sistemiyle ev sahibi olma imkanı açısından kredi imkanlarının artmasına katkı sağlayacağını düşünüyoruz. En önemli oyuncuların da dünyada mortgage sistemini finanse eden kuruluşlar olduğunu görüyoruz.

En son olarak, endeks sözleşmelerinden kısaca bahsedelim, ülkemizde İMKB 30 endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmesi işlem görecektir. Vadeli Opsiyon Borsası'ndan belki daha sonra İMKB 100'e dayalı vadeli işlem sözleşmesi de gündeme gelecektir. Burada, bu sözleşmeler esas itibarıyla kurumsal yatırımcılar açısından çok önemlidir. Portföylerinde hisse senedinden oluşan portföyler bulunduran yatırımcıların, bu portföyleri yönetirken bu şekilde aldıkları riskleri endekslere dayalı vadeli işlem sözleşmesi yoluyla yönetebilmelerine imkan sağlayan bir enstrüman olarak ortaya çıkmaktadır. Sözleşme büyüklüğü olarak alındığında, dünyadaki tüm türev sözleşmeler içerisinde vadeli işlem sözleşmesi anlamında endekslere dayalı vadeli işlem sözleşmesi tutar olarak %5'lik bir pay almaktadır. Biraz önce söylediğim gibi, Kore örneği endekse dayalı opsiyon sözleşmelerinde işlem adedi olarak önemli bir patlama göstermiş, bu da dikkat çekmiş.

Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde, dünyada en önemli borsa olarak Chicago, Euronext ve Eurexx'i görüyoruz. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde, sözleşme tutarı olarak baktığımız %68 payıyla Tokyo Borsası'nın da önemli bir paya sahip olduğunu görmekteyiz.

Bir diğer vurgulamak istediğim, genelde türev ürünler endekslere dayalı olarak geliştirilmektedir. Bunun tek farklı örneği ABD'de gelişmiştir. Tek tek hisse senedi vadeli işlem sözleşmesine de 2001 yılından itibaren ABD'de izin verilmiştir. Bu da bir hisse senedinde piyasaların manipüle edilmesi sonucunu doğuracağı endişesi nedeniyle uzun yıllar Amerika'da CBOT tarafından izin verilmemişti. Geçtiğimiz 2001'de izin verildi ve bu çerçevede One Chicago tarafından 120 hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmesi ve opsiyon sözleşmesi işlem görmektedir. Euronext'te 141 sözleşme bu anlamda işlem görmektedir. Bir de İtalya, Macaristan ve Hindistan gibi birçok ülkede de bu nitelikte, yani hisse senedinin kendisine dayalı vadeli işlem sözleşmesinin işlem gördüğünü ve özellikle Hindistan'daki işlem hacminin dikkat çekici olduğunu belirtmekte fayda var.

Ben daha fazla sözümü uzatmadan, birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi ülkemizde de vadeli işlemler sözleşmeleri ya da vadeli işlem piyasaların bir gereklilik olduğunu belirtmek istiyorum. Sayın Merkez Bankası Başkanı da belirtti; bunun ekonomik koşulları da oluşmuştur. Ekonomik aktörlerin ülke ekonomisindeki bütün fiyatlardan ortaya çıkan geleceğe ilişkin belirsizliklere dayalı riskleri yönetebilmeleri, bu piyasaların gelişmeleriyle alakalıdır. Vadeli Opsiyon Borsası'nın da çok kısa bir süre içerisinde işlem hacimleriyle İMKB'yi geçeceğini ümit ediyor, hepinize saygılar sunuyorum, teşekkür ediyorum.

Prof. Dr. Erol ÇAKMAK

Çok teşekkür ederiz Sayın Küçüksözen'e. Şimdi Çiğdem Köse, TCMB Piyasalar Genel Müdürü var. Bu çok yeni olarak öğrenilen bir konu olarak beliriyor, dolayısıyla panelistler arasında ufak tefek örtüşmeler olursa, tekrarda yarar vardır.

Çiğdem KÖSE

(Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürü)

Teşekkürler Sayın Başkan, değerli konuklar. Belirttiğiniz gibi yeni bir konu ve pek çok değineceğimiz nokta örtüşüyor. Benim de sunuşumda Cemal Bey'in anlattıklarıyla örtüşen pek çok konu var. O yüzden hızla onları geçip farklı noktalar üzerinde durmaya çalışacağım.

Vadeli işlem sözleşmelerinin ne olduğu üzerine konuşmamıza gerek kalmıyor herhalde.

"Neden kullanılır?" sorusuna şöyle kısaca başlıklar itibariyle değinecek olursak, bu sözleşmeleri alım satım amacıyla kullananların yanı sıra fiyat hareketlerinin ters etkilerinden yani riskten korunmak amacıyla da kullananlar olduğu gibi, spekülasyon ve arbitraj amacıyla da kullananlar olduğu görüyoruz.

Genelde vadeli işlem sözleşmelerini dört ana başlık altında toplamanın mümkün olduğu görülüyor. Bunlar swap, forward, futures ve opsiyon sözleşmeleri. Çok kısaca tarif etmek gerekirse, swap işlemleri farklı karaktere sahip gelecekteki iki nakit akımının değişimi işlemi olurken; forward sözleşmeler gelecekte teslim üzerine bir malın fiyatı ve tarihi üzerine anlaşılması; futures işlemleri bunların standartlaşmış kontratlar olarak bir borsada işlem gören türü; opsiyon işlemleri de bir varlığın belli bir süre içerisinde sabit bir fiyattan alma satma hakkı olarak tanımlanıyor.

Daha önce de belirtildiği gibi bu tür sözleşmeler organize borsalarda işlem görebildikleri gibi tezgahüstü piyasalarda da işlem görmektedir. Her iki işlem türünün kuşkusuz bir diğerine göre üstün olduğu veya eksik olduğu bir yön vardır. Fakat Cemal Bey'in vurguladığı bir noktaya ben de tekrar değinmek istiyorum. Forward sözleşmeler; iki taraf arasında karşılıklı anlaşarak yapılan sözleşmeler olduğu için devredilmesi zor olan, dolayısıyla kredi riski taşıyan, karşı taraf riski taşıyan sözleşmelerdir; oysa bu sözleşmeler organize bir borsada işlem gördükleri zaman borsa güvencesinde oldukları için, yatırımcısının, işlemcisinin kredi riskinden

minimum etkilenmesine neden olan sözleşmelerdir.

Bu işlem hacimlerinin dünyada nasıl olduğuna baktığımızda; aslında kredi riski söz konusu olmasına rağmen tezgahüstü piyasalardaki işlem hacimlerinin organize borsalara göre çok çok daha yüksek olduğunu görüyoruz. Fakat her iki piyasayı da karşılaştırsak, genel eğilim her iki piyasadaki işlem hacimlerinin gittikçe artmakta olduğunu gösteriyor. Ancak tezgahüstü piyasalardaki işlem hacminin artışı organize piyasaların bir miktar gerisinde kalıyor özellikle son yıllarda. Bu grafik üzerine ben biraz konuşmak istiyorum. Biz Merkez Bankası olarak, döviz piyasasında bankacılık sektörünün günlük işlem hacimlerini topluyoruz. Bu grafiği de oradan topladığımız veriler üzerinden ürettik. Burada vadeli işlemler olarak gördüğünüz bankaların, müşterilere yabancı kurumlar ve birbirleri ile gerçekleştirdikleri TL karşılığı forward ve swap işlemleri içeriyor. 93 yılında yıllık toplam işlem hacminin sadece %4,2'sini oluştururken 2004 yılında 8 kat artarak %20'ye çıkmış durumda. Ancak ne yazık ki şunu belirtiyim, bu işlemlerin karşı tarafları kim diye baktığımızda bunların bankaların müşterileri değil daha çok bankaların kendi arasında yaptığı işlemler ya da yabancı müşterilerinin yoğunlukta olduğunu görüyoruz ve swap işlemlerin bu işlemleri domine ettiğini görüyoruz. Bizde dediğim gibi; vadeli işlemler tutarlarımız artıyor olmasına rağmen halen uygulanan kur rejimimiz; dış ticaret hacmimiz ile karşılaştırıldığında oldukça -özellikle spot işlem hacmimizden ziyade vadeli işlem hacmimizin- düşük seviyelerde kaldığını görüyoruz. Bu sene için dış ticaret hacmimiz yıllık 160 milyar \$'ken, vadeli döviz işlem hacmimiz 138 milyar \$'dır. Oysa ki dünyada bunun nasıl olduğuna baktığımızda, vadeli döviz işlem hacminin, dış ticaret hacminin çok çok üzerinde bir yerde gerçekleştiğini görüyoruz.

Cemal Bey'in az önce belirttiği gibi yarın açılacak olan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nda işlem görecektir sözleşme türleri, emtia, faiz, döviz ve hisse senedine dayalı olacak. Ben özellikle bunların içinden iki tanesi üzerinde durmak istiyorum. Birincisi kur riskini yönetmeye yarayacak olan döviz sözleşmeleri, diğeri de faiz sözleşmesi.

Sabah Sayın Başkan'ın da konuşmasında belirttiği gibi 2001 sonrasında farklı bir kur rejiminde yaşıyoruz, dalgalı kur rejimi ve bu rejime geçtiğimizden beri nominal kurların seyrine baktarsak şayet üstteki mavi çizgi \$/TL kurunu alttaki de €/TL kurunu gösteriyor. Kurların oldukça hareketli bir seyir izlediğini görüyoruz. Yalnız, burada dikkat çekici ve üzerinde düşünmemiz gereken bir nokta var. Daha önceki kur rejimleri altında öngörülebilir mesela bir dönem biz enflasyon kadar devalüasyonun olduğu kur rejiminin böyle tanımladığı bir dönem de yaşadık. Türk Lirasının yavaş yavaş değer kaybetmesini gözlemledik, oysaki 2001'de yeni kur rejimine geçmemizle

TL'nin kimi zaman değer kaybettiği kimi zaman da değer kazandığını gözlüyoruz. Böyle olunca, kur riskini eskiden sadece yükümlülükleri açısından düşünen, yani sadece döviz cinsinden yükümlülüğe sahip olanlar için bir kur riski kavramı söz konusuyken artık döviz cinsinden varlık sahibi olanların ya da döviz cinsi alacakları olanların da bu riski ve bunun nasıl yönetileceğini düşünmeleri gerekiyor. Burada bankaların kur riskini nasıl yönettiğini görüyoruz. 2000 yılında oldukça büyük bir açık pozisyonuna sahip bankacılık sektörünü dalgalı kur rejimine geçtikten sonra kur riskinden kaçındığını görüyoruz. Bu grafikten oysa ki şirketler kesiminden pek de işlerin böyle olmadığı görölüyor. Şirketler kur rejiminde herhangi bir değışiklik olmamışcasına kur riski görüşlerini korumaya devam ediyorlar. Tabii bu sadece İMKB'de işlem gören şirketlerin döviz pozisyonları. Yine de bir fikir vermesi açısından önemli olduğunu düşünüyorum.

Faiz riski açısından bakarsak, alttaki mavi çizgi Merkez Bankası'nın kendi kısa vadeli döviz kotasyonunu gösteriyor, üstteki kırmızı çizgi de gösterge DİBS'in faiz oranındaki dalgalanmayı gösteriyor. Gördüğünüz gibi faiz dalgalanması aslında belki bizim geçmiş yıllarda yaşadığımız dönemlere göre çok daha az fakat yine de büyük bir dalgalanma var. Döviz forwardları dışında TL karşısında kullanılabilecek bir faiz sözleşmesi de yok. O yüzden de Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nda işlem görmeye başlayacak olan faiz kontratı bu anlamda da büyük bir önem arz ediyor. Özellikle spot piyasadaki devlet iç borçlanma senetleri hacmine baktığımız zaman burada oldukça büyük bir işlem hacmi artışı görüyoruz; bu da böyle bir kontrata aslında ne kadar fazla ihtiyaç duyduğumuzu gösteriyor.

Sonuç olarak ben şunları söyleyerek bitirmek istiyorum sözlerimi, dünyada çok yaygın olarak kullanılan vadeli işlem sözleşmeleri, ülkemizde ne yazık ki TL'ye dayalı olarak, TL'ye dayalı olarak diye özellikle belirtiyorum çünkü banka bilançolarınızdan baktığımız zaman finans kesiminin aslında yurtdışında değışik vadeli enstrümanlar kullanarak kendi risklerini yönetme yolunda büyük bir yol kat ettiğini görüyorsunuz fakat, Türk Lirasına dayalı olarak pek fazla enstrümanımız yok ve bu işlemler de pek fazla kullanılmıyor. Bunda kuşkusuz daha önce tartışılan geçmiş dönemlerdeki olumsuz makroekonomik koşulların etkisi çok büyük ancak yine az önce söylendiği gibi bu konudaki eğitimimizin ve kendimizi geliştirmemizin de bu piyasanın gelişmesine çok büyük katkısı olacak. Bu anlamda özellikle şirketler kesiminin sanki finansal kesiminden biraz daha fazla özen göstermesine gerek varmış gibi gözüküyor. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda işlem görecekt olan sözleşmelerin sözleşme büyüklükleri borsada işlem görüyor olması nedeniyle kredi riski konusunda getireceği rahatlama dikkate alındığında özellikle şirketler kesimi açısından da daha

rahat, böylece de vadeli işlemler piyasasına yeni bir derinlik getirecektir. Teşekkür ediyorum.

Prof. Dr. Erol ÇAKMAK

Teşekkür ederiz Çiğdem Hanım. Tam şirketler kesimi daha önde olmalı diyerek bitirdiniz, programda Zorlu Holding CEO'su Cem KÖKSAL var. Buyurun.

Cem KÖKSAL

(CEO - Zorlu Holding)

Teşekkür ediyorum, Sayın Başkan. Değerli konuklar öncelikle panele katılarak bizleri dinlediğiniz için sizlere teşekkür ediyorum. Bugün, ben şirketler kesiminin bir temsilcisi olarak, vadeli işlemler piyasası ve piyasaları biraz tartışmak istiyorum. Çok fazla vaktinizi almayacağım.

Hareket noktamız risk yönetimi. Öncelikli olarak risk yönetiminin şirketler açısından, reel kesim açısından neden önemli olduğunu biraz tartışmak istiyorum. Hepimizin bildiği gibi uluslararası rekabette çok hızlı bir artış var. Sık sık basının gündeminde dünya ticaretinin serbestleşmesi, uluslararası ticarette vergilerin azalması, kalkması, Çin ve Uzakdoğu'daki diğer ucuz maliyetli ülkelerin dünya ticaretinde egemen olmaya başlaması, yeni teknolojilerin kullanımı herkesi zorluyor. Net sonuç; ciddi anlamda daralan kar marjları. Kendi grubumuz şirketlerinde örneğin elektronik sektöründe net kar marjlarının %3-4'lerde ve tekstil sektöründe %4-5'lerde olduğunu söyleyebilirim. Bunun yanında birçok faktörden dolayı dünyada sermaye hareketlerinde çok hızlı bir büyüme olduğunu görüyoruz. Sermaye piyasalarının serbestleşmesi, ülkelerde sermaye hareketlerinin giriş çıkışlarının serbestleşmesi, birçok yeni yatırım aracının özellikle hedge fonların hacimlerinin büyümesi, yatırım olanaklarının artması, piyasalara giren ve çıkan sermaye miktarının ciddi anlamda büyümesine yol açıyor. Bu tabii küçük piyasalarda çok ciddi fiyat hareketlerine yol açabiliyor. Bizim ülkemizde de uluslararası piyasalarda da yüksek volatilité söz konusu. Geçtiğimiz yıl \$/€ paritesi yanılmıyorsa 1,15-1,35 arasında, TL/\$ 1,35-1,60 arasında dalgalandı, buradaki dalgalanma boyutu az önce bahsettiğim karlılıkla karşılaştırdığımızda çok ciddi boyutta, yani ters bir pozisyonda yakalanılması halinde firmaların karlılığını götürebilecek durumda. Bu tabii bir çok firmaya kısa orta

uzun vadede risk yaratıyor. Risk dediğimiz şey, ters bir fiyat hareketi oluştuğunda karşımıza çıkacak zarar, bu zarar eğer firmanın mali yapısına zarar verecek boyutta olursa tabii çok daha önemli hale geliyor.

Dolayısıyla riski yönetmemiz gerektiği ortaya çıkıyor. Riski nasıl yönetmemiz lazım? Öncelikle tabii, kendi sektörüm için konuşuyorum, riski iyi tanımlamak zorundayız. Hangi değişkenin değişimiyle karlılığımızda bilançomuzda hareketliliğin oluştuğunu iyi bilmemiz lazım. Bu konuda uzmanlardan destek almak en önemlisi; firmalar kendi altyapılarını hazırlayana kadar. Riski ölçtükten sonraki faktör de riskin zamanlaması. Örneğin tekstil sektöründe yurtdışına ABD’de bir yıllık satış sözleşmeleri yapıyoruz. Bu bağlantılarda belli bir fiyat garantisi oluşuyor, bu bağlantıyı yaptığımız andan itibaren girdi maliyetlerimiz bizim için çok önem kazanıyor ve o noktada bir risk yönetimi ihtiyacı doğuyor. Fakat, bağlantıyı yapmadan gidip pamuk fiyatını ya da \$/TL fiyatını sabitlemek esasında riski kapatmak değil tam tersi pozisyon almak anlamına geliyor. Dolayısıyla riskin oluşma zamanının bilinmesi de riskin kendisi kadar önemli bence.

Bir diğer önemli konu, maliyet getiri analizinin çok iyi yapılmış olması lazım. Biliyorsunuz, teorik olarak tüm riskleri sıfırlamak mümkün, hiç risk almadan iş yapabiliriz. Çok meşhur bir deyiş var “No risk no return” yani risk olmadan getiri de yok, dolayısıyla ne kadar risk alabileceğimizi iyi ölçmemiz ve ona göre bir risk yönetim politikası oluşturmamız lazım.

Bir de işin sonraki takibi için çok iyi kadrolar oluşturmak zorundayız, hem şirketlerimiz bünyesinde hem de aracı kurumlar bünyesinde.

Risk yönetiminde kullanabileceğimiz araçlar çok çeşitli, birinci sırada firmanın kendi olanakları dediğim aslında birçoğumuzun yaptığı şey. Girdi ve çıktı yani gelir ve giderlerimizin kur yapılarını dengelemeye çalışmak, mümkünse fiyatlama yapılırken bir takım risklerin müşterilere aktarılmasına çalışmak. Bu tabii en kolay ve en doğru risk metodu. Ama tabii biliyoruz ki gerçek hayatta bunları birebir uygulamak mümkün olmuyor, ama en azından aklımızın bir köşesinde bu olmalı ve buna çalışmalıyız.

İkinci aracımız bankacılık sistemi. Birçoğumuz bunu yıllardır kullanıyoruz, biz de kendi grubumuzda sık sık yer veriyoruz. Az önce birçoğu anlatıldı bunların. Burada karşımıza çıkan çeşitli faktörler var. Birincisi kredi limiti, her firmanın her bankada bu işlemleri yapacak kadar kredi limiti olmayabilir, dolayısıyla firmanın elini biraz bağlayabilir. İkinci konu seçtiğiniz ürüne göre değişen bir fiyat derinliği problemi var. Fiyatlamalar çok standart olmayabilir ve oluşan fiyatın şeffaflığı da çok olmayabilir

ürüne bağılı olarak. Bir de çıkış noktasındaki o esneklik her zaman sağlanamayabilir, bankacılık sisteminde yaptığınız risk yönetimi sözleşmelerinde. Bunun bir büyük avantajı var, tam ihtiyaca yönelik ingilizcede “tailor made” denen ürünleri iletmek mümkün. Riskin oluşacağı güne nakit akımlarınızı tam denk getirmek şeklinde miktarını gününü sizin ayarlayabileceğiniz ürünler elde etmeniz mümkün oluyor. Bunun yanında tabii organize borsalar var. Bize ne katıyor? Derin piyasa sayesinde şeffaf bir fiyatlama daha geniş bir kesimin ulaşabileceği bir piyasa, kredi riski sorunu çözüldüğü için. Bu ürünleri risk yönetimi için kullanırken çok dikkat etmek lazım, standart ürünler olduğu için ihtiyaçları birebir karşılayan, nakit akımlarınızı birebir ölçüştüren ürünler olmuyor. Bunları iyi ölçüp tartmak, danışmanlarla iyi bir strateji geliştirmek çok önemli.

Bir diğer çok önemli konu ve bankacılık sistemiyle yapılan sözleşmelerden temel farklarından biri başlama ve tamamlama marjı konusu var. Bu tabii firmanın risk yönetimi kontratları yapmaya başladığı andan itibaren nakit akımı ya da yönetimi ihtiyacı doğuruyor, bütün bu risk yönetimi genel çerçevesi içinde vadeli işlemler borsası nereye oturuyor diye düşündüğümüzde en büyük ihtiyacımız TL ve buna bağılı ürünlerde organize borsaların olmasıydı, bu piyasa bu ihtiyacı kapatıyor. Bankacılık sisteminde kullandığımız hedging ürünlere çok ciddi bir alternatif olarak ortaya çıkıyor. Özellikle risk yönetimi maliyetlerinde ciddi anlamda düşüş sağlamasını bekliyoruz.

En önemli konulardan biri piyasanın derinliği. Risk yönetimi amacıyla bu piyasaları kullanacak olanlar açısından derin piyasalarda hareket etmek önemli yoksa başka risklere maruz kalma riski var. Bizim ciddi beklentilerimiz var piyasaya yönelik. Zorlu Grubu olarak bu ürünleri mevcut kontratları dahi birçok yerde kullanabileceğimizi öngörüyoruz. Az önce bahsettiğim tekstil grubunda pamuk maliyetinin, satış kontratı bağlandıktan sonra sabitlenmesi, yine kur riskinin sabitlenmesi TL maliyetlerimizi yönetmek açısından önemli. Bir diğer tekstil firmamızda yurtiçi TL maliyetle satın almalarımız var, sırf ihracat gelirlerimiz var, bunları yine yönetmek şansımız olacak. Bir de faiz kontratlarıyla da biraz daha ileriye taşıyabileceğimiz faiz risklerini yönetme fırsatımız olacak. Son derece heyecanlıyız inşallah ülkeye ve ekonomiye hayırlı bir adım olacaktır diye bekliyorum. Teşekkür ederim.

Prof. Dr. Erol ÇAKMAK

Cem KÖKSAL'a teşekkür ediyoruz. Şimdi Cem Köksal'ın konuşmasında çok

vurguladığı bir konu vardı, kendisi alıcı tarafı olarak konuştu, çok iyi danışmanlar kullanmamız gerekiyor dedi. Şimdi o hizmeti verecek kurumlardan biri karşımızda, Dundas Ünlü'den Atilla KÖKSAL.

Atilla KÖKSAL

(Dundas Ünlü Genel Müdürü)

Teşekkürler. Sayın başkan, değerli konuklar yemek öncesi son konuşmacı olmak biraz zor. Kısaca sizleri fazla sıkmadan finansal vadeli işlem sözleşmelerinin pratik uygulamalarından bahsetmek istiyorum. Öncelikle belirtmek istiyorum ki, 1995 yılından beri VOBAS'ı çok yakından takip eden biri olarak ve aynı zamanda VOBAS'ın Yönetim Kurulu üyesi olarak böyle bir günde konuşmaktan gurur duyuyorum. Başkan Bey iyi bir danışman dedi ama bundan tam 10 yıl önce İzmir Ticaret Borsası'na Vadeli İşlemler Borsası kurulması konusunda danışmanlık yapıyordum, 10 yıl geçtiğine göre pek de iyi bir danışman olmadığım sonucu da çıkabilir diye düşündüm. O dönemde borsanın arşivlerini incelerken 1989 yılından kalma bir gazete küpürü elime geçti. Yanılmıyorsa Dünya Gazetesi idi. O dönemin İzmir Ticaret Borsası Başkanı finans sektörüne bir müjde veriyordu gelecek yıl vadeli işlemlere başlıyoruz diye. 1995'te de hedef 1-2 yıl içinde vadeli işlemleri başlatmaktı ve bu konuda çok yoğun çalışmalar yapıldı. 1989-1995 ve 2005, nihayet yarın açılışını yapıyoruz ve Türkiye için önemli bir gün olacak.

VOBAS'ın kuruluşunda birçok kişinin, kuruluşun emeği var. İzmir Ticaret Borsası, Sermaye Piyasası Kurulu, İzmir Ticaret Odası, Odalar Birliği, İMKB, Takasbank, Aracı Kuruluşlar Birliği, Merkez Bankası, Hazine, Maliye, ilk başta 96 senelerinde kaynağı sağlayan Vakıfbank ve tabii ki VOBAS'ın çalışanları. Ancak bugün bu borsanın İzmir'de açılması bence iki kişinin on yılı aşkın bir süredir verdiği emeğin bir sonucu. Eski İzmir Ticaret Odası Başkanı Sayın Hasan ÖZMEN ve şimdiki İzmir Ticaret Odası Başkanı ve Yönetim Kurulu Başkanımız Sayın Tuğrul YEMİŞÇİ, 10 yılı aşkın süredir gerçekten büyük mücadele vermişler ve borsanın Türk finans sektörüne kazandırılmasında büyük rol oynamışlardır.

Sayın Serdengeçti'nin de belirttiği gibi VOBAS mükemmel bir zamanlama ile açılıyor. Benim jenerasyonumdaki arkadaşlar hiçbirimiz böyle bir ortam görmedik politik istikrarın olduğu, piyasanın istikrarlı olduğu bir ortamı ilk kez yaşıyoruz. Belki bir 10-15 sene gecikti ama bu bence VOBAS'ın güçlenerek hazırlanmasına vesile oldu ve piyasaların da stabil olduğu böyle bir dönemde açılması büyük bir şans diye

düşünüyorum.

Peki piyasalarımız VOBAS'a hazır mı, bizim sektörümüz VOBAS'a hazır mı? Sermaye piyasamıza, para piyasamıza baktığımız zaman, vergisel açıdan olan kazanımlara baktığımız zaman, gene hem VOBAS tarafında olsun hem kullanıcılar araçlar tarafında olsun, eleman açısından baktığımız zaman kesinlikle sektörümüz VOBAS'a hazırdır; VOBAS da sektörün ihtiyaçlarını yerine getirmeye hazırdır. Dolayısıyla hiçbir eksiğimiz yoktur, tek ihtiyacımız katılımın yüksek olması ve likiditenin yüksek olmasıdır. Sanırım bu konuda da hiçbir sıkıntı yaşamayacağız. Zaten bankacılık sektöründeki arkadaşlarımız biliyorlar biz yaklaşık 20 yıldır vadeli işlemleri yapıyoruz. Öncelikle, forward swap işlemleriyle başladık. Sayın Köse demin bahsetti neredeyse %20'ye çıkmış forward işlemler. Son zamanlarda opsiyon işlemlerinin de çok önem kazandığını görüyoruz, hatta birçok banka mevduat müşterilerine opsiyon bağlantılı ürünler pazarlamaya başladı. Bu artık gündelik hayata da opsiyonlar girdi, döviz TL bağlantılı birçok ürün bankalarımız tarafından müşterilere pazarlanıyor. Hisse senedi tarafında ise biz aracı kurumlara, son zamanlarda çok büyük opsiyon işlemlerine aracılık etmeye başladık. Özellikle İMKB 30 hisselerinde şirket ortaklarının hisse satışlarına kolaylık getirmek için, piyasayı fazla etkilemeden ya da likiditenin olmadığı zamanlarda büyük blokları elden çıkarabilmek için yabancı kurumlarla yabancı fonlarla karşılıklı çok büyük opsiyon işlemleri başladı. Call opsiyonları, put opsiyonları, caller dediğimiz çift taraflı opsiyonlar 100 milyon, 200 milyon \$ seviyelerinde ve 1-2 yıl vadeye kadar işlemler yapılıyor tezgahüstü piyasada birebir anlaşmalı olarak. Bunlar, 2-3 sene öncesinde tahayyül edemeyeceğiniz işlemler; fakat bugün bunların alıcısı var.

Kimler burada işlem yapacak? Buranın oyuncuları belli; bankalar, aracı kurumlar, şirketler kendi bilançolarındaki riskleri hedge etmek için, şirket ortakları hisse senedi risklerini bertaraf etmek için kullanabilirler. Yatırım fonları, çok büyük bir oyuncu olabileceğine inandığım hedge fonları, hedge fonlarının toplam değeri 1 trilyon \$'ı aştı, bu kaldıraç kullanılmadan oluşan değer, kaldıraç kullanıldığı zaman çok daha yüksek değerlere ulaşıyor ve geçen hafta okudum New York borsasının işlem hacminin %20'sini artık hedge fonlar yapıyor. Onların bizim piyasamıza da ilgi göstereceklerini düşünüyorum, bu gözünüzü korkutmasın. Bireysel yatırımcılar ve spekülâtörler de var.

Neler yapacak buradaki yatırımcılar, bundan da bahsedildiği için hızlı geçiyorum. Korunma amaçlı, yatırım amaçlı ve arbitraj spekülasyon amaçlı olacak. Hangi riskleri biz burada alabileceğiz veya önleyebileceğiz. Alabileceğimiz riskler kur riski, faiz riski, hisse senedi riski; önleyebileceğimiz riskler ise bunların hepsi

likidite riski, karşı taraf riski ve operasyonel riskler. Demin tezgah üstü piyasalardan bahsettim, büyük bir opsiyon işlemi yaptığımızda sonuçta büyük bir karşı taraf riski alıyoruz, bunu bir kurumla yapıyoruz. Bu bize bir karşı taraf riski getiriyor. Borsada ise bunu takas merkeziyle neredeyse tamamen bertaraf ediyoruz. Likidite riski tezgahüstü işlemde dönüp bu pozisyonu tersine çevirmeniz bu pozisyonlardan kurtulmanız çok zor, bazen mümkün de olamıyor. Operasyonel riskler alıyorsunuz. Tezgahüstü işlemler yaptığınızda, birebir sözleşme yapıyorsunuz ve o sözleşmeden doğan bir takım sıkıntılarla karşılaşabilirsiniz veya hiç aklınıza gelmeyen ciddi bir riskle de karşı karşıya kalabilirsiniz dolayısıyla yarın bu risklerden kurtulmak için elimize çok iyi bir enstrüman geçiyor. Yatırım ve spekülasyon amaçlı işlemlerden çok fazla bahsetmeyeceğim bu piyasalardaki gelişmelerden faydalanmak amacıyla uzun veya kısa pozisyonlar oluşturmak.

Hisse senedi yatırımcıları için endeks nötr pozisyonlar yaratmak. Bugüne kadar böyle bir imkanımız yoktu. Bir takım hisselerle yatırım yaptığımızı varsayalım ve bu hisselerle uzun vadeli inandığımızı varsayalım ki; zaten böyle bir durum yoksa hisse senedine yatırım yapmamak lazım; ama hisse senedi piyasasının fazla yükseldiğini düşündüğümüz dönemlerde, hisse senedi piyasası riskinden kurtulmak istediğimizde hisse senedi satmadan burada endeks kontratını açığa satarak hisse senedi nötr pozisyonlar yaratmak mümkün olacaktır. Bugüne kadar bizim elimizde böyle bir imkan yoktu. Keza yatırım fonları için de kullanılabilir bir ürün, gerçi Sermaye Piyasası Kurulu'nun son performans tebliğlerinde bir takım kısıtlamalar geldi ama yine de yatırım fonları da bundan bir miktar yararlanabilir.

Vergiden korunma amaçlı işlemlerde kullanabiliriz. Çünkü bugüne kadar ne yapıyorduk? Bir hisse senedi alıp 3 ay bekliyorduk ki vergi süremiz dolsun, fakat bazen 2. ayın sonunda büyük bir kar elde ettiğimizde piyasadaki korkup karı realize edip vergi ile karşı karşıya kalma durumumuz oluyordu. Eğer hisse senedi piyasasından korkuyorsan ve karı realize edip vergiyle muhatap olmak istemiyorsan biraz önce bahsettiğim endeks nötr bir pozisyon yaratabiliriz. Endeksi açığa satarız, eğer borsa düşerse oradan kar yazarız, öbür tarafta ettiğimiz zararı bir miktar dengeleriz, vergi yönetimi açısından da elimize ciddi bir imkan geçmiş oluyor.

Arbitraj işlemleri malum, spot piyasayla vadeli piyasa fiyatları arasında oluşan kısa süreli farklılıklarda kar elde etme amacına yönelik işlemlerdir. Burada da hem hisse senedi piyasasında hem döviz piyasasında arbitraj yapma imkanı olacağını düşünüyorum.

Hisse senedi endeks işlemleri gerçekten piyasamızın çok ilgi göstermesi gereken bir ürün diye düşünüyorum ve likiditenin burada oldukça yüksek olacağını tahmin

ediyorum. Çünkü pozisyon açma oldukça kolay, hem long hem short. Bugüne kadar hisse senetlerini açığa satamıyorduk, şimdi bu borsada açığa satma imkanı geliyor. Pozisyon almak da çok kolay. Marj sistemi sayesinde düşük sermaye bağlayarak kaldıraçla daha yüksek getiri elde etme, tabii bu daha yüksek zarar elde etmeyi de beraberinde getiriyor ama en azından bu bir imkandır.

Faiz tarafında, ki burada hacimlerin çok daha yüksek olacağını düşünüyorum, gene faiz oranındaki değişikliklerden yararlanma amaçlı işlemler yapacağız. Eskiden faizin düşeceğini bekliyorsak gidip hazine bonosu alıyorduk, ki faiz düştüğünde hazine bonosunun fiyatının yükselmesinden faydalanalım diye fakat faizlerdeki yükselme durumunda fazla birşey yoktu bireysel yatırımcılar olarak, o da geliyor. Yine verim eğrisi üzerindeki oynamalardan yararlanabileceğimiz enstrümanlar geliyor. Bir 90 günlük kontratlar var, bir de 365 günlük kontratlar var. Eğer faizin verim eğrisi üzerinde bir hareket bekliyorsak, örneğin verim eğrisinin yükselmesini bekliyorsak bundan yararlanmak da artık burada mümkün hem de hiçbir hazine bonosu riski almadan. Eğer verim eğrisinde bir artış bekliyorsanız, uzun vadeli faizlerde artış bekliyorsanız, ne yapıyorsunuz? 91 günlük kısa vadeli sözleşmeyi alıyorsunuz, 365 günlük uzun vadeli sözleşmeyi satıyorsunuz. Verim eğrisi dikleştiğinde uzun vadeli bononun fiyatı düşüyor kısa vadeli bononun fiyatı ya artıyor ya da sabit kalıyor ve bir gelir elde ediyorsunuz. Bunu eskiden yapacak enstrümanımız yoktu, bu da geliyor.

Özetle, yarından itibaren hem dövizde, hem endekslerde, hem de faizlerde yeni enstrümanlar geliyor ve bunlar daha önce elimizde olmayan süratle kullanabileceğimiz imkanlar.

Bizim piyasa olarak VOBAS'tan beklentilerimiz, VOBAS'ın bireysel değil profesyonel yatırımcıların ihtiyaçlarına cevap verecek şekilde geliştirilmesi. VOBAS'ı biz küçük yatırımcıların gelip işlem yapacağı bir yer olarak dizayn eder veya böyle bir yer olması için geliştirmeye çalışırsak büyük bir hata yaparız. Burada küçük yatırımcıya aslında fazla yer yok biliyorsunuz, yurtdışında ya da vadeli işlem veya opsiyon piyasalarında işlem yapmak için sofistike yatırımcı statüsüne geçmeniz lazım, herhangi bir bireysel yatırımcı bir aracı kurumda hesap açarak vadeli işlem veya opsiyon işlemi yapamaz. Önce bir mülakat prosesinden geçer bu konuları biliyor mu, riskler hakkında bilgisi var mı, bunun sonucunda aracı kurumu ikna ederse ancak işlem yapabilir. Dolayısıyla, aracı kuruluşlar olarak bizim de bu ürünleri müşterilerimize pazarlarken çok önem vermemiz gereken bir konu.

Gene VOBAS'ın Türkiye ve yurtdışında planlı ve sürekli bir şekilde tanıtılması bir diğer beklentimiz. Bu tip borsaların pazarlanması çok önemli. Bugün Chicago ve

New York'taki borsaların tümünün büyük pazarlama bölümleri var, ürün geliştirme bölümleri var; bu bölümde de sürekli piyasa ihtiyaçları doğrultusunda yeni ürünlerin devreye girmesi. Bu arada yine opsiyon piyasasının da planlı bir şekilde piyasaya sokulmasını bekliyoruz. Burada da olmazsa olmaz bir faktör ödünç piyasası, ödünç piyasası olmadan opsiyon piyasası olmaz. Orada da VOBAS'ın bu konuda gerekli rolleri üstlenmesi gerekiyor.

Vergi konusunda çok büyük kazanımlar oldu. Biliyorsunuz iki senelik bir vergi muafiyeti verildi, bu başlangıç için çok önemli. Fakat vergi ve muhasebe standartlarının uzun vadeli bir perspektifle netleştirilmesi gerekiyor diye düşünüyorum. Yoksa bizim yatırım fonlarında yaşadığımız her yıl yenilenen bir vergi statüsü ile karşılaşmamak lazım ki buraya uzun vadeli yatırım yapacak yabancı yatırımcılar, yabancı aracı kuruluşlar önlerini görsünler.

Ve son olarak uzun vadede takas merkezinin tüm işlemlere kayıtsız şartsız taraf olmasının sağlanması. Bugün biliyorsunuz, takas merkezi, garanti fonu ve üyelerin verdiği teminatlar ile işlemlere başlıyor. Bence bu oldukça sağlam, kısa vadede sorun yaratacak bir durum değil, fakat tüm gelişmiş borsalarda takas merkezi sermaye olarak çok güçlü ve takas üyeleri sermayeleri ile çok güçlü. Bu orta vadeli bir temennidir kısa vadede buna ihtiyacımız yok. Borsa'nın hayırlı olmasını diliyorum.

Rosanna Grimaldi

(Stoxx Türkiye Temsilcisi)

Bu heyecan verici etkinliğe beni de davet ettiğiniz için teşekkür ediyorum. Öncelikle sizlere Türkçe hitap edemediğim için hepinizden af diliyorum. Bir sonraki konuşmamda bunu yapacağıma söz veriyorum fakat bu zaman alacaktır. Bundan sonra evde olacağım ve çalışmayacağım fakat Türkçe'yi öğrenmek için çaba göstereceğim.

Öncelikle kendimi sizlere tanıtmak, neden burada olduğumu ve işimi açıklamak istiyorum. Uzunca bir süredir beni tanıyan fakat ne iş yaptığımı hala bilmeyenler var. Bunu açıklamanın zorunlu olduğunu hissediyorum. Stoxx ve Dow Jones'un Büyük Güney Avrupa ve Kuzey Afrika bölgesinden sorumlu kişiyim. Stoxx ve Dow Jones endeks sağlayıcılarıdır, bizler bir banka değiliz, bir borsa değiliz, bir analiz ajansı değiliz, sadece endeksleri hesaplarız. Burada bir endeks sağlayıcısının olması önem taşımaktadır, endeks tabanı türevsel ürünlerdir. Sağlıklı bir türev piyasasına sahip

değilseniz bir indeks üzerinden işlem yapamazsınız ve kullanamazsınız.

Stoxx, Dow Jones Endekslerinin Avrupa'daki kuruluşudur. Dow Jones, dünyanın en ünlü endekslerinden biri olan Dow Jones Endüstriyel ortalama endeksi ile çok iyi bilinen bir şirkettir fakat yalnızca endeksleme yapmamaktadır. Bölgesel, yerel ve sektörel endeksleri çıkartmaktadır. Bir zamanlar Avrupa Borsası ile ilişki kurmak ve Avrupa para biriminin sunduğu fırsatlardan yararlanmak açısından iyi bir fırsat olduğunu düşünerek halihazırda fiilen Avrupa'nın en başarılı Endeksi olan Alman ve İsviçre Borsası ile bu ortak girişimi oluşturmuşlardır.

Bunu çabuk geçeceğiz. Ailenin tamamı dünyanın her yayına yayılmış bulunmaktadır. Küresel, bölgesel ve sektörel endeksler.

Burada elimde olan şey, Avrupa'daki hisse senedi endeksleri üzerinde yapılmış bir araştırmadır ve bu konuşmanın teknik olmayacağını ve pazarlama konularını ele alacağın sizlere belirtmek istiyorum. Bir kaç yıl önce "logosuz moda" diye tabir edilen bir moda vardı. Logolar, markalar yanıltıcı olmakla ve insanları gerçekten istemedikleri malları almaya itmekle suçlanıyordu. Bu türden bir politika belki moda için doğru olabilir. Pahalı bir kıyafet veya diğer bir kıyafet giydiğinizde bunun pek bir önemi yoktur fakat insanların kişisel olarak risk üstlendiği türevler gibi önemli şeylere gelindiğinde bu durum farklıdır. Çok şık olmayan kıyafetler giymenizde bir sorun yoktur zira yalnızca şık görünmemiş olacaksınız; bilmediğiniz ve anlamadığınız bir şeye para yatırırsanız ve elinizde hiç bir garanti yoksa gerçekten risk alıyorsunuz demektir. Bu nedenle bu logosuzluk politikasının uygulanamayacağını ve bu sebeple Turktext tarafından türevlerin ihraç edilmiş olduğunu düşünmekteyim. Bu şirket, garantili ürünleri ihraç eden resmi bir şirkettir. Türev ihraç etmek için mevzuatlar açısından yapılması gereken pak çok iş vardır. Logoyu tanıdıktan sonra, Turkdex, CBOT veya Dow Jones türevlerini tanıdıktan sonra arka planda yapılan çalışmayı hepimiz bilirsiniz ve endeksler söz konusu olduğu sürece bir türevin nasıl oluşturulduğunu bilirsiniz. Türevler ve endeksler gerçekten birbirleri ile yakın bir ilişkiye sahiptirler ve biri diğerinin aynasıdır. Endekslerin yapısını bilerseniz türevlerin yapısını da bilirsiniz.

Bu araştırmanın ortaya koyduğu önemli bir bulgu bulunmaktadır: ülkesel ve bölgesel endekslerle karşılaştırıldığında yakın gelecekte küresel endekslerin çok daha büyük bir önem kazanacağını düşünen insanlar bulunmaktadır. Bu araştırma 2 yıl önce yapılmıştır. 2 yıllık süre zarfında bu tahminin tamamen sahipsiz kaldığını size söyleyebilirim. Evet küresel endekslerin önemi artmaktadır ve piyasa tarafından giderek daha fazla kabul görmektedir fakat ülke endekslerinin halen önemli bir konumu bulunmaktadır zira ulusal ülke endeksleri uluslararası bir standarda kavuşmak

istemektedir. Bu nedenle küresel endekslerin ve küresel türevlerin mevcudiyeti ulusal ülkelerde de bir değişime ön ayak olmuştur. Bizzat kendim türev sistemlerini değiştirmek ve ayrıca borsa sistemlerini değiştirmek isteyen ve küresel ölçekte kabul edilebilecek bir standarda ulaşmak isteyen ülkelerden gittikçe daha fazla soru ve talep almaktayım. Bu nedenle bu, Türkiye için son derece önemlidir, yani türevler kabul edilecektir ve uluslararası düzeyde işlem görecektir zira standarda gittikçe daha fazla yaklaşmaktadır.

Diğer bir bulgu ise teknik faktörlerle ilişkilidir. Daha önce ele aldığımız hususlardan biri olan şeffaflık konusunu tekrar ele almak zorundayım. Soru tam olarak şuydu: “temel endekslerin ışığında aşağıdaki teknik faktörlerin her birinin önemi nedir?”. En önemlisi şeffaflıktır. Ve mevzuatlara tabi bir türev piyasası ile piyasada şeffaflığa ulaşırsınız. Bu nedenle bu analiz yapılmış olsa dahi türevlere yakın bir şekilde uygulanabilir zira daha öncede belirttiğim üzere iki husus birlikte hareket etmektedir. Ayrıca uygun nitelikte endeks tabanlı ürünler vasıtasıyla doğrudan yatırım yapılması gereken diğer bir kalem daha bulunmaktadır. Yani piyasayı geliştirmek için ürünlerin tam bir yelpazesine sahip olmalısınız. Ürünlerin tam bir yelpazesine sahip olmak içinde türevlere ihtiyaç duyarsınız. Deneyimlerimize göre insanların endeksleri kullanmadan yaptığı şeyler ya çalışmalardır yada farklı ürünlerin ihraç edilmesidir. Warrant’lar, swap’lar ihraç edebilirler, tezgah-üstü piyasada ihraç edebilirler fakat piyasada en belirgin olanı warrant’lar, yapılandırılmış ürünler, fonlar, borsa alacak fonları ve türevlerdir. İlk ürüne sahip olmak için elinizde kesin olarak türevlerin bulunması gerekmektedir ve iyi bir türev sistemi olmadan borsa yatırım fonları olamaz. Garantili bir yapılandırılmış ürün sermayesi iyi bir türev sistemi olmadan mümkün değildir. Endeks seçimi açısından müşterilerimi yönlendiren temel etkenlerden birisi likit türev piyasasının mevcudiyetidir. Yani likit ve şeffaf bir türev piyasası ve ayrıca finansal senaryo ve finansal süper piyasadır. Bunu size çok sayıda fırsat sunacak bir yapı olarak nitelendiriyorum ve Türkiye’de gelişecektir.

Ardından resim, size daha önce anlatmak istediğim şeyi gösterecektir. Euro bölgesinde önemli gelişmeler görülmüştür fakat ulusal piyasalar en önemli olma özelliklerini korumaktadır. Zira piyasa bilgiye ihtiyaç duymakta, herhangi bir mali ürüne yatırım yapan insanlarda bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Bilgilerin en önemli kısmı ise borsadan gelmektedir. Bir Fransızla konuşurken elinizde olan hisseleri ona anlatmaya çalıştığınızda Avrupalı CAC-40 olduğunu söylersiniz veya bir Amerikalı ile konuşurken elinizde olan hisseleri ona anlatmaya çalıştığınızda Avrupalı Dow Jones olduğunu söylersiniz zira her bir kişi için indeks doğrudan borsa ile ilişkilidir. Bu nedenle ulusal borsa büyük bir öneme sahiptir ve bizimkiler gibi sanal borsalar

gibi küresel borsalar bu önemin üstesinden gelemeyizler.

Yapılandırılmış üyük bir kısmı DAX endeksinde yapılırken kalan kısmı Stoxx'ta gerçekleşmektedir. Bu nedenle birbirine bağılı iyi bir endeks ve iyi türevler aynı özelliklere sahip olmalıdır. Türevler şeffaftırlar, türevler karşılaştırılabilirler, türevler kurallara bağılı ve likittirler. Bu aynen Borsa Yatırım Fonları'nda olduğı gibidir. Bir Türk borsa yatırım fonuna ait bir Borsa Yatırım Fonları mevcudiyetinin önemli bir işaret olduğunu düşünmekteyim. İtalya'da hiç bir borsa yatırım fonu olmadığını düşünün. Şimdiye kadar hiç bir İtalyan kuruluşu son derece sofistike bir ürün olarak bir borsa yatırım fonu sunmamıştır. Bu kapsamlı bir bilgi ve çaba gerektirmektedir. Türkiye borsa yatırım fonu sunumunda İtalya'dan daha hızlı davranmıştır. Halihazırda bir türev piyasasına sahip değiliz fakat bu türden ürünlerin geleceğinin son derece parlak olduğunu düşünmekteyiz.

Sorunuz varsa dışarıda olacağım. Teşekkür ederim.

Prof Dr Erol ÇAKMAK

Efendim panelistler söylemek istediklerini söylediler. Şimdi panel yorum katkı ve sorulara açılmıştır. Buyurun.

Kürşat AYDOĞAN

Bilkent Üniversitesi. Panelistlere genel bir soru sormak istiyorum. Belirttiğiniz gibi vadeli işlem sözleşmeleri yeni değil, 2001 yılından beri İMKB'de döviz üzerine vadeli işlem sözleşmeleri mevcut, yanılmıyorsa 97'den beri de İstanbul Altın Borsası'nda altın üzerinde vadeli işlemler mevcut. Fakat işlem hacimlerine baktığımız zaman, hemen hemen hiç yok gibiler. Şimdi bu niye böyle oldu ve şimdi İzmir'de bu sözleşmelerin tutacağı konusunda sebeplerimiz var mı?

- Öncelikle teşekkür ediyorum. Zaten konuşmamda ben de bahsettim. Sayın Merkez Bankası Başkanı'nın da değindiği üzere, vadeli işlemler piyasalarında iki şey çok önemli birincisi ekonomik istikrar, öngörülebilirlik önemli yani burada bir risk var ama belirsizlik değil, dolayısıyla riski esas itibariyle ekonomik değere ilişkin belirsizlik olarak atfediyoruz biz. Şimdi İMKB'de biz dalgalı döviz kuruna geçildikten sonra 2001 Ağustos'unda vadeli işlemleri başlattık. Yalnız oradaki döviz kurundaki dalgalanma o kadar yüksek boyutlardaydı ki, başlangıçta biz teminatları çok yüksek tutmak zorunda kaldık. Aracıların sadece bankalardan oluşması bir başka neden olarak dikkate alınabilir. Döviz anlamında öngörülebilirlik daha yeni yeni sağlanmaya başladığı için bunun tutacağını düşünüyoruz. Altına Dayalı Vadeli İşlemler Piyasası zaten altın borsasının aslında Türkiye'deki paralel piyasayı ne derece içine aldığı ile de alakalı birşey, o çok farklı bir alan. Dolayısıyla, benim söyleyeceğim, ekonomik anlamda istikrarsızlık ve öngörülebilirliğin olmaması, döviz fiyatlarında aşırı dalgalanma ve piyasanın ona göre dizayn edilmiş olmasının bunda çok etkili olduğunu düşünüyorum.

VOB'a ilişkin nasıl bir beklentimiz var, burada şunu söyleyebilirim İMKB'yi 1986'da açtığımızda, 4-5 yıl İMKB kendinden bahsettirebilmek için amiyane tabirle basından ricacı oldu. 1990'dan sonra görüyoruz ki televizyon ve gazetelerin bir kısmı bu işlemlere ayrılıyor, dolayısıyla bu bir alışma süreci. Diğer panelist arkadaşlarımızın belirttiği gibi, biz öncelikle burada sözleşmelerin riskini yönetebilme imkanı verdiği

sektördeki temsilcilerin katılımını bekliyoruz. Eğitimle bu işin kendi risklerini yönetmek anlamında çok büyük bir olanak sağladığının piyasalarda anlaşılması yani ekonomik bir katkı sağladığının anlaşılması ve alışılmasıyla bu işlemlerde çok büyük büyümeler olacaktır. Dolayısıyla o anlamda ümitliyiz. Bir de ekonomik öngörülebilirliğin arttığı bir ekonomik ve siyasi istikrar ortamındayız.

-Ben birşey ilave etmek istiyorum izninizle. Zannediyorum tek başına kurun dalgalanmasından söz etmek açıklamak için yeterli olmuyor. Çünkü 2003 yılı içerisinde Merkez Bankası 10 milyar \$ ve 2004 yılı içerisinde 5,5 milyar \$ aldı ve bunun büyük bir kısmını da ters payı ikamesi olarak tanımladığımız yani yerleşiklerin döviz satışına karar vermeleriyle oldu. Piyasada bir belirsizlik vardı ama bunun yanı sıra bunun dışında bazı teknik zorlukları vardı İMKB'nin zannediyorum.

- İsterseniz ben bir açıklık getireyim o konuya, şimdi bu piyasaların başarılı olması için olmazsa olmaz bazı unsurlar var. Bunlardan en önemlisi maliyet, işlem maliyeti ve alım satım maliyeti yani spread'in açık olması. Dolayısıyla, likiditenin olmaması. Borsadaki en büyük sorun işlem maliyetlerinin yüksek olmasıydı bir de katılım az olduğu için alım satım kotasyonu çok geniş dolayısıyla işlem yapmak mümkün değil. Katılımları arttırmak lazım, katılım artınca maliyetler düşüyor. Maliyetler düşünce katılım artıyor böyle bir döngü var. Fakat burada VOBAS'a büyük bir görev düşüyor. Biz bu borsayı kurduk inşallah işlemler de artar hadi başlasın diyemez, onun için bu pazarlama grubu son derece önemli. Yani elde çanta kapı kapı gezip yerli yatırımcılar, yabancı yatırımcılar, fonlar şirketler herkese anlatmaları lazım, maliyetleri düşük tutmaları lazım ki borsa bu konuda elinden geleni yaptı diye düşünüyorum. Bir de bu ar-ge bölümünün sürekli olarak sektör hangi kontratları istiyor onu anlaması lazım. İzmir Ticaret Borsası'yla New York Pamuk Borsası'nı ziyarete gitmiştik bir haftalık eğitim aldık orada. Bize söylenen o kadar araştırmaya rağmen her çıkan 10 ürünün 5 tanesi başarısız oluyor. Portakal suyu kontratı başarısız oldu, donmuş portakal suyuna geçtiler, stoklaması daha kolay diye.

- Hangisinde mutlusunuz diye sorarsanız ben İMKB'nin varlığını çok önemli buluyorum ve özellikle endekse dayalı sözleşmelerde büyük bir başarı elde edeceğinize inanıyorum.

İsmail Mazgirt
9 Eylül Üniversitesi

İki konuşmacımızın sunuşunda sözleşme sayıları ile ilgili olarak 7 adet sözleşmeden bahsedildi, bir konuşmacımız 8 sözleşmeden bahsetti. 2004 Aralık ayında yanlış hatırlamıyorsam, SPK Bülteni'nde de 8 sözleşme var idi. Hisse Senedinde Ulusal 30 ve Ulusal 100 endeks sözleşmeler. Acaba bir değişiklik mi oldu?

- Şimdi biz Sermaye Piyasası Kurulu olarak konuşmamda belirttim, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası bize kontratlar konusunda öneride bulundu. Biz de 8 tane onayladık. İMKB 100 endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmesini de onayladık, ancak şu aşamada vadeli işlemler borsası yönetimi, izin almış olmasına rağmen şu anda İMKB 30'la başlamayı daha sonra İMKB 100'e dayalı vadeli işlemler sözleşmesini de piyasayı sunmayı düşündü.

Nesrin Şirvan
Ticaret Gazetesi

Vadeli İşlemler Borsası biliyorsunuz gelişmekte olan ülkeler arasında Türkiye'de en son açılacak borsa. Fakat Türkiye ile aynı kategoride olan ülkelerde bu borsalar en az 5 yıl önce açıldı. O ülkelerde de ekonomik istikrarsızlık vardı, birinci sorum neden bu konuda geç kalındı? İkincisi mortgage sistemine Türkiye'de 2005'te başlanacağı söyleniyor. Amerika'da mortgage firmaları faize dayalı future options piyasalarının büyük bir kısmını elinde tutuyor. Mortgage sistemi Türkiye'ye geldiğinde vadeli işlemler üzerine ne gibi bir etkisi olacak?

- Şimdi vadeli işlemler piyasalarına geç kalındığı düşüncesine saygı gösteriyorum ama katılmıyorum. Daha önce de söylediğim gibi döviz ve altında girişimimiz oldu. Bir kere başlangıçta İzmir Opsiyon Borsası mala dayalı, tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem ve opsiyon borsası olarak düşünülmüştü. Daha sonra biz Sermaye Piyasası olarak bir süpermarket haline getirilmesini, bütün işlemlerin bu borsada olmasını düşündük. Konuşmamda belirttiğim gerekçelerle, ekonomik koşulların uygun olmaması önemli bir etkindir. Bahsettiğiniz ülkelerde de AB ile müzakere aşamasında belli bir düzeye geldikten sonra bu borsalar açılmıştır ve gelişme katedilmiştir. O

anlamda SPK olarak zamanlama olarak iyi bir zamanda açtığımızı düşünüyoruz. Bir ikincisi mortgage sistemi konusunda bu işin mimarlarından arkadaşımız aramızda. Biz mortgage için gerekli hukuki altyapıyı tamamlamada üzerimize düşen görevde çok önemli mesafeler kat ettik. Yine bir faiz oranlarına dayalı bir sistem esas itibarıyla, banklar 10 yıllık 20 yıllık 30 yıllık krediler vermeli. Vadeli işlemler piyasalarında faize dayalı vadeli piyasa ve opsiyon sözleşmeleri, mortgage piyasasının gelişimine de katkıda bulunacak. Çünkü faiz oranına ilişkin öngörülebilirliğin vadesini uzatacak. Bir de gayrimenkul mülkiyeti ile ilgili bazı sorunlar var inşallah onu da aşarsak sistemin iyi bir şekilde işleyeceğini düşünüyorum.

- Ben de çok geciktiği düşüncesinde değilim, gecikme olsa da hayırlı oldu, doğru zamanda açıldı. Bu borsa 2000 krizinden önce açılabilirdi ve 2000 krizinde çok ciddi sorunlarla karşı karşıya kalabilirdik. Neden gecikti bu çok tartışılır ama burada 10 yıldır çok ciddi bir çalışma yapılıyor, arada da dev iki kriz oldu. Önemli olan doğru zamanda başlıyor olması ve ileriye yönelik de ciddi bir potansiyel sunuyor olması.

- Piyasa mekanizması çerçevesinde arz ve talep kurallarına göre belirleniyorsa, birkaç yatırımcının fiyatları manipüle etmesi veya fiyatları belirlemesi gibi bir durum söz konusu değilse, o sözleşmeler likit olur ve hakikaten beklenen faydaları sağlar; hem fiyat anlamında gösterge olması açısından hem de risk yönetimi açısından. Herhalde o anlamda bir şey var. Diğer teknik sorun da, vadeyle uzlaşma fiyatı arasındaki teknik konuyu dikkate almış bulunmaktayız. Teşekkür ederim.

BAŞKAN

Başka soru? Buyurun, orta sıradan.

Mesut DİRİK

Toprak Mahsulleri Ofisi

VOBAŞ'ın ürünleri arasında iki tane de emtia mevcut, buğday ve pamuk. Bu sistemin uygulanması üreticiler açısından, pamuk ve buğday üreticileri açısından neler

getirecek? Bu konuda bilgi arz ederseniz memnun olurum. Teşekkür ediyorum.

- Şimdi, tabii panelde kısa bir süre içerisinde onu detaylandırmak mümkün olmadı. Emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden tabii iki şey bekliyoruz. Özellikle, pamuk ve buğday gibi her yıl üretim kararının verilebileceği ürünler de çok önemli. Çünkü, üretici Vadeli İşlemler Piyasaları'nda oluşan gelecekteki fiyatlara göre kendi maliyetini de dikkate alarak hangi ürünü üreteceğine karar verecek. Yani, üretim plânlaması açısından çok önemli bir fonksiyonu var. Şöyle diyelim; her türlü ürünü ekebileceğiniz bir araziniz var, buğday mı ekeceksiniz, pamuk mu, ayçiçeği mi veya başka bir şey mi, ona karar vereceksiniz. Üretim maliyetinizi üç aşağı beş yukarı tahmin edebiliyorsunuz, ancak elde edeceğiniz hâsılat; ürettiğiniz ürünün hasat mevsimindeki, yani gelecekteki fiyatına bağlı. O fiyata ilişkin Vadeli İşlemler Piyasası size çok önemli bir bilgi sunuyor. 6 ay sonra, 3 ay sonra veya 9 ay sonra fiyat bu olacak diyor. Siz bu fiyatları dikkate alarak o ürünü üretilip üretilmeye konusunda karar veriyorsunuz. Zaten üretmeye karar verdiğinizde, Vadeli İşlemler Piyasası'nda işte o sözleşmeleri satarak bir anlamda hasat mevsimindeki hasılatınızı garantiye alıyorsunuz. Aksi durumda, Vadeli İşlemler Piyasaları'nın olmadığı durumlarda tarım ürünlerinde her üretici bugün hasat mevsiminde veya oluşan fiyatlara göre karar veriyor. Fiyatlar düşükse o ürünü üretmiyor. Üretmeyerek aslında arz kısıtı yaratarak o fiyatın sonraki dönemde yükselmesi sonucunu doğuruyor. Bugün fiyat yüksekse çok üretim oluyor, arz fazlası oluyor, fiyat düşüyor. Dolayısıyla, fiyat dalgalanmaları bir anlamda üretim kararlarının geleceğe ilişkin bekleyişlerin farklı olması veya çok iyi bir endikatör olmamasından dolayı arz ve talepte, dolayısıyla fiyatlarda çok büyük dalgalanmalara neden olabiliyor. Vadeli İşlemler Piyasası bu anlamda üretim plânlaması açısından çok önemli bir endikatör olacaktır. Aynı şey tabii tüketiciler için de geçerli. Teşekkür ederim.

- Emtia konusu başlı başına bir arena daha gerektirir bence. Dolayısıyla, yani burada biraz fazla finansal kısmına odaklandık. Başka sorusu olan? Efendim zaten ara da vermemiştik ve de kesinlikle başlamamız gerekiyor.

SUNUCU

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Risk Yönetimi Konulu Üçüncü Sermaye Piyasaları Arenası'nın ikinci bölümüne hoş geldiniz. Vadeli İşlemler Piyasası'nın etkin olarak çalışması spot piyasaları da desteklemektedir. Spot piyasalarda işlem gören varlıklarla ilgili risk yönetimi imkânının olması bunların spot piyasada alım satımlarını, dolayısıyla spot piyasa işlem hacimlerini de artırmaktadır. Öte yandan Vadeli İşlemler Piyasası'nda oluşan geleceğe ilişkin fiyatlar sadece piyasa katılımcıları açısından değil, düzenleyici otoriteler, Merkez Bankaları, ülke hazineleri ve ilgili diğer kamu kuruluşları açısından da değerli bir referans teşkil etmektedir. “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın Finansal Sistemdeki Yeri Nedir?” konulu panelimize geçiyoruz.

Ben, panelistlerimizi ve panel başkanımızı sizlere arz etmek istiyorum.

Panel başkanı Bilkent Üniversitesi'nden Profesör Doktor Sayın Kürşad Aydoğan, Sermaye Piyasası Kurulu Başkan Yardımcısı Sinan Alp, Takasbank Genel Müdürü Emin Çatana, TARIŞ Menkul Değerler Genel Müdürü Metin Aytekin, Koçbank Genel Müdür Muavini Mert Yazıcıoğlu, Garanti Bankası Genel Müdür Yardımcısı Kubilay Cinemre.

Söz sizde efendim.

Oturma Başkanı: Prof. Dr. Kürşad AYDOĞAN (Bilkent Üniversitesi)

Teşekkür ederiz. Değerli konuklar, “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ve Risk Yönetimi” konulu arenanın öğleden sonraki oturumunun ilk panelindeyiz. Beş değerli konuşmacımız var. Konumuz da “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının Finansal Sistemimizdeki Yeri”

Ben, aşağı yukarı 20 yıldır finansal yönetim ve malî yatırımlar konusunda ders vermekte olan biri olarak böyle bir günde çok heyecanlıyım. Çünkü, yıllar boyu derslerimde, özellikle Mali Yatırımlar derslerinde hep vadeli işlem sözleşmelerinden, opsiyonlardan söz ettim ve gördüm ki öğrencilerin çok büyük bir bölümü bunu ilk defa duyuyorlardı, pek çoğu ilgileniyordu, nedir, anlamaya çalışıyordu. Yıllar içinde de tepkilerde bir farklılık gözlemlediğimi belirtmek isterim. 1990'lı yıllarda ben bu konuyu anlattığım zaman öğrenciler bu işin daha ziyade spekülasyon yönüyle ilgilidiler. İşte bir Vadeli İşlem Sözleşmesi'nden bahsediyorsunuz, bunu bir

spekülatif araç olarak görüyorlar ve öyle sorular soruyorlardı. 2000, 2001 yılında soruların ve tepkilerin mahiyeti değişti. Daha çok onu bir hedging enstrümanı olarak nasıl kullanabilecekleri konusunda sorular yöneltmeye başladılar. Demek ki, böyle bir eksikliği görüyorlardı ve bu tür enstrümanların faydalı olacağına inanıyorlardı. Tabii ülkede olmayan enstrümanları öğrencilere anlatmak çok hoş bir şey değil, yani böyle bir şeyler var ama, henüz bizde yok, ama nasıl olsa olacak, onun için siz bunu dikkatle dinleyin demek başka, somut örneklerle o konuyu anlatmak başka. Onun için bir eğitimci olarak derslerdeki o konuların önümüzdeki yıllarda çok daha iyi geçeceğini umuyorum. En azından eğitim sistemimize bir katkısı olacağını söyleyebilirim. Tabii esas olarak bizim konuşmacılarımız finansal sistemdeki yerini tartışacaklar bugün. Hem kamudan, hem de aracı kurumlardan ve bankalardan temsilcilerimiz var konuşmacılarımız arasında.

Ben, kendilerinden konuşmalarını 15 dakikayla sınırlandırmalarını rica edeceğim, ki biraz da, sorulara zamanımız olabilsin. Konuşmacılardan buradaki, programdaki sıraya göre söz vereceğim. Dolayısıyla, ilk konuşmayı yapmak üzere SPK Başkan Yardımcısı Sayın Sinan Alp'i rica ediyorum. Buyurun efendim.

SİNAN ALP

(SPK BAŞKAN YARDIMCISI)

Sayın konuklar, hepiniz hoş geldiniz. Yemekten sonraki bölümde fazla teknik konulara girmeden size konunun biraz tarihsel yönünden bir de dünya büyüklüklerinden bahsedeceğim. Teknik kısımlar sabah ağırlıklı olarak anlatıldı, öğleden sonra da arkadaşlarım size onları sunacaklar.

Bugüne kadar kurulu olarak hep tasarrufların yatırımlara ve reel sektöre aktarılması üzerinde durduk. İkinci elde de bunun likiditesini sağlayan menkul kıymetler borsalarını hep sizinle tartıştık, konuştuk. Bugün sermaye piyasalarının reel sektöre kaynak sağlamanın yanında, reel sektörün karşı karşıya kaldığı riskleri taşınabilir hale getirecek mekanizmaları da sunma işlevi üzerinde duracağım.

Türev piyasaların fonksiyonu üreticilere, ithalatçılara, ihracatçılara, portföy yöneticilerine, bankacılara ve yatırımcılara ileri bir tarihteki fiyatların seyri hakkında fikir vererek stok ve risk yönetimi politikalarında yol gösterecek olmaktadır diye düşünüyorum. Bu bağlamda reel ve finansal kesimin rasyonel planlar yapabilmeleri kolaylaşacak, gelecekteki fiyat değişimlerine karşı bugünden alış ve satış yapılması sonucu tarafların fiyat dalgalanmalarına karşı korunmalarına sağlanabilecektir.

Türev piyasalardaki yatırımcılar spot piyasalara göre daha düşük miktarda sermaye ile işlem yapma şansına sahiptirler ve bunun sebebi de marjin denilen düşük olan teminat tutarı ile işlem yapılabilmesinden kaynaklanmakta. Türev piyasalarda işlem yapan yatırımcı, spot piyasalarda işlem yapmak için kullanacağı sermayeyi alternatif piyasalarda da değerlendireceği için işlem hacminin önemli ölçüde artacağını da düşünüyoruz.

Tarihçeye baktığımızda türev araçların ne zaman ortaya çıktığı konusu oldukça eski, yeni çağlarda değil, tarihin eski çağlarında, Antik Yunanda yaşayanların, Romalıların, Fenikelilerin opsiyon işlemleri yaptıklarından söz ediliyor. Aristo'ya göre Yunanlı filozof ve matematikçi Thales zeytin presleri üzerine yapılan alım opsiyonlarını kullanarak büyük servetler kazanmış. 1600'lı yıllarda Amsterdam'da baharat, kumaş, porselen gibi o zaman için değerli olan malları deniz yoluyla Hindistan'dan Hollanda'ya getiren şirket hisse senetlerinin ve lale soğanlarının konu olduğu opsiyonlar, yine 1600'ün sonunda İngiltere'de hisse senedi opsiyonlarının yapıldığı görülmekte.

Vadeli işlemler ve opsiyon gibi türev işlemlere duyulan ihtiyaç önceden öngörülemeyen ve müdahale edilemeyen dış faktörlere karşı insanların kendilerini koruma saiklerinden kaynaklanmıştır. Bu yüzden türev işlemlerin kaynağı esas itibarıyla tarım kesimine dayanmaktadır. Zira, tarım kesiminde ürünün miktarı ve buna bağlı olarak fiyatı, ısı, yağış, kar gibi doğal şartlara bağlı olduğundan kuvvetli dalgalanmalar etkisi altında kalıyordu. Türev araç sözleşmelerinin Amerika Birleşik Devletleri'ndeki gelişimi Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları'nın başlı başına modern çağdaki tarihçesini oluşturmuştur. 1857 yılında New York'ta kurulan ve 1862'de New York Ürün Borsası adlı bir anonim şirkete dönüşen ticari borsa forward sözleşmelerinin de yapıldığı bir borsa olup günümüz Vadeli İşlemler Borsaları'nın temelini teşkil etmektedir.

1848 yılında 82 üyeyle kurulan Chicago Board of Trade dünyanın halen faaliyette olan en eski emtia üzerine vadeli işlem borsasıdır. Önceleri standart nitelikte olmayan forward işlemler tarım ürünleri üzerinde yayginken, tahıl depolayan tacirin fiyat riskini azaltmak amacıyla Amerika Birleşik Devletleri'nde SBOT kurulmuştur, dolayısıyla 1848 yılı standart vadeli işlemlerin başlangıcı olarak kabul edilmektedir.

Finansal ürünlere dayalı türev araçların ortaya çıkışı hepimizin bildiği gibi 1970'li yıllara dayanmaktadır. Son 30 yıllık dönemde ulusal ekonomideki serbestleşme ile başlayan değişim süreci regülasyon, menkul kıymetleştirme, piyasalararası entegrasyon ve nihayet globalleşme süreciyle dünya ekonomisine yön vermiştir. Finansal devrim olarak adlandırabileceğimiz bu süreç finansal piyasalarda rekabeti, etkinliği ve performansı yükseltirken, piyasalararası entegrasyon ve küreselleşmeye

koşut olarak bu piyasalardaki riski de büyük ölçüde artırmıştır.

Özellikle 1970'lerin başında Bretton Woods Sözleşmesinin sisteminin çökmesiyle döviz kurları, faiz oranları, menkul kıymet ve varlık fiyatları çok daha oynak hale gelmiştir. Söz konusu oynaklık artışına paralel olarak piyasa riski, kredi riski, fiyat riski, likidite riski, kur riski, faiz riski ve ülke riski gibi pek çok risk de alınmaya başlanmıştır.

Dolayısıyla, firmalar ve yatırımcıların üretim, yatırım ve finansman kararları daha riskli hâle gelmiştir. Ancak, ekonomik birimler arasındaki risk transferi ve paylaşımını kolaylaştırma işlemi bulunan finansal piyasalar ile piyasaları dizayn eden finans mühendisleri bu gelişmeye derhal ayak uydurmuş, teknoloji ve bilgisayar yardımıyla yeni finansal araç ve pazar araştırmak sürecini başlatmışlardır.

Bu süreç risk yönetimine yönelik olarak Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Opsiyon Sözleşmeleriyle daha çok birçok finansal türev ürünü mali piyasanın hizmetine sunmuş ve bu ürünlerin işlem görebileceği pazarların kurulmasını gerekli kılmıştır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın sağlayacağı faydalara bakıldığında, ülkemiz bakımından da yukarıda anlatılan sürecin önemli bir parçasıdır. Mevcut yapısıyla VOB tüm vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği bir türev ürünler süpermarketi haline gelecek ve ülkemizde reel sektörün ve finansal piyasaların ihtiyaç duyduğu emtiaya ve finansal ürünlere dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerini sağlayacak tek pazar yeri olacaktır.

Böyle bir yapının faydalarını şöyle sıraladım: vadeli işlem sözleşmelerini çeşitlenmesiyle birlikte hem finansal kesim, hem reel sektör, spot piyasada ortaya çıkan risklere ve gelecekteki fiyat değişimlerine karşı korunma imkânına kavuşacaktır.

Vadeli piyasalarını kullanan yatırımcıların spot piyasada pozisyon almaları daha az riskli hale gelecek; bu durum spot piyasaların daha derinleşmesini sağlayacaktır. Vadeli işlemlerin sağladığı kaldıraç etkisiyle finansal kuruluşlar spot piyasalara göre daha düşük miktarda fon ile daha büyük tutarlı pozisyonlar taşıyabileceklerdir. Vadeli piyasalarda oluşan fiyatlar ileri bir tarihteki fiyatların seyri hakkında bir fikir verecek, üretim, stok ve risk yönetimi politikalarında yol gösterme ve bu sayede rasyonel plânlar yapabilme olanağı sağlayacaktır. Bu da gerek reel, gerekse finansal sektörün önünü görebilmesi için büyük önem taşımaktadır.

Ülkemizde devlet her gün daha azla alandan çekilmekte, fiyatların piyasada belirlenmesi yönünde hareket etmektedir. Türkiye, Avrupa Birliği'ne girme yönünde

ilerlerken sermayenin uluslararası dolaşımının önündeki engeller kalkmakta, her işletme dünyadaki gelişmelerden daha yoğun etkilenmektedir.

Bu gelişmeler yabancı işlemlerin, işletmelerin kullandığı risk yöntemi araçlarının ülkemizdeki işletmelerin hizmetine sunulmasını zorunlu hale getirmiştir. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın kurulmasındaki temel amaç bu ihtiyaçların en etkin şekilde karşılanmasıdır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları'nın faaliyete geçmesiyle birlikte piyasalar yatırımcıların isteklerine cevap verecek tüm enstrümanlara sahip olarak daha etkin çalışacaklardır ve daha likit olacaklardır.

Finansal sistemin taşıyabileceği risk kapasitesi artacak, daha etkin bir risk yönetimine imkan sağlanacaktır. Dünyadaki uygulamalar incelendiğinde de türev piyasaların, para ve sermaye piyasalarının çalışmalarını daha düzenli, istikrarlı hâle getirdikleri görülmektedir. Günümüzde pek çok ülkede Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları mevcuttur ve bu borsalarda çok çeşitli ürünlere dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir.

Yine dünyadaki piyasalara baktığımızda, finansal araçlara, tarımsal ürünlere, metallere, enerjiye, hatta hava durumu tahminlerine dayalı Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerinin bulunduğu görülmektedir.

Finansal türev ürünlerle ilgili işlemleri domine eden dünya çapında dört büyük borsa bulunmaktadır bildiğiniz gibi. Bunlar arasında parasal değerler itibarıyla en büyük hacmi Chicago Mercantile Exchange sahip olup, onu Euronext, Eurexx ve Chicago Board of Trade izlemektedir. Bu dört borsa toplam finansal vadeli işlem hacminin yaklaşık %90'ını gerçekleştirmektedir. 2004 yılı Eylül ayı itibarıyla borsa türev işlem hacmi yaklaşık 865 trilyon ABD dolarıdır. Yine 2004 Eylül ayı itibarıyla borsalarda 6 milyar 632 milyon adet sözleşme işlem görmüş, bu rakamın % 62'ini opsiyonlar, %38'ini vadeli işlemler oluşturmuştur.

Dünyada borsalarda işlem gören türev ürünlerini incelediğimizde faize dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem hacminde %61'lik pay ile birinci sırada olduğu görülmektedir. Bunu %28'le hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlemler, %9 ile mal üzerinde yapılan vadeli işlem sözleşmeleri takip etmektedir.

Opsiyonlarda ise, hisse senedi endeksine ve hisse senetlerine dayalı opsiyonlar işlem hacminin %92'sini oluşturmaktadır. İşlem hacminde sözleşme sayısı itibarıyla Kuzey Amerika bölgesi %43 dolayında bir paya sahiptir. Günümüz ekonomilerinde riskten korunma ihtiyacının artmasıyla birlikte pek çok gelişmekte olan ülkede de vadeli işlem piyasaları hızla gelişmektedir. Pek çok Avrupa ülkesinin yanı sıra Çin, Güney Kore, Malezya ve Singapur gibi gelişmekte olan Asya ülkelerinde vadeli

işlemler yapılmaktadır. Bu borsalarda genelde tarım ürünleri, döviz ve faize dayalı vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir. Bunlardan en dikkat çekici olan Kore örneğidir. Burada KOSP200 hisse senedi endeksi sözleşmesi 2.8 milyar adete yaklaşan işlem hacmiyle dünyada en fazla işlem gören sözleşmedir. Bu sözleşme tutarının küçük olması ve perakende yatırımcıların sözleşmeyi rahatlıkla internet ortamında alıp satabilmeleri işlem hacmindeki artışta etken olmuştur.

Komşumuz Yunanistan'da da 1999 yılının Eylül ayından itibaren endeks ve faiz getirili menkul kıymetler üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır.

Borsalarda işlem gören türev ürünler ve tezgah üstü türev ürünler diye bir ayırım yaptım. Aslında bu, tabii buradaki teknik bilgiye sahip kişiler için değil ama, yatırımcılar için anlamlı bir bilgi olacak. Burada ifade etmek istediğim konu organize piyasalarda ve tezgahüstü piyasalarda işlem gören türev ürünler arasındaki ilişkiyi, farklılığı size belirtmek. Organize piyasalarda işlem gören ve merkezi bir takas kuruluşu tarafından takası gerçekleştirilen türev ürünler tezgah üstünde işlem gören türev ürünlere göre önemli avantajlara sahiptir. Bu avantajları şöyle sıraladım: Borsada işlem gören türev ürünlerin fiyatlarının günlük spot piyasalara göre ayarlanması nedeniyle olumsuz gelişmeler olması durumunda daha hızlı hareket edebilmekte ve yapılan zararların gizlenmesi veya birikmesi önlenmektedir. Borsalarda işlem gören türev ürünlerin regülasyonu çok daha etkin yapılabilmekte, aracı kuruluşlara yönelik olarak periyodik ve ani denetimler yapılarak piyasa oyuncularının daha disipline olması sağlanabilmektedir.

Üyelerin uymaları gereken risk yönetimine alınabilecek azami pozisyon sayısına ilişkin kurallar borsalar bünyesinde yer alan türev piyasaları çok daha güvenli hale getirmektedir. Merkezi bir takas kurumunun bulunması ve takasın müteselsil kefalet prensibi altında işlemesi dolayısıyla borsalarda işlem yapan aracı kuruluşlar karşı tarafın kredi riskinden kaynaklanabilecek sorunları yaşamamaktadır.

Takas ve kredi risklerinin elimine edilmesi, sözleşmelerin standart olması piyasanın likit olmasına yol açmakta, bu da özellikle piyasa oynaklarının arttığı zamanlarda tezgahüstü piyasaya göre borsalar bünyesinde türev piyasaları çok daha likit kılmaktadır.

Sonuç olarak organize türev piyasalar bu avantajları sayesinde büyük gelişme kaydetmişlerdir. Bizim borsamıza baktığımızda saydığım bütün iyi özellikler VOB bünyesinde de yer almaktadır. VOB'da borsa tarafından dizayn edilen sözleşmeler işlem görecektir. Bu sözleşmeler buğday, pamuk, 91 ve 365 günlük devlet iç borçlanma senetleri, Amerikan doları ve EURO, İMKB 30 endeksine dayalı

sözleşmeler olacaktır. Bu ürün çeşitliliğiyle VOB'un bir süpermarket işlemi göreceğini düşünüyorum.

Başlangıç için belirlenen bu dayanak varlıkların yanı sıra, zamanla ekonomimizde doğacak ihtiyaçlara göre ürün çeşitliliğinin artması hedeflenmektedir. Özellikle tarım ürünleri konusunda ülkemizin sahip olduğu potansiyele hizmet etmek üzere sözleşme çeşitliliğinin artırılması mümkündür. Bu konuda ürün borsaları ve lisanslı depoculuk alanlarında tamamlanan düzenlemeler spot ürün borsaları açısından son derece önemli olup bu borsaların gelişmesini de sağlayacaktır.

Spot ürün borsalarının işlemlerini tam olarak yerine getirebilmesine paralel olarak fındık, ayçiçeği gibi ürünlere dayalı işlem sözleşmelerinin yakın zamanda VOB'ta yer alması beklenmektedir. VOB'un faaliyete geçmesiyle beraber kuralları önceden belirlenmiş şeffaf bir ortamda işlem yapılması imkânı sağlanmış olacak.

Konuşmamın başlangıcında da söylediğim gibi sermaye piyasalarında fonlar, kaynak aktarımları yapılırken bunların güvenliğini sağlamasına yönelik ikinci ayağı da tamamlanmış olacaktır. Borsamızın tüm katılımcılara ve ülkeye hayırlı olmasını dileyerek konuşmamı bitiriyorum. Teşekkür ederim.

BAŞKAN

Teşekkür ederim Sayın Sinan Alp. Bundan sonraki konuşmacımız Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın teknik alt yapısında çok hayati bir yer tutan Takasbank'ın Genel Müdürü Sayın Emin Çatana. Buyurun efendim.

Emin ÇATANA

(TAKASBANK Genel Müdürü)

Değerli katılımcılar, bu anlamlı günde hepinizi saygıyla selamlıyorum.

Ben, Vadeli İşlemler Piyasaları'nda çok önemli bir yeri olan ve alt yapının aşağı yukarı yarısından, yarısını diyelim üzerine kurulduğu takas kurumlarından size söz etmek üzere konuşmamı hazırlamış bulunuyorum. Konuşmamda öncelikle Vadeli İşlemler Piyasasının kısa bir, çok kısa bir tanımını yapacağım, bir küçük bir örnek vereceğim. Ondan sonra dünyada takas merkezleri nasıl çalışıyor, yani takasa odaklı bir konuşmam olacak.

Vadeli İşlemler Piyasalarının tanımını slaytta da göreceğiniz gibi spot piyasalarının aksine sözleşmelerin bugünden yapıldığı ve sözleşme yükümlülüklerinin gelecekteki bir vadede yerine getirilmesini öngören piyasalar. Bu piyasalarda üretilen türev araçların işlem gördüğü borsalar ve tezgâhüstü piyasalar olarak içeriyor ve bu piyasaların sözleşmeleri de, future ve opsiyon sözleşmeleri merkezi bir borsada işlem görüyor ve bir takas kuruluşu tarafından garanti ediliyor. Konuşmamın ileriki safhalarında bu garanti konusuna da ayrıca değineceğim.

Vadeli İşlem Borsaları'nın temel işlevi risk yönetimi ve geleceğe yönelik fiyat oluşumu. Zaten bu ikisi birbirinin içerisinde iki kavram. Nedir risk yönetimi, riskten korunma amacı, bu piyasanın riskten korunma amaçlı kullanımı?

Riskin transfer edilebilmesi, yani burada, bu piyasalarda fiyat riskini transfer edebilmek mümkün. Çok net bir tanımla riske karşı korunmayı spot piyasasında sahip olduğumuz pozisyonun aksi yönünde Vadeli İşlemler Piyasası'nda işlem yapmak suretiyle kendimizi korumak manasına geliyor. Hem alım yönünde hem de satım yönünde koruma amaçlı işlemler yapılabildiği piyasalar.

Şöyle çok küçük bir örnek vermek gerekirse, basit, belki benden önce de vermişlerdir. Bir, mesela diyelim ki 15 Mayıs 2005 tarihi için Amerika'daki bir buğday üreticisi Aralık ayına 50 bin bushel, ki bu bir bushel 35.2 kilogram, bizim çiftçilerimiz tabiri tenekedir biliyorsunuz. Bir buğday hasadı yapacağını tahmin ediyor ve kendini riske karşı, daha sonraki fiyatların düşüşüne karşı korumak istiyor. Bakıyor ki, Chicago Board of Trade'de de Aralık vadeli buğdayın sözleşme fiyatı da 3,5, bushel başına 3,5 dolar. Bu fiyatta üreticiye uygun görüyor. Sonra, sözleşme büyüklüğü 5 bin, bushel ki, onun üretmeyi düşündüğü ya da üreteceğini tahmin ettiği miktar. 10 tane satmaya karar veriyor ve bu işlem için de yatırması gereken teminat da 6500 dolar. Böylece bu üretici Mayıs ayında elde edeceği hasadı 6500 dolar karşılığı teminatla tarladaki ürünü 175000 dolar karşılığında Aralık ayında satmayı ve o tarihteki olası fiyat düşüşünden kaynaklanacak olan risklerinden korunmayı sağlamış oluyor. 15 Aralık 2005'e geldiğimizde hasattan sonra üretici bu 50 bin bushel ürününü spot piyasada fiyatı 3 bushel olarak satıyor, tahmin ettiği gibi fiyat düşüyor 50 sent. Hasat bol olmuş ve bu buğday fiyatlarının da düştüğü görülüyor. Chicago Board of Trade'deki açık pozisyonu yine aynı sözleşme nevinden 10 adet satın alarak kapatıyor 3 dolar tanesinden ödeyerek ve bundan 25000 dolar kâr elde ediyor. Zaten spot piyasada elde ettiği hasadı beklediği fiyata satamayacağı ve bu kadar zarar edeceği için oradan elde ettiği, vadeli piyasadan elde ettiği kârı spot piyasada realize ettiği zararı kapatarak, kendisini riskten korumuş oluyor. Basitçe Vadeli İşlemler Piyasası'ndaki sözleşmenin tanımı bu biçimde.

Şimdi, Vadeli İşlemler Piyasası'ndaki takas merkezlerinin rolünü genel manada anlatmaya çalışacağım, dünyadaki takas merkezlerinden örnek vereceğim, sonra bizdeki uygulamaya değineceğim.

Takas merkezlerinin temel işlemleri birincisi bir kere alıcıya karşı satıcı satıcıya karşı alıcı konumundadırlar. Şimdi, buradaki pozisyon takas merkezinin alıcı karşısında kontrat sahibi, satıcı karşısında da kontrat sahibi manasındaki bir konum değildir, burada rol üstleniyor. Alıcıyla satıcının arasındaki takası tamamlayan ve elindeki teminatlar ve garanti fonu muvacehesinde takasın garantisini sağlayan kurum konumunda. Çünkü, takas merkezi hiçbir zaman kontratlarda, Vadeli İşlemler Piyasası'nda aktif bir aktör rolünde değildir. Fiyatı seçmez, vadeyi seçmez, ürünü seçmez, seçilmiş olan ürünler üzerinde yapılmış olan işlemlerde alıcıya karşı satıcı satıcıya karşı alıcı konumunu alır. Teminat takibi ve risk yönetimini yapar, hesap güncellemeyi yapar, “mark to market” dediğimiz, yani ürünlerin baz olduğu, vadeli işlem kontratların baz olduğu ürünlerin işlem gördüğü spot piyasalardaki fiyatlardan söz ediyoruz. Margin call işlemleri yapılır, margin call işlemleri, işte bu teminatlarla yapılan bu işlemlerde teminat, sözleşme değerlerine göre teminatların azalan sözleşme değerlerini karşılayamaz duruma gelmesini önlemek için teminat durumlarını kontrol ederler, temerrüt durumunda oluşan temerrütlerin kapatılmasını sağlarlar, üyelerinin katılımıyla garanti fonların oluştururlar ve yönetirler, mübadele sonunda açık pozisyonların nakit ve kıymet teslim işlemlerinin yapılması veya nakdi uzlaşma. Bizim piyasamız tamamen nakdi uzlaşmaya dayalı bir piyasadır. Dünyadaki ilk kuruluş, tarihçesine baktığımızda esas itibarıyla fiziki teslim dayalı olarak kurulmuş, sonradan nakdi uzlaşmalara dönerek daha fazla işlem hacmi yapar hâle gelmişlerdir. Bir de cross margining yapar, bu cross margining'ten çok kısaca bir tanımı verecek olursak, takas merkezlerinin bir anlaşmayla bir müşterinin farklı borsalarda işlem yapabilmesinin sağlanması. Yani, örneğin bir borsada, “A” borsasındaki teminatlarıyla, atıl teminatlarıyla “B” borsasında işlem yapabilmesini, yani teminat transferini sağlayabilen sistem. Bu sistem de ancak takas merkezlerinin birbirleri arasında kuracağı muhabirlik ilişkileriyle olabiliyor.

Takas merkezinin yapısı ve üyelik yapısı ne şekilde oluyor dünyada? Genellikle borsaların bir bölümü olarak ya da ayrı tüzel kişilik olarak faaliyet gösteriyorlar. Tabii geçmiş zamanlarda hep borsaların bölümü olarak kullanılmış, korumuş genellikle, sonradan bağımsız birimler haline gelmiştir, ki Takasbank'ın yapısı da aşağı yukarı spot piyasaların takası için İMKB'nin bünyesinde kurulmuş, sonra şirket olmuş, sonra da banka olmuştur. Yani, aynı trendi biz de geçirmeyiz.

Ayrı bir tüzel kişilik şeklinde örgütlenen takas merkezi yine borsa ya da borsa

üyeliğinin ortaklıklarıyla kuruluyor bu da bizim bankamızın yapısı da bunu doğruluyor. Takas merkezlerin üyeleri çoğunlukla ilgili borsaların üyeleri oluyor genellikle, yine bunu da bizim borsamız ve bizim takas merkezimizin üyeleri doğruluyor.

Takas merkezlerinde iki tür üyelik çeşidi genellikle gözlemleniyor. Sadece kendi portföylerinin ve kendi müşterilerinin takasını yapmaya yetkili kurumlar, ayrıca kendi işlemlerine ilaveten takas üyesi olamayan kurumların, yani finansal yeterlikleri yerine getiremeyip takas üyesi olamayan kurumların da takas işlemlerini gerçekleştirmeye yetkili kurumlar olarak iki biçimde yapılanmışlar.

Takas merkezleri takas üyesi olacak kurumları kendileri belirlerler. Risk yönetimini takas merkezleri yaptığı için biz bunu borsayla birlikte yapıyoruz. Üyeliğe kabul için finansal yeterlik aranır, sermaye büyüklüğü aranır ve teminatlar aranır, bu gibi kriterler aranır. Takas merkezleri de üyeler tarafından yatırılan işlem teminatları ve üyelerin katılımlarıyla oluşturulan garanti fonları ile takasa taraf olmaktadır. İşin temel noktası budur.

Takas merkezlerince ne tür teminatlar alınıyor? İşte nakit alınabiliyor, o ülkenin parası ya da döviz, devlet tahvilleri, hazine bonoları, hisse senetleri, kamu kesiminin ihraç ettiği bonolar, bankaların hamiline ihraç ettiği bonolar ve bankaların kendilerinin ihraç ettiği bonoları kabul edebiliyorlar. Çeşitli, dünyadaki çeşitli borsalar bu teminat çeşitlerinin bir çoğunu temel olarak kabul ediyorlar ama, diğerlerinde de çeşitlendirmeleri olabiliyor. Yanlarında görüyorsunuz hangi borsaların özellikle bazı özel teminatları kabul ettiğini.

Şimdi, birkaç ülke örneğinden bahsetmek istiyorum. Bir tanesi London Clearing House Clearnet Group, bu ikisi birleşti biliyorsunuz. Bu birleşmeden sonra, Belçika, Portekiz, Hollanda, Fransa ve İngiltere'deki birçok borsanın, Euronext, LIFFE gibi borsaların spot ve madeni takas işlemlerini gerçekleştiriyor, ki çok büyük bir organizasyon. Bunların ortakları biraz önce bahsettiğim borsalar. Bunlar türev araçların takasını nakit veya fiziki teslimat şeklinde de gerçekleştiriyor. Bu fiziki teslimat işlemlerine de dünyadaki büyük... antrepolar, eğer menkul kıymetlerse menkul kıymetlerin saklama kurumları aracılık ediyor. Bunlarda nakit takası genellikle ertesi gün yapılıyor, bizde aynı gün. London Clearing House'a bakarsak takas üyeliği, hem genel takas üyeliği hem de doğrudan takas üyeliği, yani borsa üyelerinin takas üyesi olduğu biçimde iki şekilde yapılıyor.

Garanti fonu herhangi bir hata probleminde gene devreye giriyor, görüyorsunuz 583 milyon sterlin 2003 Aralık ayı itibarıyla büyüklüğü. Yine üyelerin yatırdığı teminat ve tutarları ve garanti fonu dışında da olağanüstü durumlar için bir mali güvenlik

sigortası şirketi anlaşmışlar ve 200 milyon sterlin tutarında bir garanti sözleşmesi imzalamışlar.

Yine London Clearing House'un 2003 yılında takasını gerçekleştirdiği spot piyasa kontrat sayısı 184.44 milyon adet, türev piyasalar kontrat sayısı da 800.7 milyon. Görüyorsunuz ikisinin arasındaki dramatik farkı, inşallah umut ediyoruz ki bizim borsamız da bu günleri çok uzak olmayan süreçlerde, sürelerde görecektir. Buradaki takas üyelik şartlarında kısaca bazı rakamlar veriyorum, bunları geçeyim. Yine başka bir ülke örneğine. Eurexx Clearing A.G., bu da Alman ve İsviçre borsaları tarafından kurulmuş Eurexx Frankfurt ve Eurexx Zürih borsalarında işlem gören finansal araçların takas işlemlerini yapmakta. Bunlar üyelerine karşı garantör konumunda, yine takası nakit ya da çoğunlukla nakit teslimat şeklinde ve ertesi gün yine takası dikkati çeken bir unsur. Bunların garanti fonu da 528 milyon €.

Yine bir başka örnek, Eurexx 2003 yılında yaklaşık 1 milyar sözleşme gerçekleştirmiş. Bunların da takas üyeliği aynı biçimde. Doğrudan takas üyesi ve genel takas üyesi şeklinde. Teminat tutarlarını da görüyorsunuz 1 milyon € ve genel takas üyesi için de 5 milyon €.

Bir de bize yakın olabileceğini düşündüğümüz, ama bizden daha önce vadeli işlemler piyasası faaliyetlerine başlamış olan Atina Vadeli İşlemler Borsası'nın bir durumuna bakalım. Atina Türev Araçları Borsası Takas Merkezi sadece türev araçlarının takas merkezi, takas işlemlerini gerçekleştiriyor. Bunlar da üyelerine karşı garantör konumunda. Yine takas üyeliği bizim gibi hem doğrudan takas üyeliği, yani üyelerin takas üyesi olduğu, kendi işlemlerini gerçekleştirdiği, bir de genel takas üyesi şeklinde. Bunlarda da hem nakit uzlaşma hem de fiziki teslim mümkün ve takas yine Avrupa'nın diğer borsalarında olduğu gibi bizden farklı olarak bir piyasa yapıcılığı sistemi var. Yine bunun bünyesinde garanti fonu bulunmuyor enteresan olarak, fakat Atina Borsası, spot borsa bu vadeli işlemler borsasını da kapsayan bir garanti fonuna sahip.

Takas üyelik şartları da gördüğünüz gibi doğrudan takas üyeleri için 2.9 milyon €, gene takas üyeleri için de 11.7 milyon €. Şimdi, geliyoruz bizim kendi takas kurumumuz olan Takasbank'in durumuna.

Şimdi, Takasbank niye vadeli işlemlerin takas merkezi olmalı? Bir kere şu anda İMKB'de gerçekleşen tüm spot piyasa menkul kıymetlerin alım satım işlemlerinin takasını yapıyor, şu an itibarıyla merkezi saklama kuruluşu, fakat yakın bir gelecekte bu pozisyonunu yeni kurulan merkezi kayıt kuruluşuna devredecek.

Vadeli İşlem Opsiyon Borsası'nın takas merkezi konumunu şu anda Sermaye Piyasası

Kurulu kararıyla koruyor ve bir para piyasası işletiyor. Dünyadaki diğer örneklerinden farklı olarak para ve sermaye piyasaları arasındaki akışkanlığı, geçişkenliği kolaylıkla sağlamak, bir piyasa olan borçların diğer piyasaya olan alacaklardan kolaylıkla karşılanması ya da bir piyasadaki alacakların diğer piyasalarda, alternatif piyasalarda valör kaybetmeksizin değerlendirilmesini sağlayan bir sistemi var ve diğer ulusal numaralandırma kuruluşu özelliği var ve yatırım fonlarıyla bireysel emeklilik fonlarının takas merkezi konumunda, saklama merkezi konumunda. Şöyle ki, Takasbank merkezli olarak sermaye piyasasındaki diğer tüm kurum ve kuruluşlarla ilgisini gözetleyecek olursak Takasbank'ın neden Vadeli İşlemler Piyasası'nda takas merkezi olması gerektiği ya da olmasındaki isabet ortaya çıkmaktadır.

Teknolojik altyapımız oldukça güçlüdür, bütün yazılımlarımız kendimiz tarafından yapılmakta, bütün üyelerimiz Takasbank'a uzaktan erişimle işlemlerini kendilerini yapabilmekte, bu teminat yönetimi konusunda üyelere çok büyük bir elastikiyet sağlamaktadır. Ciddi bir acil durum merkezimiz vardır, hakikaten bu konuda ciddi, başarılı bir örnektir ve bu konuda bunu ben kendim kendi kurumumu methetmek için söylemiyorum. Biz sürekli yurtdışı borsaların saklama merkezlerinden aldığımız yeterliklerden dolayı sürekli denetleniyoruz, bunu onlar söylüyorlar. Aynı şekilde Ankara'da da bir yedekleme ünitesi kurulma çalışmaları var ve bütün verilerimiz de on-line olarak bir başka yerdeki, felaket durum merkezimize yedeklenmektedir.

Takasbank olarak VOBAS'la bir sözleşme yaptık ve Sermaye Piyasası Kurulu kararıyla takas merkezi olarak belirledik. Şimdi, biz Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın takas merkezi olarak alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı rolünü üstleniyoruz.

Konuşmamın başında bu rolden bahsederken bir küçük açıklama yapmıştım. Bu alıcıya karşı satıcı olma, satıcıya karşı alıcı olma konumu birbirlerinin yerine işlemlerin sağlıklı ve teminatlarının sürekliliğinin sağlanması biçiminde onları sağlamak üzere, onları gerçekleştirmek üzere yer almak biçimindedir. Yoksa Takasbank'ın herhangi bir pozisyon alan konumu yoktur.

Vadeli İşlemler Borsasındaki takas esaslarına şöyle kısaca bakacak olursak, birincisi dünya örneklerinden biraz farklı olarak, volatilitenin daha yüksek olacağı endişesiyle ya da onu absorbe edebilmek amacıyla gerçekleşen işlemlerin takasının aynı günde tamamlanacağı bir kural.

Alım satımlar fiziki teslimat değil, nakit uzlaşma şeklinde gerçekleştiriyor ve peşin teminat esasıyla, yani işlem yapılmadan önce teminat yatırma esasıyla gerçekleşiyor, gerçekleşebiliyor.

Teminat tamamlama yükümlülükleri nakit olarak yerine getirilmek durumunda. Teminat

yatırma, çekme, değerlendirme, hesapların güncelleştirilmesi ve yükümlülüklerin yerine getirilmesi, hepsi alt hesap bazından gerçekleştirilecektir. İşte bu bizim dünyadaki diğer takas merkezlerinden farklı olarak takas merkezince, takas üyelerine aslında dünya örneklerinde verilmiş olan yükümlülüklerin bir kısmı takas merkezi üzerinde gibi gözükmekte, bu da bütün işlemlerin alt hesap, yani müşteri yatırımcı bazında risk takibinin yapılmasını sağlayan bir yapı vardır. Temerrüt durumunda işte işlem teminatları ve garanti fonu kullanılacak, takasın en son saati de 16.30'dur.

Bankamızın bu konudaki fonksiyonu nedir? Bir kere takas üyelerinin borsayla belirlenmesi var, işlemlerde merkezi yapıya muhatap, merkezi muhatap rolü var, vadeli işlem piyasalarının mali yeterliliğini ve güvenilirliğini işlem teminatları ve garanti fonuyla sağlamak. Burada bir gözlem; teminatların sağlığının gözlenmesi; teminatların, pozisyonların büyüklüğüne, pozisyonların durumuna göre gidişatını gözlemek ve işlemlerin sağlığını temin etmek, teminata kabul edilen kıymetlerin belirlenmesi ve teminat yatırımı çekme prosedürlerinin düzenlenmesi, üye ve müşteri bazında nakit ve nakit dışı teminat pozisyon hesaplarının tutulması, ait oldukları piyasalardaki oluşan fiyatlara göre yatırılan teminatların günlük değerlendirilmesi. Teminatların takibi ve kompozisyon kontrolü, müşteri bazında hesap güncelleştirme işlemleri, günlük kar zarar tahsilatı veya ödenmesi. Yani, pozisyonlarda günlük kar varsa ödenmesi, eğer zarar varsa, sürdürme teminatının da altına düşünüyorsa teminat tamamlama çağrısıyla yeniden sürdürülebilir teminat düzeyine, başlangıç teminat düzeyine getirilmesi.

Temerrütlerin ilanı ve takibi, teminatların gerektiğinde nakde çevrilerek yükümlülüklerin yerine getirilmesi sağlanması. İşte bu alacıya karşı satıcı satıcıya karşı alıcı olmanın gereği. Üyeler arası hesap aktarım işlemleri, büyük pozisyonların ve global hesap pozisyonların tutulması ve bunların takibi, teminattaki menkul kıymetlerin yönetimi. Eğer, teminattaysa, senedi varsa bunların sermaye artırımları ve temettü ödemelerinin takibi. Eğer, tahvil bono varsa bunların itfalarının ya da kupon ödemelerinin tahsilatı ve bunların ilgili hesaplara aktarılması. Garanti fonu, inşallah gerekmez, gerektiğinde kullanım, yönetimi ve gerektiğinde kullanılması. Yine takas üyelerinin garanti fonu katkı paylarının her katılımcı bazında hesap tutarak sağlamak ve bunların yönetimi yapmak. İşlem ve garanti fonundaki tutarların da nemalandırmak ve takas üyeleri de eğitmek olarak söylenebilir.

Bizde de iki tür takas üyeliğinden bahsetmek mümkün. Bir tanesi genel takas üyesi ama, bu şimdilik kullanılmayacak. İkincisi doğrudan takas üyesi. Kuruluş aşamasında göreceli olarak hacim ve risklerin daha kolay yönetilebilecek düzeylerde oluşabileceğini var sayımından hareket ederek piyasalarda işlem yapılabilirliği kolay

kılmak bakımından VOBAS'ın da talebiyle doğrudan takas üyeliği benimsendi, bundan başlanması öngörüldü ve borsa üyelik şartlarının yerinde getirilmesinde takas üyelik şartlarının yeterliliği olarak kabul ettik.

Tabii bu durum gelişen piyasa koşullarında artan risklerin takibine göre değişebilecektir mutlaka, dünya uygulamalarına adapte edilebilecektir. Dünya uygulamalarında takas kurumları genellikle üyelik teminatları ve sermaye koşullarının yüksek düzeylerde belirleyerek, hatta sistemi sigortalamak şeklinde de takası garanti edebiliyorlar ve buralarda sistemin sağlığı, tamamen takas üyelerinin takas merkezine karşı sorumluluğuyla sağlanıyor. Yani, arkasındaki müşterilerin pozisyonlarının takibi ve onların sağlıkları takas üyeliklerinin tamamen sorumluluğunda oluyor.

Dolayısıyla, garanti fonuna garanti işlemini, buradaki garanti işlemini bir sigorta jargonuyla anlamak belki daha doğru olur. Çünkü, dünyadaki takas sistemlerinde bile garantilerin bir üst sınırı var, sigortalanmış olan garanti sistemlerinin bile.

Bizim sistemimizde dünya uygulamalıyla risk yönetimi açımızdan bizim lehimize bir fark var, biraz önce de vurgulamıştım. Piyasa yapıcısı henüz sistemin içerisinde olmadığı için şu an itibarıyla pek kullanılmayacak.

Teminat çeşitlerine bakacak olursak başlangıç teminatı var, sürdürme teminatı var, ki bu başlangıç teminatının %75'i. Başlangıç teminatı ile pozisyonun değeri eğer %75'in altına düşüyorsa değerlemesi o zaman teminat tamamlama çağrısıyla başlangıç teminatına tamamlanması zorunluluğu var. Olağanüstü durum teminatı var. Bu borsanın olağanüstü durumların koşulların varlığı hâlinde başvurabileceği bir yöntem ve garanti fonu teminatı var.

Teminat türlerini şurada görüyorsunuz, nakit, döviz, hazine bonusu, devlet tahvili, hisse senedi ve borsa yatırım fonu, yatırım fonu ve teminat mektubu olabiliyor. Bunlardan teminat mektubunu garanti fonuna kabul ediyoruz, fakat işlem teminatları içerisinde kabul etmiyoruz. Sebebi de teminat mektubunun bütünlük arz etmesidir, yani küçük pozisyonlarda teminata başvurmak gerektiğinde teminat mektubunun likidite çevrilmesi eğer teminat mektubunun bütünlüğünü bozması açısından üyenin çok daha fazla aleyhine durum yaratabiliyor.

Çok kısaca garanti fonundan da bahsederek konuşmamı bitireceğim. Garanti fonu olası temerrüt durumlarında takas yükümlülüklerinin yerine getirilmesini teminen borsa tarafından tüm takas üyelerinin katılımıyla oluşturuluyor. Bu takas üyelerinin garanti fonuna yapacağı katkı tutarları da borsa tarafından belirleniyor. Bu garanti fonunun temsil ve idaresi mevzuatla takas merkezine bırakılmış. Bunun sürdürme oranı %90, yani işlem teminatı gibi %75 değil. Garanti fonu teminatı 20.000.000

YTL değerindeki açık pozisyon büyüklük için, oraya kadar ki riskler için 200.000 YTL karşılığı, yani %1'e denk geliyor. Açık pozisyona bağlı olarak da her 10.000.000 YTL risk büyüklüğü tranşı içinde 100.000 YTL ilave katkıda bulunmasını gerektiren bir biçimi var ve katkı payının %20'sinin nakit ödenmesi gerekiyor. Ben izninizle konuşmamı burada bitiriyorum, sabrınız için teşekkür ediyorum.

Oturum Başkanı: Prof. Dr. Kürşad AYDOĞAN
(Bilkent Üniversitesi)

Çok teşekkür ederiz Emin Bey. Efendim, şimdi konuşmacımız Sayın Metin Aytekin, TARIŞ Menkul Değerler A.Ş. Genel Müdürü. Buyurun efendim.

METİN AYTEKİN
(TARIŞ Menkul Değerler A.Ş. Genel Müdürü)

Değerli konuklar, bugün burada düzenlenen bu toplantıların amacı Türkiye'nin finansal piyasalarında yeni bir oluşum olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın faaliyete başlıyor olmasının önemini vurgulamaktır. Bu önemli günün ülkemiz ekonomisi ve finans piyasaları için önemli milatlardan biri olması dilekelerimle sözüme başlamak istiyorum.

Bana ayrılan sürede kısaca önce genel olarak Vadeli İşlemler Piyasaları'nın ülke ekonomisi ve finansal piyasalar için öneminden bahsedecek, bu piyasaların katkılarına ve yaratacağı fırsatlara değinecek ve kısaca da olası risklerden ve tehditlerden bahsedeceğim.

Piyanın geleceği konusunda konuşmadan önce vadeli işlemleri ve ortaya çıkış sebeplerini iyi analiz etmek gerekiyor. Bu nedenle biraz tekrar gibi olacak ama, geçmişten bugüne kavramlara bakmakta fayda var diye düşünüyorum.

Vadeli işlem sözleşmelerin geçmişı çok eskilere dayanmakla birlikte organize ilk piyasalar Chicago'da, Chicago Board of Trade, Chicago Ticaret Borsası ya da kısaca CBOT diye bilinen ilk vadeli işlemler borsanın kuruluş yıllarına kadar dayanıyor. Ürün standartlaşmasının bir sonucu olarak buğday piyasasında buğday makbuzları alıp satılmaya başlanıyor. Yani, tonlarca buğdayın el değiştirmesi yerine sadece makbuzlar işleme başlanıyor. Buğday piyasasında makbuz alıp satanlar ekim zamanıyla

hasat zamanı arasında ciddi fiyat oynamalarının yerini gitgide daha yumuşak hareketlere bıraktığını, dolayısıyla zaman içerisinde volatilitenin azaldığını görüyorlar. Hedging dediğimiz riskten korunma kavramı böylece ortaya çıkıyor.

Daha sonra teminatlandırma sistemi olan margin kuralı uygulamaya konuluyor, derken çok sayıda katılımcının bir araya gelmesine imkân veren trading pit dediğimiz işlem salonu kavramı gelişiyor.

1871 yılında Chicago'da şehrin büyük bir kısmıyla birlikte Board of Trade'in bulunduğu binanın da yıkılması, yanmasına sebep olan bir büyük bir yangın yaşanıyor. Mevcut kontratların taraflar arasında takası için Clearing House denilen bir komite koşturuluyor, böylece Clearing House, yani takas merkezi kavramı da ilk defa literatürümüze girmiş oluyor.

Chicago Ticaret Borsası'nın hızlı gelişmesiyle Chicago tereyağı ve yumurta borsası kuruluyor, ki daha sonra bu borsa bugün en büyük borsalardan biri olan Chicago Mercantile Exchange, yani CME olacaktır. Yine New York'ta kurulan tereyağı ve peynir borsası da bugün ağırlıklı olarak enerji ürünlerinin işlem gördüğü, enerji ürünlerinin ve metallerin işlem gördüğü New York Mercantile Exchange, yani NYMEX'sin temelini oluşturacaktır.

Ürün piyasalarında vadeli işlemlerin gelişimini hızla devam ettirirken finansal vadeli işlem sözleşmelerine henüz rastlamıyoruz. Sabahki konuşmalar sırasında Sayın Serdengeçti Milton Friedman'dan bahsetti, ben de size Friedman'la ilgili olarak kısaca bir olay aktarmak istiyorum. 1960'ların sonunda döviz future'ları henüz ortaya çıkmadan önce Milton Friedman İngiliz para birimi olan pound'la kısa pozisyon almaya çalışıyor ve bunun için Chicago bankalarını ikna etmeye çalışıyor, ama Chicago bankaları sadece kurumlarla çalıştıkları bireylerle çalışmadıkları için bunu kabul etmiyorlar. Friedman o tarihlerde Chicago Üniversitesi'nde ekonomi profesörüdür ve (anlaşılmadı) sisteminin kısa süre içerisinde çökeceğine ve pound'un dolara karşı hızla değer yitireceğine inanıyor.

Aynı dönemde CME'nin başkan yardımcısı olan Leo Melamed, telaffuzum yanlış olabilir, Leo Melamed Friedman'a geliyor ve döviz vadeli işlem fikrini anlatıyor. Friedman göz yaşları içerisinde bunun ne kadar harika bir fikir olduğunu ve tam da ihtiyaçları olan şey olduğunu söylüyor. Melamed, Friedman'a bu konuda destekleyici bir yazı yazması için ikna etmeye çalışıyor, ama Friedman tabii konuşma sırasında kendisinin her şeyden önce bir kapitalist olduğunu hatırlatıyor ve nihayetinde 5.000 dolara anlaşıyorlar. Friedman 5.000 dolar karşılığında döviz future'larının neden gerekli olduğunu ve dünyanın neden bu enstrümanı kullanması gerektiğini anlatan

11 sayfalık ünlü bir makale yazıyor.

Friedman, birkaç sene sonra 1976'da, ekonomi dalında Nobel  d l  alacaktır ama, döviz future'ları çalışması dolayısıyla ilk para arza ilişkin çalışmasıyla. Evet, fazla uzatmayalım, CME'nin döviz future'larını başlatmasıyla bir adım geri düşen CBOT faiz future'larını geliştiriyor, derken 1982'de opsiyonlar ve hemen arkasından da endeks future işlemleri başlıyor. Gelişme hızı ise bilindiği gibi çok hızlı, sürekli katlanarak çok büyük oranlara ulaşmıştır. Tezgahüstü dediğimiz OTC piyasaları ise çok daha büyük bir oranda gelişerek organize borsaların iki katı kadar bir büyüklüğe ulaşmıştır.

şimdi, türev piyasaların geçirdiği aşamalara baktığımızda en önemli sonucun şu olduğunu görüyoruz. Türev araçlar belli bir ihtiyaç için tasarlanmış ve uygulamaya konulmuştur. Bu ihtiyaç, risk transferidir. (anlaşılamadı) future kontratları fiyat dalgalanmalarının arttığı 1860'lı yıllarda işlem görmeye başlamıştır. Döviz future'larının yaygınlaşması ise yine kurların serbestçe dalgalandığı, dolayısıyla kur riskinin arttığı 1970'li yılların başlarında bu yeni risk (anlaşılamadı) bir tepki olarak doğmuştur. Faiz riskinin arttığı 1980'li yılların başları ise değişken faizli tahvillerin ve bono future'larının temel tetikleyicisi olmuştur.

Dolayısıyla, bunun altını önemle çizmemiz gerekiyor. Bu piyasalar ekonomik gereklilikler sonucu ve riskin arttığı dönemlerde ortaya çıkmışlardır, buna bağlı olarak da gelişimlerini devam ettirmektedirler. Global piyasalara baktığımızda risklerin azalmadığını, tam tersine artmaya devam ettiğini görüyoruz. Bu da demektir ki türev piyasalar gelişimini tüm dünyada devam ettirecektir.

Günümüzde finansal varlıkların fiyat riski bir şirketin sadece dönemsel k rını etkilemekle kalmıyor, daha önemlisi o şirketin varlığını sürdürüp s rd remeyeceğinin de belirleyicisi olabiliyor. Döviz kuru, faiz oranı ve mal fiyatlarındaki beklenmeyen iniş çıkışların yarattığı riskin günümüzde görmezden gelinmesi mümkün değildir. Bir firmanın çok gelişmiş bir teknolojiye sahip olması, iş gücü ve diğer girdi maliyetlerinin düşük olması ya da g c l  bir satış ağına sahip olması artık yeterli değil. Çünkü, fiyatlardaki büyük oynaklıklar iyi çalışan firmaların bile piyasadan silinmesine neden olabilmektedir.

Volatilite sadece finansal ürünlerde değil mal piyasalarında da artmaya devam etmektedir. Mal piyasaları veya ürün piyasaları deyince aklımıza ilk gelen ürün ise petrol olmaktadır. Petrol fiyatlarında son zamanlarda yaşanan aşırı oynaklık yeni bir fenomen de değildir. Diğer  r n fiyatlarında da ciddi anlamda dalgalanmalar yaşandığını görüyoruz.

Döviz kurundaki değişimlerin ürün fiyatlarına doğrudan etkisinin yanı sıra faiz oranlarındaki değişimler, stok tutma maliyetlerini belirleyerek ürün stoklarını ve dolayısıyla da fiyatları yakından etkilemektedir. Ürün fiyatlarındaki bu dalgalanmalara bağlı olarak servetlerin şirketler ve hatta ülkeler arasında hızla el değiştirebildiğini görmekteyiz. Finansal piyasalar bu duruma yeni enstrümanlarla tepki vermekte gecikmemiş, türev işlemler hızla yaygınlaşmıştır.

Şimdi, aklımıza haklı olarak şu soru geliyor: Dünyanın volatilitenin artması sonucu ihtiyaç duyulan türev piyasaları biz kendi ülkemizde volatilitenin azalmakta olduğu bir ortamda uygulamaya sokuyoruz, acaba yanlış mı yapıyoruz?

Aslında bu sorunun cevabını sabah Sayın Serdengeçti verdi. Aşırı volatilitenin olduğu kronik yüksek enflasyon dönemlerinde yaşadığımız finansal krizler de dikkate alındığında vadeli piyasaların o dönemler için çalışmasının güç olduğunu söylemek zor değil.

Zamanlama olarak vadeli işlemlerde geç kalındığı görüşüne katılmamakla birlikte ekonomik istikrar henüz tam yerleşmediği için piyasaların erken olduğu düşüncesine de katılmıyorum. Vadeli işlemlerin en önemli fonksiyonlarından bir tanesi de gelecekteki fiyatların bugünden keşfedilmesidir. Dolayısıyla, vadeli işlemlerin ekonomik istikrarı sağlamada en önemli enstrümanlardan biri olduğu unutulmamalıdır.

Şu ana kadar herhangi bir problemle karşılaşmadan uyguladığımız dalgalı kur sistemi ve Avrupa Birliği çabasıyla yakalanan olumlu değişim süreci bu yeni enstrümanlarla piyasa mekanizmasının güçlenmesi için çok uygun bir ortam yaratmıştır.

Türev piyasaların bir ekonomide gelişebilmesinin en önemli koşullarından biri güçlü spot yasaların varlığıdır. Bugün sözleşmeleri işleme başlayacak olan döviz, hazine bonusu, hisse senedi piyasaları gerek insan kaynağı, gerekse teknolojik olarak son derece gelişmiş işlem hacmi ve katılımcı çeşidi itibarıyla derinliği olan piyasalardır. Keza pamuk ve buğday da çok uzun yıllardan beri kurulları ve kurumlarıyla oturmuş etkili spot piyasalara sahiptirler. Zamanla ekonomimizin ihtiyaç duyduğu yeni ürünlerinde VOB'da işlem görmesini beklemekteyiz.

Avrupa Birliği sürecinde şirketlerimizin yurtdışındaki şirketlerle rekabet edebilmeleri ve var olan rekabet dezavantajlarını bertaraf edebilmeleri hayati önem taşımaktadır. Firmalar ana faaliyet konularına yoğunlaşmalı, zamanlarını ve konsantrasyonlarını finansal riskleri tahmin etmek için harcamamalıdır. Türev araçlar finansal sistemin etkinliğini artırarak optimum kaynak dağılımı sağlayacak ve ekonomik büyümeyi teşvik edecektir. Finansal sistemin görevi ödünç verilebilir fonların en etkin şekilde ödünç almak isteyenlere transferini sağlamaktır.

Bu şekilde yatırım ve büyüme süreci ekonomik refahın artmasına katkı sağlayacaktır. Bir ülkenin finansal sisteminin fon dolaşımını en iyi şekilde yerine getirmesi, yani finansal sistemin etkinliği ülke ekonomisi için son derece önemlidir. Finansal sistemin etkinliği esas itibarıyla tasarrufların en verimli şekilde yatırımlara dönüştürülmesine, bu dönüşümün ödünç veren ve alanlara maliyetinin düşük olmasına ve tüm piyasaların en iyi şekilde entegrasyonuna bağlıdır.

Türev araçlar maliyetlerin düşmesi, yeni finansal çözümlerin sunulması ve hizmet kalitesinin artırılması yoluyla finansal sistemin etkinliği artıracak, böylelikle de ülke ekonomisine maksimum katkıyı sağlayacaktır.

Vadeli İşlem Piyasaları'nın finansal sistem için çok önemli olduğu konusunda kimsenin şüphesi yoktur. Dolayısıyla da bu piyasanın doğru ve etkin bir şekilde işlemesi için muhtemel bazı risklerin önceden bertaraf edilmesi önemlidir. Piyasamızın doğru temeller üzerine oturmuş olması riskleri en aza indirmektedir. Bu nedenle özellikle VOB, SPK ve Takasbank başta olmak üzere piyasanın kuruluşunda emeği geçen herkesi teşekkür borçluyuz. Yine de karşılaşılabilecek bazı problemlerin şimdiden tartışılmasında yarar görmekteyiz.

Vadeli işlem sözleşmelerinin alım satımından doğan riskin iyi yönetilebilmesi için başlangıç teminatının yeterli ve teminat tamamlama prosedürlerinin de eksiksiz, etkin olması çok büyük önem taşımaktadır.

Teminat düzenlemesinin esas amacı karşı taraf riskinin bertaraf edilebilmesi için bir günde meydana gelebilecek fiyat değişimlerine karşı önlem alınmasıdır. Ancak ülkemizde geçmişte yaşanan krizler ve finansal ürünlerin fiyatlarındaki aynı değişimlerin yüksekliği teminat sistemi konusunda çok dikkatli olunması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Diğer önemli risklerden bir tanesi de, ülkemizde bu piyasaların yeterince tanınmaması ve yüksek oranda kaldıraç ihtiva etmesi nedeniyle yatırımcıların karşılaşılabileceği zarar riskinin yüksekliğidir. Yüksek kaldıraç oranı riski seven bazı yatırımcılar için bu piyasanın cazip görünmesine neden olacaktır. Ancak piyasaların yeterince bilinmemesi ve zarar riskinin yüksek olması yatırımcıların ciddi kayıplara uğrayarak piyasadan uzaklaşmalarına neden olabilir.

Burada yine aracı kurumlara büyük bir sorumluluk düştüğünü kabul etmeliyiz. Bizlere düşen görev yatırımcılara bu piyasanın çok iyi anlatılması ve yatırımcıların bilinçli tercih yapmalarının sağlanmasıdır.

Yatırımcıların bilgilendirilmesi konusunun sadece aracı kurumlara bırakılmaması

gerektiğini, bu konuda SPK, VOB ve özellikle de Aracı Kuruluşlar Birliği'ne önemli görevler düştüğünü ifade etmek istiyorum.

Bu konuda biz kendi adımıza elimizden gelen katkıyı yapmaya hazırız, zaten eğitim ve tanıtım faaliyetlerimizi de hızla devam ettiriyoruz.

Piyasaların yeterince bilinmemesi, katılımcı sayısının az olmasını, dolayısıyla başlangıçta likidite olmaması sonucunu ortaya çıkarabilir. Bu konuda piyasanın yakından takip edilmesi ve uygulamada ortaya çıkabilecek sorunları gecikmeksizin çözebilecek hızlı karar alma mekanizmalarının oluşturulması önem taşımaktadır.

Bu saydıklarım piyasamızın karşılaşılabileceği bazı sorunlar. Bu asıl sorun bilinmesi ve tartışılması piyasamız için yararlıdır diye düşünüyoruz. Bu tür sorunlar her piyasa için söz konusu olabilir, ama bizim bu piyasaya ve piyasa aktörlerine olan güvenimiz tamdır. El ele vererek tüm sorunların üstesinden geleceğimize ve piyasamızı hak ettiği yere ulaştıracağımıza inanıyoruz.

Peki, VOB'un finansal sistemimize ve dolayısıyla ekonomimize etkileri ne olacaktır, uygulamada ne tür fırsatlar ve yenilikler ortaya çıkacaktır? Reel ekonomik birimler için risk transferine imkân vermesi ve dolayısıyla ülkemiz şirketlerinin yabancı şirketlerle rekabet gücünü artırması en temel kazanımlarımızdan biridir.

Yurtdışında bankalar, yatırım şirketleri, sigorta şirketleri ve fonların tamamı, yani finansal kuruluşlar türev araçları yoğun olarak kullanmaktalar. Finansal olmayan kuruluşların ise büyük kısmı Sayın Serdengeçti sabah yine bahsetti, türev araçları kullanmaktadırlar. Riskten korunma, yani hedging konusunu şirketlerimizde hızla uygulama alanı bulacağını düşünüyorum.

Enflasyon düşmesiyle birlikte daralan kâr marjları firmalar için etkin risk yapma, yönetimi yapma zorunluluğunu ortaya koymaktadır. Artık şirketler finansal piyasalardaki dalgalanmalara daha hassas hale gelmişlerdir. Faizlerdeki, döviz kurlarındaki veya mal fiyatlarındaki aşağı yukarı oynamalar kârları ciddi bir biçimde etkilemektedir. Dalgalanmanın boyutunun yüksek olması önemli zararların ortaya çıkmasına, şirketlerin önemli zafiyetlere uğramasına ve hatta iflase kadar gidebilecek sıkıntılara yol açabilmektedir.

Bu nedenle şirketlerimizin risk yönetimine artık daha fazla önem vermeleri bir zorunluluk haline gelmiştir. Vadeli işlemler şirketlerimizin maruz kaldığı risklerin çok büyük bir bölümünü transfer etme fırsatı yaratacaktır.

Reel sektöre kullandırılan kredilerde risk yönetimi yapan, kendini hedge eden şirketlerin kredi maliyetleri düşecektir. Bankalar risk yönetimi kültürü oluşmuş

hedging tekniklerini etkin biçimde kullanabilen şirketlere kredi kullanırken daha istekli olacaklardır. Şirketlerimizin risk yönetimi bölümleri oluşturulacak ve aktif çalışacaklardır. Buna paralel olarak finansal kuruluşlar da kendilerini bu yeni oluşuma uydurmak üzere yeniden yapılanma zorunda kalacaklardır.

VOB'un katılımcı sayısının ve derinliğinin artmasıyla birlikte finansal sistemimizin ve ekonomik yapının önemli kazanımlar elde edeceğine inanıyorum. Finansal sistemin aktörleri her şeyden önce yeni bir enstrümana sahip olacaklar. Yarın, yani 4 Şubat itibarıyla Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve daha sonra da Opsiyon Sözleşmeleriyle farklı ürünlere kavuşmuş olacağız.

Yatırım araçlarındaki bu çeşitlenme bir anlayış farkına neden olacaktır. Mevcut sistemde yatırım araçları bellidir ve yatırımcı bunlardan birini seçerek tasarruflarını değerlendirir. Yapabileceği en fazla şey birden çok araca yatırım yaparak riski dağıtmaktır. Yatırımcı kendini mevcut araçlara uydurur. Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerinin işlem görmeye başlamasıyla artık belirleyici olan yatırımcının istekleri olacaktır. İşlem gören finansal araçlar yatırımcıların talebine uygun olarak yeniden dizayn edilecek, yaratıcılık önem kazanacaktır. Bu durum hep spot piyasaları geliştirecek hem de yeni finansal çözümler ve yeni hizmetler ortaya çıkarak finansal sistemin gelişimine katkıda bulunacaktır.

Vadeli piyasalar yoluyla spot piyasalarda karşılaşılan risklerin hedging edilmesi mümkün olduğundan bugüne dek spot piyasadaki riskleri alamayan yatırımcılar ve fonlar artık her iki piyasayı birlikte kullanmak suretiyle spot piyasanın gelişimine de katkıda bulunacaklardır.

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası'nda gerek spekülasyon, gerekse hedging amaçlı işlemler karmaşık stratejilerin uygulanabilir olması ve yüksek risk taşımaları nedeniyle özel bir uzmanlık gerektirmektedir. Bu durum risk yönetim danışmanlığı, finansal mühendislik, vadeli işlem yatırım danışmanlığı ve vadeli işlem aracılık faaliyetleri gibi yeni finansal hizmetlerin ve bu alanlarda uzman kuruluşların ortaya çıkmasına neden olacaktır.

Bankalar ve sigorta şirketleri gibi finansal kuruluşlar ile yatırım fonları, yatırım ortaklığı ve emeklilik şirketleri de bu enstrümanlarından yararlanarak kendi risklerini transfer etme yoluna gideceklerdir. Bankalar devlet iç borçlanma senetlerinde taşıdıkları pozisyonların VOB'ta kısa, yani short pozisyon olarak hedge edebileceklerdir. Artan risk algılaması dolayısıyla pozisyon azaltmak yerine vadeli işlemlerde karşı pozisyon alarak hedge yapmak işlem maliyetlerini azaltacaktır. Aynı şekilde döviz piyasasında da bankaların sahip oldukları farklı pozisyonlar dolayısıyla sürekli ayarlama ihtiyaçları

olmaktadır. Bu ayarlamaları en kolay yapabilecekleri yer vadeli işlem sözleşmeleri olacaktır.

Bankalar vadeli işlemler aracılığıyla aktif pasif yönetimini de daha kolay yapabilecekler, vade uyumsuzluklarını ortadan kaldıracıdır. Piyasanın hızlı ve düşük maliyetli bir şekilde hedging'e imkân tanınması pek çok alanda iş hacimlerinin ve dolayısıyla da gelirlerin artmasına katkıda bulunacaktır.

Portföy yönetim faaliyetleri çerçevesinde yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve özel emeklilik şirketleri vadeli işlemleri yoğun olarak kullanacaktır. Portföy teorisi esas itibarıyla bir yatırımcının tüm parasını tek sepete koyması yerine birden çok sepete koyması anlamına gelir. Amaç, çeşitlendirme yaratarak riski azaltmaktır. Esasen endeks vadeli işlem sözleşmelerinin ortaya çıkışı Markowitz'in ünlü portföy teorisi sonucunda gerçekleşmiştir. Portföy teorisi belli bir sayının üstündeki senetten oluşturulan portföylerin yaklaşık olarak endeks gibi hareket ettiğini, dolayısıyla sistematik olmayan riskin neredeyse tamamen elimine ettiği sonucuna ulaşmaktaydı. Kurumsal yatırımcılar bu teoriden hareketle portföy oluştururken çeşitlendirmeye giderler. Ancak, çok sayıda senedin artan piyasa riskine bağlı olarak satılması son derece zor ve maliyetli bir süreçtir. Zira, artan risk satıcıları da artırır ve çoğu zaman portföyleri küçültmek için yeterli alıcı bulunamaz. Bu durumda ya önemli zararlar göze alınarak pozisyonlar kapatılır ya da hiçbir şey yapılmadan piyasanın normalleşmesi belirlenir.

Sonuçta her iki durumda da yatırımcılar, her iki durumda da yatırımcıları kaybetmek ve küçülmek durumuyla karşı karşıya kalırlar. Endeks küçültme kontratlarının en önemli avantajı tüm bu işlemlerin çok hızlı ve düşük maliyetle yapılmasını sağlamasıdır.

Ülkemizde yatırım fonları büyüklüğü 18 milyar dolara ulaşmasına rağmen A tipi, yani hisse senedi ağırlıklı fonların büyüklüğü sadece 500 milyon dolar civarlarında kalmıştır. Bu fonlar istenen getiriyi, istenen gelişmeyi sağlayamamıştır.

Endeks future'larıyla birlikte fon yöneticilerinin artık düşük getiri için mazereti kalmayacaktır. Gerçek rekabet ve iyi portföy yönetimi enflasyonun düşmesinin de etkisiyle artık daha öne çıkacak ve portföy yönetimi ve portföy yöneticileri hak ettikleri öneme kavuşacaklardır.

Tüm bu fırsatlar aslında piyasanın gelişim yönü hakkında önemli ipuçları sunmaktadır. Konuşmamı bitirmeden önce son olarak ifade etmek gerekirse en önemli fırsatların yine aracı kurumlar için söz konusu olduğunu, buna paralel olarak aracı kurumların risk yönetimi konusunda önemli sorumluluklar üstlendiğini düşünüyoruz.

Bir aracı kurum temsilcisi olarak sektörümüzün bu sorumluluğu üstlenecek insan kaynağına ve teknolojik gelişme düzeyine sahip olduğuna inanıyoruz. Teşekkür ediyorum.

Oturum Başkanı: Prof. Dr. Kürşad AYDOĞAN
(Bilkent Üniversitesi)

Teşekkürler Sayın Metin Aytekin. Süreyi biraz aşmakla beraber, ilginç bir konuşmaydı. Efendim iki bankacımız var şimdi sırada. Önce Sayın Mert Yazıcıoğlu'nu kürsüye davet ediyoruz. Koçbank Genel Müdür Yardımcısı. Buyurun efendim.

Mert YAZICIOĞLU
(Koçbank Genel Müdür Yardımcısı)

Evet, ben de hepinize hoş geldiniz demek istiyorum. Ben, bu sabah İstanbul'dan geldim. Açıkçası iş amacıyla son zamanlarda yaptığım uçuşların en mutlusuydu. Sadece 1994-1995 yılındaki bir Dünya Bankası'nın bir teklifiyle başlayan bir hayaldi. Biz Koçbank olarak 1997 yılından itibaren bu işle ilgilendik, şu anda VOB'un da ortağıyız, banka da beni görevlendirdi. Bilemiyorum 2005 yılına kadar kaç defa yarına ulaşmak için İzmir'e geldim. Dediğim gibi bu sabah hani havaalanında düşündüm, kaç defa geldim buraya, artık hakikaten bu işi sonuna getirdik. Gerçekten yarın bütün Türk finans kesimi için önemli bir gün olacak diye düşünüyorum.

Finansçıların çoğu çeşitli zamanlarda bir Financial Times gazetesi okumuştur. Bu Financial Times'in çeşitli ekleri vardır, bir eki sadece rakamdır. Türk finans piyasası nereden nereye geldi diye düşünecek olursak bizim gazetelerimizin birkaç sene evvelki halini düşünün, sadece küçücük bir tabloda merkez bankası kurları vardı ve bir miktar da hisse senedi fiyatlarını gösteren bir tablo vardı.

Bugün gazetelerin içinde yatırım fonları tabloları, fiyatlarını gördüğümüz tablolar var, bugün emeklilik fonlarını gördüğümüz tablolar var, inşallah yarından sonra future fiyatlarını göreceğiz. Yani, bilmiyorum tabii bir Financial Times gibi ek oluşturabilecek çapta bir finans piyasamız ne zaman olur? Ama, finans piyasamızın çok ciddi bir değişikliğe uğradığını herhalde hep beraber kabul ederiz. Şimdi, sorumuz, bu panelin sorusu "VOB Türkiye'deki finans piyasasında nerede yer alıyor ya da nerede yer alacak?"

Şimdi, açıkçası bu sorunun cevabını bilmek pek mümkün değil. Neden bilmek pek mümkün değil? Birkaç rakam vereyim. Şimdi, vereceğim rakamlar merkez bankalarının bankası diye bilinen BIS'in, Bank of International Settlement'in internet sitesinden alınmış derivative türev ürünlerle ilgili rakamlardır, çok vaktinizi almayacağım.

2001 yılı Aralık ayı itibarıyla dünyadaki future'lardaki açık pozisyon miktarı 9.6 trilyon \$, sadece açık pozisyon miktarı. Yani alım satım işlem hacmi değil. O tarih itibarıyla açık pozisyon miktarı 9 trilyon 669 milyar \$. Geliyoruz 2004 yılı Eylül ayına. Aynı rakam 17 trilyon 861 milyar \$ oluyor. Birinci verdiğim tarih 2001 yılı Aralıktır, ikinci verdiğim tarih 2004 yılı Aralıktır. Artış %83'tür. Bu arada bir başka rakam vereyim. Toplam işlem hacmi olarak, sadece future'lardan bahsediyoruz, yani bütün türev ürünlerden bahsetmiyoruz. 2002 yılı toplamında 501 trilyon \$, yine BIS'in rakamlarına göre işlem olmuş, 2003 yılında aynı rakam 625 trilyon \$'a çıkmış. Artış bir yılda dolar bazında % 24'tür.

Bir şey daha söyleyeyim toplam türevler nerelerdedir diye, yine aynı şekilde BIS'in rakamları. Borsa dışı, over the counter dediğimiz türevler, yine açık, sadece açık pozisyonlardan bahsediyorum işlem hacmi değil. 2002 Haziran ayında dünyada 127 trilyon \$, 2004 yılı Haziran ayına geliyoruz 220 trilyon dolara çıkıyor, 2002 Haziran'ından 2004 Haziran'ına kadar olan artış % 73, yine dolar bazında.

Şimdi, şunu söylemeye çalışıyorum: Doğrudur, Türkiye olarak bir Vadeli İşlem Borsası kurmakta çok geç kaldık. Bunun çeşitli sebepleri var, girmeye de gerek yok. Ancak Vadeli İşlemler Borsaları'nı bir asır evvel kuran ülkelerde dahi gelişme dolar bazında yılda %24'lü seviyelerde gidiyorsa, bizim gibi daha sıfırdan başlayan bir ülkedeki gelişme nereye gidecektir, yani VOB gerçekten Türk finans piyasasında nerede yer alacaktır. Bunun cevabını hakikaten biliyorum diyen biraz fazla iddialı konuşuyor diye düşünüyorum.

Bir rakam göstereceğim, bu aslında sabahleyin, konular çok benzer olduğu için açıkçası yaptığım prezantasyonun üzerinden geçmek istemiyorum biraz da vakit dolayısıyla, bir iki tane slayt göstermek istiyorum, o kadar. Bu aslında Sayın Serdengeçti'nin daha evvelden yaptığı bir prezantasyondan alınmış bir slayttır. Sabahleyin de bunu bir slayt eksiğiyle aslında Sayın Serdengeçti yine gösterdi.

Dünyadaki spot işlemlerin vadeli işlemlere oranını gösterdi ve kendisi dedi ki %65. Sayın Serdengeçti'nin sabahki slaydında olmayan çubuksa Türkiye'nin durumu çubuğuydu. Türkiye'de dünyada vadeli işlemler toplam işlemlerin %65'ine ulaştığını söylediğini Sayın Serdengeçti'nin bilgilerine bir ilave yapayım. Türkiye'de ne durumdayız diye soracak olursanız %5. Vadeli İşlemler Borsamız daha yok, demek

ki bahsettiğimiz buradaki forward işlemler, forward'larda dünya % 65'teyken biz %5'teyiz. Future'larda yüzlerce trilyon dolarlık işlemler varken biz sıfırdayız. Yarın inşallah bir olacağız.

Şimdi, şurada ağırlıklı olarak dünyada ne var, biz de VOB'tan ne beklemeliyiz diye bir simülasyon yapacak olursak, bu sadece dünyadaki uzun vadeli faiz, kısa vadeli faiz ve hisse senedi endeksleri işlem hacminin 3 aylık dönemler itibarıyla trendini gösteriyor. Baştan söylediğim gibi 3 aylık datadır, yine kaynak BIS'tir. Şimdi, baktığımız zaman en yoğun işlemin çok doğal olarkten faiz kontratlarında olduğunu görüyoruz, ortadaki çubuk. En alttaki çubuk hisse senedi, ortadaki kısa vadeli, üsteki de uzun vadeli faiz enstrümanı future'larını gösteriyor.

Baktığımız zaman işlem hacminin çok ciddi bir bölümü kısa vadeli faizlerde ve bizim 91 günlük faiz endeksi future'ımız işlem hacminin, bu benim şahsi beklentimdir. Çok ciddi olarak yoğun olmasını beklediğimiz bir enstrüman olarak görünüyor. İkinciye baktığımız zaman, tabii burada ürünler yok, yani buğday yok, onun muadili yok. İkinci olarak baktığımız zaman çok doğal olarkten yine uzun vadeli faiz kontratını görüyoruz. Bu da bizim 365 günlük faiz endeksi kontratımız. Açıkçası uzun vadeli faiz endeksi kontratının ben Türkiye'de bir miktar daha vakit alacağını düşünüyorum. Ancak kısa vadeli faiz ve hisse senedi endeksi kontratlarının çok ciddi hacmi olacağını düşünüyorum.

Bu da açıkçası yine aynı future işlemlerinin dünyadaki bölgesel dağılımıdır, ağırlığın Amerika'da olduğunu, daha sonra Avrupa'nın geldiğini ve en küçük miktarın da Asya Pasifik'te olduğunu görüyoruz.

Şimdi, bir tartışma konusu vardı, biliyorsunuz yarın açılacak olan borsa üçüncü borsamız, ilk borsamız İMKB'ydi. İkinci borsamız Altın Borsamızdı, üçüncü borsamız da yarın açacağımız borsamız.

Bu tartışma da acaba VOB, hisse senetlerinde İMKB'nin yerini tutacak mıdır, rakip olacak mıdır şeklinde çeşitli tartışmalar var. Açıkçası bütün dünya örneklerinde görünen şey şu: Olacak olan şey VOB'un finansal piyasaya katkısı açıkçası ben bizim bu sivil havacılıktaki lisans serbestleştirmesine benzetiyorum. Biliyorsunuz eskiden sadece iç hatlarda Türk Hava Yolları uçabiliyordu ve bir devlet tekeli vardı. Lisans serbestleştirilirse Türk Hava Yolları çok ciddi zarar eder, zaten iç hatlardan zarar ediyor deniyordu. Şimdi, Türk Hava Yolları biliyorsunuz en büyük uçak alımlarından bir tanesini yaptı. Havaalanlarına ne özel hava yollarının uçaklarına, ne Türk Hava Yollarının uçaklarına yolcu sığmıyor, boş uçak yok, biri birini çekiyor.

Dolayısıyla, şahsi fikrim aynı etki VOB açısından geçerli olacaktır. VOB'un İMKB'yi

ikame etmesi söz konusu olmayacaktır, tam tersi ikisi beraberce başta yabancı sermaye olmak üzere dış parayla işlem hacmi çekecektir ve artık gerçekten İMKB'deki gerek hisse senedi, gerekse sabit getiri menkul kıymetler piyasasının çok daha ciddi hacimlere ulaşp yatırımcılar açısından ve şirketler açısından riskin çok daha ciddi boyutta azaldığını göreceğimizi düşünüyorum.

Ben 15 dakikamı, süreme riayet edeyim, 12'nci dakikada keseyim.

Hepinize çok çok teşekkür ediyorum, sağolun.

BAŞKAN

Çok teşekkür ediyoruz süreye olan hassasiyetinizden ötürü. Efendim son konuşmacımız panelimizde, Garanti Bankası Genel Müdür Yardımcısı Sayın Kubilay Cinemre. Buyurun efendim.

KUBİLAY CİNEMRE

(Garanti Bankası Genel Müdür Yardımcısı)

Herkes çok yoruldu diye düşünüyorum, onun için mümkün olduğu kadar süreyi verimli kullanıp fazla tekrardan da kaçınmaya çalışacağım. Tekrardan temel, benden önceki konuşmacıların yaptığı şeyleri tekrarlamamaya çalışacağım.

Şimdi, sayın Metin Bey galiba konuşmasında acaba borsanın açılması için uygun bir zaman mıdır, işte volatilité düşüklüğü, yüksekti falan, bu konuda çatışan fikirler olduğunu söyledi. Aslında insanlar tabii iyi koşullara ve iyi piyasaya çok çabuk alışıyorlar. Şöyle kısa bir hatırlatma yaparsak, geçtiğimiz son 3-4 sene içerisinde nereden nereye geldiğimize bir bakarsak, bir de bir vadeli kontrat ve İMKB'de denedik biliyorsunuz bundan iki sene önce, o da başarılı olmadı. Fazla ve sadece FX üzerindeydi, Türkiye'de son 3-4 sene içerisinde çok önemli değişiklikler oldu. Dolayısıyla, aslında çok uygun bir zamanda başlatıyoruz.

Biraz önce Mert istatistikleri de verdi, işte dünyada trilyonlarca dolar işlem hacmi var, bizde de sıfır dolar işlem hacmi var. Çok büyük bir makro gelişme gösterdi ülke, enflasyon benim bildiğim en düşük enflasyon seviyesi. Önümüzdeki sene için beklentimiz, piyasa beklentisi 7.8 civarında ve bu son 2 senede de enflasyon düşerken de büyümeyi de başarmış bir ülkeyiz. Bu da yetmedi, onun üzerine bir

sürü altyapı reformu da yaptık.

Peki bundan sonra işimiz bitti mi? Hep bu konuşmalarda mikro reformlardan bahsediyoruz. Yani, tamam makroda yapılacak şeyler belli, birtakım mikro reformlar lazım. Yani, bugün konuştuğumuz Vadeli İşlemler Borsası, Türkiye'nin büyümesini sürekli kılabilmek için, firmaların daha verimli çalışabilmesini sağlamak için mikro reformun kendisi.

Şimdi, aslında bizim hep bildiğimiz dünyada, uzun süredir finans sisteminin içerisinde olan insanlar da fark ediyor bunu. Aslında dünya ve kurallar da değişiyor. İşte dalgalı kur sistemine geçtik, vadeli DTH hesabı tutandan dış ticaret yapan insana kadar herkesin dolar Türk Lirasıyla ilgili algılamaları da değişmeye başlıyor. Kurallar eskisi gibi değil. Önemli miktarda 2004 senesi içerisinde mesela Türk Lirası asset'lere bir geçiş oldu. Bu geçişte aslında devam edecek tek kur bekliyor insanlar, kur birazcık daha yükselse de ben de şu elimdeki dövizleri satsam diye düşünüyorlar. Ama, eskiden neydi? 20 senedir, 20 senedir Türkiye'de yüksek enflasyon var, 20 senedir aslında Türk Lirası faizleri dolar faizlerinden çok daha fazla olmuştur devalüasyon da dahil, ama hala bilançolar çok büyük dolarda bankacılık sisteminde ama, bu da değişiyor. İMKB'da 30'la bunu yatırım fonu yöneten arkadaşlar yakinen bilir. İMKB 30'la, İMKB 100 arasındaki ilişki de değişti, eskiden olduğu gibi değil. 2004 senesi içerisinde sürpriz yaptı, yatırım fonu performanslarını önemli ölçüde etkiledi.

Bir de bu devamlı duyduğumuz convergence hikayesi var. İşte Avrupa Birliği'ne üyeliğimize, yakınlaşmamızla alakalı olarak. Son günlerde gene diğer arkadaşlar da fark ediyordur. Dünyanın dört bir yanından bugüne kadar hiç tanımadığımı, hiç duymadığım insanlar gelmeye başladı. Bu da demektir ki yeni oyuncular geliyor piyasaya. Yani, Türkiye piyasasını sabit getiride 10 tane, hisse senedi piyasasında 50 tane yabancı yatırımcı yüzde 90'ını, 95'ini açıkladı, artık bu değişiyor. Bir borsa açmak için, Vadeli İşlem Borsası açmak için bence bundan da daha uygun bir zaman olmaz diye düşünüyorum.

Şimdi, slaytların üzerinden çok hızlı geçeceğim, hepsini tek tek okumaya gerek yok, ama burada her borsada olduğu gibi bize spekülasyon yapan yatırımcı da lazım, hedge yapan yatırımcı da lazım. Volatilite ne olur? Borsanın açılmasıyla aslında yapısal volatiliteyi ikiye ayırmak lazım. Borsa açıldı diye dünyada ne olursa olsun volatilite düşük olacak diye bir şey yok. Yapısal volatilite azalacak, dönemsel volatilite o olaydan, bu olaydan, bu haberden etkilenebilir, konjonktürden etkilenebilir. Ama, en önemli şey volatilite azalacak.

İkinci maddede karlılıklarda oynaklıklar düşecek, bu da yeni bir dünya, bu da borsanın açılması için uygun bir zaman. Çünkü, borsayla ilgilenen arkadaşlar bilecektir şirketlerin brüt kar marjları da net kar marjları da aşağıya geliyor. Yani, bilançoların üzerindeki enflasyon örtüsü kalktığı müddetçe bu tür risk yönetiminin önemi de ortaya çıkmaya başlıyor. Yani, faizler %120'yken zaten bilançonuzdaki nakit kıymetlerle %120 faiz kazanıyorsunuz. Kendi marjınızda eğer, kendi yaptığınız işte bir oynama olursa onun bir kısmını reel faizde 30-40 seviyesinde olduğu için kompanse etme imkanına sahiptiriniz, şimdi öyle bir şey de kalmadı.

Dolayısıyla, eskiden ilgilenmeyen şirketler şimdi ister istemez risk yönetimiyle ilgilenmeye başlayacaklar. Zaten bu riskleri de yaratanlar da onlar, ekonomik faaliyetin kendisi.

Dolayısıyla, bu piyasanın sadece piyasadaki likiditeyi artırmak volatilite düşürmenin dışında bilhassa şirketlerin kendisine, finans dışı şirketlerin kendisine de çok büyük faydası olacak.

Şimdi, volatilite volatilite diyoruz, onun önemini kısaca anlatmak için böyle bir şey hazırladım. Bu VOB'da trade edecek, alım satımı söz konusu olacak kontrattan ziyade genel bir hesaplama. Volatilite eğer %30 olursa "at the money" bir opsiyon primi % 5.70 civarında oluyor ve bu işlemi müşteri ile yapabilmek için, forward vadeli işlemi müşteri ile yapabilmek için, over the counter, tezgahüstü piyasadan bahsediyorum. % 35 civarında bir teminat gerekiyor, yani kaldıraç 1'e 3 gibi. Ama volatilite %10'a indirdiğimiz zaman opsiyon primi 1.90'a iniyor. Opsiyon primi 1.90'a iniyorsa brüt marjı, brüt kar marjı bunun üzerinde olan şirketlerin hepsi sermaye büyümelerini sıkıntıya sokmadan opsiyon piyasalarını kullanabilir anlamına gelir. Başka ne anlama geliyor? Başka kaldıracak yapanlar, yani spekülasyon yapan adamlar da, ki onlara da ihtiyacımız var piyasadaki fiyat bulma sürecinde. Onlar da 1'e 3 yerine 1'e 10 kaldıraçla çalışma imkanına kavuşuyorlar. Bu kadar önemli volatilite'nin düşmesi piyasanın tekniği açısından.

Yani, spekülâtörler kaldıraç, hedge yapan adamlar da maliyetlerini aşağıya çekiyorlar ve risk sonrası sermaye getirilerini artırma imkanına kavuşuyorlar. Bunları hızlıca geçeceğim, çünkü benden önce bu rakamlara çok değinildi. Sadece grafikteki yeşil alana bakın ve 2000 senesinden bu yana, 1970, 1980, 1990 değil, 2000 senesinden bu yanaki artış hızına dikkatinizi çekmek isterim. Bunlar gene daha önceki katılımcıların açıkladığı şeyler, ama burada dikkati çeken tek şey şu: En büyük piyasa faiz piyasası gibi gözüküyor dünyada kontratların ağırlığı açısından.

Bir önemli şey daha var, dalgalı kur rejimine geçilmesi. Bunu başlangıçta da

söylemiştim ama, dalgalı kur rejimine geçilmesi başta bankalar olmak üzere, finansal oyuncular olmak üzere biz de riskleri daha iyi öğrenmeye başladık, piyasanın tek yönlü olmadığına farkına vardık.

Peki şu anda bir piyasa var, yani Vadeli İşlemler Borsası açılmadan da bir tezgahüstü piyasamız var. Ne oluyor o tezgahüstü piyasada? Bankaların direkt müşterilerle yaptığı işlemlerde vadeli işlemler banka ve yurtdışı, yurtiçi müşteriler arasında oluyor. Opsiyon işlemleri ise daha çok lokal bankalarla yabancı bankalar arasında oluyor ama, mesela son 3 ayda müşteri hacmi de bu işte çok önemli miktarda artmış vaziyette ve bunlar çoğu da spekülasyon yapan değil, hedge yapan kurumsal müşteriler.

Para birimi dağılımına baktığımızda da forward işlemlerde Amerikan dolar ve euro hemen hemen eşit ağırlıklı. Çünkü dış ticaretin yapısında da öyle bir şey var. Ama, opsiyon işlemlerinin çoğu Amerikan doları üzerinden gerçekleşiyor. Niye? Çünkü, çoğu kurumlar arası piyasada olduğu için ve o piyasada da dolar likiditesi daha fazla olduğu için daha fazla orada gerçekleşiyor.

Bankanın kendi riskini yönetmek için yapılan swap işlemleri de dahil. Müşterilerle, benim gördüğüm 3 milyar dolar civarında. Yarın borsayı açacağız, oradaki işlem hacimlerine endikasyon olması için tezgahüstü piyasanın rakamlarını veriyorum. 3 milyar dolar civarında da müşterilerle yapılan FX opsiyonu var.

Burada bir eksiğimiz var. Aslında 1,5 sene, hatta 2 senedir imkanımız olmasına rağmen faiz kontratlarıyla alakalı olarak devlet iç borçlanma senetlerinin ödünç verme piyasası yeteri kadar iyi çalışmıyor. O da faiz kontratının likiditesini etkileyecek diye düşünüyorum. Bu da, Merkez Bankası datasına göre müşteriler ile yapılan vadeli döviz işlemlerinin spot işlemlere yüzdesel oranı. Baktığınızda görüyorsunuz ki, 2002 yılında 1 civarında gibiymişiz, daha sonra 1,5'un üzerine oturmuşuz. Aslında %2 civarında, demek ki %2 civarında vadeli işlemlerin bir ağırlığı var. Bu, gene makro ekonomik koşulların aslında borsanın açılma zamanıyla olan ilişkisini de ortaya koyan bir şey. Spotla vadeli kur arasındaki fark azaldıkça, hem volatilité, hem piyasanın likiditesine biraz önceki volatilité slaytında da gördüğümüz gibi çok önemli bir etkisi var.

VOB'un en beğendiğimiz özelliklerinden bir tanesi, ortak olarak da uzaktan erişim özelliğine sahip olması. Çünkü, borsa açıldığı zaman göreceğiz ki, iyileştirmemiz gereken şeylerden en önemlisi "execution time", müşterinin order'ı verdiği andan itibaren bu işlemin olduğu geri beslemesini alana kadar geçen zaman bizim için çok önemli. Borsa çalışmaya başladıktan sonra yapacağımız düzeltmelerle de bu

zamanı önemli ölçüde kısaltacağımızı düşünüyoruz. Gene uygun bir zaman; çünkü artık “TL Libor Faizi” diye bir şey var. Aslında oraya yanlış yazmışlar, TL Libor değil, “İstibor” yani İstanbul Bankalararası Faiz Oranı.

Bunu destekleyen bir şey daha var, FX tarafı için en azından. Dış ticaret hacmini görüyorsunuz; rakamlar kendisi için konuşuyor zaten, 160-170 milyar dolardan bahsediyoruz. Bu bir risk ve bu risklerin de, biraz önce firmaların brüt karlarının da azaldığını dikkate alırsak bir talep gelmemesi mümkün değil. Zaten geliyor, çünkü size biraz önce tezgahüstü piyasada bankaların müşterileriyle nasıl işlemler yaptıklarını söyledim.

Burada bir iki tane kısa örnek var, piyasalara aşına olanların yeni gördükleri bir şey değil. Şirketler bu piyasayı nasıl kullanabilirler? Mal bedellerini 3 ay sonra dolar cinsinden tahsil edecek bir ihracatçı Türk Lirasına karşı dolar satışı yapacak. Bunu bir vadeli işlemle de yapabilir, bir opsiyon işlemiyle de yapabilir. Burada spot ve forward kurlar var -slyttan takip edebiliyorsunuz- ve opsiyon pozisyonu da var. Şirketin kar marjıyla, esas faaliyet kar marjıyla çok alakalı; “opsiyon mu kullanacağım, vadeli işlem mi yapacağım” çok alakalı. Eğer geniş bir kar marjı varsa, piyasadaki zımnı volatilite oranları, değişkenlik oranları da düşükse opsiyon kullanması lazım. Tabii yapısal olarak söylüyorum bunu, piyasa koşulluna göre değişir.

Bu da vadedeki kar-zarar profili. Mavi çizgi hedge edilmemiş pozisyon, yani \$/TL kurundaki oynamalara tamamiyle açık; zarar da sonsuz, kar da sonsuz. Kırmızı çizgi spot pozisyonun vadeli işlemle hedge. Burada da firma kendisini belli bir marja kilitlemiş oluyor. Opsiyon hedge de yeşil çizgi; primi ödediğiniz için zararınız limitli, karınız sonsuz, piyasa koşullarına bağlı olarak.

Şimdi artık bunları rahat rahat söylüyorum, gene “TL Libor”u “İstibor” diye düzeltiyorum. Artık bankalar İstibor’a endeksli kredi veriyor. Geçen sene ilk krediyi verdik, 200 trilyon civarında büyük bir krediydi; bir otomotiv finansman şirketine verildi,. Şimdi bankada bana, İstibor’a endeksli fiyat soran müşteri sayısında ve yaptığımız işlem sayısında önemli bir artış var. Niye soruyorlar, ne faydası var bunun? Sabit faizle dalgalı faiz arasında şirketin kendi ticari faaliyetinden kaynaklanan bir risk olabilir.

Buradaki diyagramda, aslında sabit dalgalı faiz swap’ından bahsediyoruz. Bunun borsayla alakası ne? Bizim faiz kontratlarımız likidite kazandığı zaman bu işlemin aynısını vadeli kontratlarla da yapmak mümkün. Küçük şirketlerin de hepsi böyle bir faiz swap’ını bankalarla yapamayacağına göre, onların da böyle bir ihtiyacı olduğuna

göre onlar da borsayı kullanacaklar.

Şimdi, bu taksi şoförü hikayeleri meşhurdur. Ben de, dün akşam elimde VOB dosyası, otele geliyordum taksıyla; kapıyı açamadım şoförün yanına koydum dosyayı. O da Vadeli İşlemler Borsası yazısını gördü, dedi ki, “Abi, bu Vadeli İşlem Borsası nasıl bir şey, şimdi alıp sonra ödüyorsun değil mi, yani vadeli bu?”. “Eee dedim, fikri kapmışsın ama, şimdi alıp sonra ödeyememe riskin de var.”

Opsiyon ve vadeli işlemlerle beraber bunların türevleri olan başka ürünler de ortaya çıkacak. Şimdi, bu hem iyi bir şey, hem dikkat edilmesi gereken bir mevzu. Burada bir iki tane örnek var, slaytta görüyorsunuz. Bunlar aslında zamana ve yere bağlı olarak çok etkin hedge stratejileri olabilir, ama aynı zamanda da çok dikkat etmek lâzım bunlara, özellikle şirketler için. İşte hepinizin duyduğu meşhur Orange County-Procter & Gamble durumları buna benzer risk yönetimi eksikliğinden ortaya çıkmıştır. Bunlar da Türkiye’de değil, 150 senedir piyasanın olduğu ülkelerde ortaya çıkan mevzular.

Son olarak şöyle bir özet yaparsak; bunların çoğu söylendiği için geçiyorum. Ama orada önemli bir şey var; hukuksal alt yapının eksik olması. Sadece Vadeli İşlemler Borsasıyla alakalı değil, ama Türkiye’de -derivative- türev piyasalarıyla alakalı standart bir kontrata ihtiyaç var. Bunun kardeşlerini de VOB için kullanabiliriz. Şu anda benim bildiğim, Bankalar Birliği’nde bir komite var ve bir Türk izdası üzerinde çalışıyor. İnşallah bu kısa sürede sonuçlanır ve biz de sağlam bir hukuki altyapıya kavuşuruz diye düşünüyorum.

Fazla vaktinizi almadan son söyleyeceğim şu, daha önceki konuşmacıların da gündeme getirdiği gibi, ben aslında bu piyasayı açmak için doğru bir zamanda olduğumuzu düşünüyorum. Koşullar aslında bundan iyi olamazdı. Dolayısıyla, eğer bu piyasa bir şekilde çalışmazsa, yeteri kadar beklediğiniz şeyi vermezse kabahati de açıkçası kendimizde aramamız lazım. Beni dinlediğiniz için çok teşekkür ederim.

OTURUM BAŞKANI

Çok teşekkür ediyoruz Sayın Cinemre. Efendim, tüm konuşmacılarımız sunuşlarını bitirdiler, bu arada zamanımız da bitti tabii. Fakat, yine de salondan bir iki tane soru alalım; kısa soru ve kısa cevap. Soru sormak isteyenler lütfen elini kaldırsınlar efendim. Evet, buyurun efendim. Önce kendinizi tanıtırsanız...

HAYRİ ÖZMERİÇ

İzmir Ticaret Borsası Omukçularından. Sayın Emin Çatana'ya, Sayın Başkan'ın tensibi üzerine çok kısa bir sorum olacak. Temerrüde düşülmesi halinde bunun Takas Bankası tarafından karşılanacağını, göğüsleneceğini ifade ettiniz, temerrüde düşen kontratın sonucu nasıl olacak? Yani Takasbank bunun tarafı mı olacak, yoksa müteakip günde bunu likidite mi edecek? Teşekkür ederim.

EMİN ÇETİNKAYA

Teşekkür ederim efendim. Demek ki iyi anlatamamışım. Ben, temerrüde düşülmesi halinde, yani kontratın bir tarafının kontratın gereklerini yerine getirememesi hâlinde temerrüt durumunun oluşacağını ve bu temerrüt durumunun oluşumunda öncelikle işlem teminatlarına, yani teminat tamamlama çağrısına olumlu cevap verilmemesi ve temerrüdün kesinleşmesi durumunu söylüyorum- işlem teminatlarına müracaat edilir. Eğer işlem teminatları bu temerrüdü karşılamada yetersiz kalıyorsa garanti fonuna müracaat edilerek temerrüt tamamlanır. Burada bütün bu işlemleri Takasbank karşı üye adına yapar. Takasbank bunu kendi varlıklarından öder diye bir şey ifade etmedim, bunu net tekrar edeyim.

OTURUM BAŞKANI

Teşekkürler. Efendim başka soru var mı salondan? Evet, demek ki gayet iyi anlaşılır konuşmalar yapılmış. Bütün sunuculara teşekkür ediyoruz ve siz dinleyicilere de dinlediğiniz için teşekkürler. İyi oturumlar.

SUNUCU

Sayın panelistlerimize biz de teşekkür ediyoruz ve hemen vakit kaybetmeden saygıdeğer konuklar, diğer bir panele geçmek istiyorum. Konumuz "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda Vergi ve Muhasebe" olacak. Panel Başkanımız Vadeli İşlemler Opsiyon Borsası A.Ş. Genel Müdürü Sayın Hamdi Bağcı. Panelistlerimiz; BDDK Bankalar Yeminli Baş Murakıbbı Sayın İhsan Delikanlı, SPK Daire Başkanı Sayın

İbrahim Dönmez, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği Genel Sekreteri
İlkay Arıkan ve PriceWaterHouse Coopers'ten Sayın Faruk Sabuncu.

HAMDİ BAĞCI

(Vadeli İşlemler Opsiyon Borsası Genel Müdürü)

Değerli misafirlerimiz, hoş geldiniz. Panelistlerimizi tanıtmadan önce kısa bir değerlendirme yapmak istiyorum. Ben kısaca finansal yeniliklerle vergi arasındaki bağa; ardından da muhasebe sistemimizdeki hususlara kısaca değinmek istiyorum.

Finansal piyasalarda yapılan yenilikler katılımcıların ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik olarak ortaya çıkmakta ve finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasına hizmet etmektedir. Finansal yenilikler uygun vergi düzenlemeleri ortamında gelişebilmektedirler. Finansal yenilikler olmasaydı, şu anda yatırımcıların almış olduğu hizmetlerin kalitesi oldukça düşük düzeyde kalırdı. Vergi düzenlemelerinin gelir kaynakları arasında ayırım yapması, kayıt dışılığın olması gibi durumlarda finansal yenilikler ve dolayısıyla finansal sistemin gelişmesi olumsuz yönde etkilenmektedir. Bu çerçevede, finansal sistemin gelişmesine uygun bir vergi sistemini dizayn etmenin önemi kendiliğinden ortaya çıkmaktadır.

Dünyaya baktığımızda, ülkeler yatırımcılara düşük ve uygun vergi uygulamak suretiyle yatırımcıları kendilerine çekmeye çalıştıklarını görüyoruz. Bu açıdan, bu panelde uygun vergi sistemine ilişkin önerilerin ortaya çıkacağını ve vergi sistemimizin yetkin bir şekilde değerlendirileceğini bekliyoruz.

Mevcut vergi mevzuatımızda 31.12.2004 tarihinde önemli yenilikler yapıldı ve vadeli işlemlerden elde edilen gelirlerin vergilemesi konusunda düzenlemeler yapıldı. Bu düzenlemeler ileriye doğru atılmış olumlu adımlardır. Bir sonraki adım da, korunma amacıyla işlem yapılması durumunda koruyan ve korunan kalemlerin gelir ve giderlerinin netleştirilmesi imkânının sağlanması, birçok vadeli işlem sözleşmesinin arbitraj amacıyla birlikte alınması durumunda alınacak BSMV'nin matrahının tespitinde bu sözleşmelerden elde edilen gelir ve giderlerin netleştirilmesi suretiyle kalan tutarın matrah olarak belirlenmesi gibi hususlar yer almaktadır.

Muhasebe konusunda oldukça şanslı olduğumuzu söyleyebiliriz. Sermaye Piyasası Kurulu, vadeli işlemlerin malî tablolarda nasıl gösterileceğine ilişkin muhasebe standartlarını uluslararası kurallara uygun olarak belirlemiştir. Bunun yanında türev araçların, işlemlerin, aracı kuruluşlar tarafından yapılan işlemlerin defterlerde nasıl

izleneceğine ilişkin ayrıntılı düzenlemeler vardır. Bu detaylı düzenleme, aracı kurumların risklerini etkin bir şekilde izlemesini sağlamakta, aracı kurumlara ve SPK'ya büyük bir kolaylık sağlamaktadır. Benzer düzenlemelerin bankalar için yapılması hâlinde aynı kolaylığın bankalar ve BDDK için de geçerli olacağını söyleyebiliriz.

Bu panelde vadeli işlemlerin vergilenmesi ve muhasebesi konusunda çok değerli uzmanlarımız yer almaktadır. Şimdi panelistlerimizi sizlere tanıtmak istiyorum.

İbrahim Dönmez, Sermaye Piyasası Kurulunda Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkanıdır. İhsan Uğur Delikanlı, Bankalar Yeminli Murakıplar Kurulu Başkan Yardımcısıdır. Kendisinin Exeter Üniversitesinden Finansal Yönetim alanında, Gazi Üniversitesinden ise Ekonomi alanında master derecesi bulunmaktadır. Değişik dergilerde bankacılık, risk yönetimi, sermaye yeterliği gibi konularda makaleleri yayınlanmıştır. Sağ tarafımda Sayın Faruk Sabuncu bulunmaktadır. Sayın Faruk Sabuncu halen YMM olup, PricewaterhouseCoopers şirket ortaklarından. Aynı zamanda borsamızın hazırlamış olduğu, borsamıza vadeli işlemlerin ve opsiyonların vergilenmesiyle ilgili olarak da çok detaylı bir rapor hazırlayan o raporun da müellifi bulunmaktadır. En sağda Sayın İlkay Arıkan bulunmaktadır. İlkay Arıkan halen Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Genel Sekreteri'dir. Daha önce Sermaye Piyasası Kurulu'nda değişik görevlerde bulunmuştur.

Ben Şimdi sözü, vergi ve ilgili konularda genel değerlendirmelerini almak üzere Sayın İbrahim Dönmez'e bırakıyorum.

İBRAHİM DÖNMEZ

(Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkanı)

Teşekkür ederim Sayın Başkan. Bugünün son oturumunda salon yarı yarıya azaldı, muhtemelen vergide bir problem olmadığını düşünüyor katılımcılar. Aslında son söyleyeceğimizi şimdiden başta söylemek; 2005 ve 2006 yılında aslında bir vergi yok. Fakat “niye yok, nasıl var, bunun problemleri neler” üzerinde durmakta fayda var. Ama, herhalde katılımcılar 2005-2006'da vergi yok diye salonu terk ettiler diye düşünüyorum.

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerin vergilendirilmesiyle ilgili olarak 31 Aralık 2004 tarihinde yapılan, Resmi Gazete'de yayınlanan 5281 Sayılı Kanun var. Bu kanundan evvel, vergi mevzuatında konunun aslında açık olmadığını ve Vergi

İdaresi'nin de bildiğimiz kadarıyla bu konuda net olarak, kamuya açık olarak bir görüşünün olmadığını biliyoruz, en azından ben bilmiyorum. Ama bu kanunla, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin nasıl vergilendirileceği düzenlenmiş olmakla beraber sermaye piyasa araçlarının vergilendirilmesinde yeni bir rejim getirilmiştir. Ayrıca, vergi kanunlarında bir ilk daha yapılarak vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi tanımı da yapılmış durumdadır.

Vergilendirmede 2005-2006 ve 2007 sonrasında nasıl olacak diye bir bakmamız gerekiyor. 5281 Sayılı kanun, Gelir Vergisi Kanunu'nun çeşitli menkul sermaye iratlarından beyanname verilmeyeceğini düzenleyen meşhur bir geçici 55'inci maddesi vardır, yıllardır uzatılır süresi. Onun süresini tekrar 2005 yılı sonuna kadar uzatmıştır ve madde metnine bir de Türkiye'de kurulu vadeli işlem ve opsiyon borsalarında yapılan işlemler sonucu elde edilen kazançlar eklenmiştir. Dolayısıyla, bu geçici 55'inci madde ile –geriye gidiyorum– gerçek kişilerin 2005 yılında vadeli işlem opsiyon borsasında yaptıkları işlemlerden elde ettikleri kazançlar için beyanname vermeyecekleri ve diğer gelirlerinden dolayı herhangi bir beyanname vermeleri hainde de bu gelirleri beyannameye ithal etmeyecekleri belirlilik kazanmıştır. Ama, geliri ticari bir işletme elde ederse bu hüküm uygulanmayacaktır. Yani, bir ticari işletmenin vadeli işlem opsiyon sözleşmesinden gelir elde etmesi hâlinde kendi tabi olduğu vergi rejimi ile vergisini ödemek durumunda kalacaktır.

Fakat çok önemli olmasa da bir problem var burada, vergilenmeyecek olan bu gelir, gelir vergisi sistematığı açısından hangi tür gelir grubuna giriyor, bunda bir belirlilik yoktur; yani 75. maddedeki menkul sermaye iradına mı girer, yoksa 80. maddelerde belirlenen değer artış kazançlarına mı girer, bu konuda bir belirleme yapmamıştır.

2006 yılı için bakacak olursak, Gelir Vergisi Kanunu'nun 2006 yılından itibaren yürürlüğe girecek olan maddesinde, daha doğrusu diğer 67. maddeyle beraber yürürlüğe girecek olan maddesinde, diğer sermaye piyasası araçlarının da elden çıkarılmasından sağlanan kazançları değer artış kazancı olarak nitelendirilmiştir. Dolayısıyla, Gelir Vergisi Kanunu'na eklenen bu madde ile, ayrıca Gelir Vergisi Kanunu'nda yapılan tanımla vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin diğer sermaye piyasası aracı olacağı, diğer sermaye piyasası araçlarından elde edilen kazançların da değer artış kazancı olacağı netlik kazanmış durumdadır. 2006 yılından sonra artık vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden elde edilen kazanç, yeni bir belirleme yapılmadığı sürece değer artış kazancıdır.

2006 yılındaki vergileme rejimine bir bakacak olursak; bu aslında geçici 67. maddeyle yapılmış bir düzenlemedir ve 2006-2015 yılları arasında uygulanacak

olan hükümleri içermektedir ve bütün menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesinde daha önce olmayan yeni bir rejim getirmiştir. Bu rejim, aslında detayları olmakla beraber çok özetle 3 aylık dönemler itibarıyla herhangi bir sermaye piyasası aracının, menkul kıymetin veya diğer sermaye piyasası aracının alım satımı arasındaki farktan yüzde 15 oranında tevkifat yapılmasını hükme bağlamaktadır.

Maddede zarar mahsubuyla ilgili de hükümler yer almaktadır. Aynı tür menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracı, sözgelimi hisse senetleri, A hisse senedi, B hisse senedi; bunların alım satımı tek bir işlem olarak dikkate alınıyor ve üçer aylık dönemler itibarıyla tevkifat için herhangi bir hisse senedindeki zarar dikkate alınıyor bu sistemde. Ayrıca, gene aynı tür menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası aracının alım satımından üçer aylık dönemde doğan zararlar, takvim yılını geçmemek kaydıyla ileriki dönemlerin tevkifat matrahından mahsup edilebiliyor. Fakat, son dönemde bir zarar oluşması halinde böyle bir imkan söz konusu değil. Bu da sistemin en büyük açıklarından bir tanesi.

2006 ve izleyen dönemlerde vergileme rejimi %15 oranında tevkifata tabi olmakla birlikte bütün sermaye piyasası araçları için, 67. madde 13 numaralı bentte bir istisna getirdi. 2006 yılında %15 bütün sermaye piyasası araçları tevkifata tabi olmakla beraber vadeli işlem ve opsiyon borsalarından elde edilen kazançlar için bu tevkifat oranını sıfır olarak belirledi. Dolayısıyla, 2006 yılında da aslında, uzun lafın kısısı, VOBAS'ta elde edilen gelirlerden -bu VOBAS'a inhisar etmiş bir orandır, dışarıda over the counter'da yapılanlar için geçerli değildir- tevkifat sıfırdır. Tevkifat sıfır olmakla beraber, eğer geliri bir ticari işletme elde ettiyse bu ticari işletmeye dahil bir kazanç olarak sayılmaktadır.

2006 yılından sonra ne olacak? 2006 yılından sonra, 1.1.2007 tarihinden itibaren Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 67. maddesi hükümleri artık VOBAS için de uygulanmaya başlayacak, dolayısıyla %15 gibi bir stopaj söz konusu olacak. Ama, burada açıklığa kavuşturulması gereken problemleri birkaç nokta var, şimdi onlardan bahsetmek istiyorum.

Aslında Hamdi Bey konuşmasının başında bahsetti; korunma amaçlı işlemler çok önemli işlemler. Bir piyasada, spot piyasada tuttuğu pozisyona karşılık vadelide aldığı sözleşmeyle zararını bertaraf etmeye, en aza indirmeye çalışıyor hedging yapan, korunan insanlar ve dolayısıyla aslında net kar-zarar dengeleniyor. Bir tarafta spot piyasada hisse senedi aldığınızı var sayalım İMKB 30'u temsil eden, diğer tarafta İMKB 30'u temsil eden bir vadeli kontrat aldığımızı düşünelim; spotta zarar ettiğinizde, ama vadeli ettiğiniz karla zararı dengelediğinizde sıfır pozisyondan maliyet

olarak %15 gibi bir stopaj ortaya çıkıyor. Bu çok zararlı bir durum. Aslında bunun zarar mahsubuna imkan verecek şekilde düzenlenmesinde yarar var. Vergileme tekniği açısından zor bir konu olduğunu düşünüyorum, ama üzerinde çalışılabilir. Çünkü, spot piyasayla, yani spot piyasadaki ürün, korunan ürünle koruyan ürün arasında korelasyon %100 olmayabiliyor. Nitekim, Uluslararası Muhasebe Standartları'nda bunun % 80 ile %125 arasında olabileceğini öngörmüş.

Bir, söz gelimi İMKB 30'u aynen aldığınızda ve İMKB 30'a dayalı bir endeks aldığınızda korelasyon %100; burada bir problem gözükmeyebiliyor ama, bazen hisse senedi pozisyonunuzu arasında bir korelasyon bulup faiz kontratıyla dengelemek istediğinizde problemler çıkabiliyor. Yani zor bir alan. Ama, eğer buradaki iki pozisyon arasını, iki pozisyonu tek bir pozisyon olarak düşünüp zarar mahsubuna imkan vermezsek hedging çok masraflı bir işlem olarak karşımıza çıkabilecek.

Sabahleyin Süreyya Bey'in bahsettiği, finansal servislerin yarattığı katma değer ve onun ülke dışına ihraç edilmesi. Biz çok daha farklı yurtdışındaki borsalarda aynı enstrümanlara dayalı ve vergisiz olan vadeli işlem kontratlarını hedging amacıyla alıp yurtdışına çıkarma gibi kötü bir durumla karşı karşıya kalabiliriz. Bu olayın, ümit ediyorum ki iki sene içerisinde düzelmesi gerekiyor.

Vadeli işlem ve opsiyon piyasalarında işlemler, hepimizin bildiği gibi kısa-uzun pozisyon karşılığında uzun-kısa pozisyon alıp satarak kapatıldığından, Gelir Vergisi Kanunu'nda bu 67. maddedeki alım satım farkının ters pozisyonunu oluşacağını bir şekilde söylemek mümkün. Gerçi satımdan da başlayabilir işlem aslında ama, herhalde bu konuda Maliye'nin bir yorum yapması gerekiyor. Her zaman alım satımla biliyorsunuz pozisyon kapanmıyor. Fiziki teslimat her ne kadar bizim borsamızda olmayacak olmakla birlikte, uzlaşma fiyatıyla belirlenen nakit tutarın teslimiyle de sonuçlanabiliyor. Bu durumda alım satımdan bahsetmek pek mümkün değil açıkçası. Bir pozisyon alıyorsunuz ve nakdi uzlaşmayla kapanıyor, satım yok, aradaki fark, yani matrahın belirlenmesinde bir problem ortaya çıkabilir diye düşünüyorum. Bunun da aslında Maliye tarafından açıklığa kavuşturulması lazım.

Gene vadeli piyasalarda sıkça kullanılan işlemlerden biri yayma pozisyonları, spread pozisyonları. Aynı konuya tabi farklı teslimat vadeleri olan işlemlerde arbitraj amacıyla birinden uzun pozisyon, öbüründen kısa pozisyon alıp kar elde etmeyi amaçlıyorsunuz. Sonuç itibarıyla aslında bunların ikisi tek bir pozisyon. Dolayısıyla, farklı teslimat vadeleri olduğu için sonuçta, birinde kar, öbüründe zarar elde ettiğiniz zaman bunun bir zarar mahsubuna konu edilip edilemeyeceği de belirsiz. Aslında edilemeyeceği sonucu çıkıyor ama, iki yıllık sürede bu konunun da tek bir pozisyon olarak dikkate alınmasında yarar var; belki bunun üzerinde çalışılması gerekiyor.

Vergi konusunun genel hatlarını çizdim. Çok genel olarak da, muhasebe uygulamalarından bir parça bahsetmek istiyorum.

Muhasebe ile ilgili SPK'nın çeşitli düzenlemeleri var. Vadeli İşlem Opsiyon Yönetmeliği, Opsiyon Piyasası Yönetmeliği çıktıktan sonra Seri 11 numara, 19 Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmesinin muhasebesine ilişkin usul ve esaslar, sonra aracı kuruluşların türev araçlarını alıp satımına aracılık yaptıklarında düzenleyecekleri belgeler ve kayıt düzeni ve buna paralel, buna ek hesap planında hangi hesapların kullanılacağına dair tebliğ var.

Konuyla ilgili de, uluslararası finansal raporlama standartlarının 32 ve 39 numaralı standartları var. Biraz önce bahsettiğim ilk tebliğ aslında bunların bir çeşit karması mahiyetindeydi ama, seri 11, numara 25 sayılı bütün Uluslararası Muhasebe Standartlarını bir set halinde yayınladığımız tebliğin 11. kısmı bu konuyla ilgili. Standartların, ki bizim SPK'nın yayınladığı tebliğ birebir aynısıdır, Türkiye versiyonudur; temel ilkelerinden ben kısaca bahsetmek istiyorum.

Türev araçlara ilişkin sözleşme ile belirlenen, yani bir sözleşmenin verdiği tüm hak ve sorumlulukların durumuna göre bilançoda varlıklar ve yükümlülükler olarak gösterilmesini gerektiriyor. Bu temel bir kural. Ayrıca standartlar riskten korunmaya yönelik işlemleri belirliyor ve bunlarla ilgili "riskten korunma muhasebesi" başlığı altında düzenliyor bunları ve diyor ki genel olarak, mali tablo içindeki varlık ve yükümlülükler aktif ve pasifte olduğuna göre ve mali tablonun dışında olabilen taahhütlerin, bilançoya girmeyen taahhütlerin ve gelecekte tahmin edilen işlemlerin korunan kalem olarak, hedging'e konu olabilen kalem olarak belirlenebileceğini ifade ediyor.

Riskten korunma muhasebesi dediği kavram da, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleriyle riskten korunulan kalemlerin makul değerlerindeki, makul değer kavramı bizim tebliğimizde geçen bir kavram, fair value, standartlarda geçen, BDDK düzenlemesinde de "rayıç değer" denilmiş. Birbirleriyle netleştirilmek suretiyle kar-zarar olarak malî tablolara yansıtılmasını gerektiriyor.

Standartlarda temel olarak üç tür koruma ve üç tür koruma muhasebesi var. Makul değer riskine karşı koruma, nakit akış riskini koruma ve ülke dışında yapılmış yatırımların, ki bunlar yabancı para cinsinden olabiliyor; bunlar yatırımı koruma adına yapılmış koruma işlemleri olmak üzere üç tür koruma söz konusu. Çok kısaca bunlardan da bahsedeceğim.

Makul değer koruması bilanço içi bir varlık ve kalemin makul değerini etkileyen ve sonucunda kâr-zararı etkileyen bir koruma diye bir tanımı var. Makul değer

korumasında vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesinin makul değerinde -ki bu durumda vadeli işlem borsasında bizim VOBAS'ta uzlaşma fiyatını ifade ediyor- meydana gelen değişikliklerin dönem gelir tablosunu kar-zarar olarak yazılmasını ifade ediyor. Yani, vadeli işlem sözleşmesi aldığınızda, uzun ya da kısa olmasına göre uzlaşma fiyatındaki aldığınız döneme göre oluşan karr-zarar gelir tablosuna yazılıyor. Aynı anda, korunulan kalemin makul değerindeki değişiklikler de netleştirilerek gelir tablosu yapılıyor ve ilgili kalemin, bilançodaki kalemin kayıtlı değerinde düzeltme yapılmasını öngörüyor.

Nakit akım koruması, varlık ve yükümlülüklerle gelecekteki muhtemel işlemlerin belirli bir riskle ilişkilendirilebilen ve kar-zararı etkileyebilen nakit akımlarına karşı korunma şeklinde ifade edilmiş. Bu sözelimi değişken faizli, ileriye yönelik bir enstrüman olabilir. Bu korumada da, aslında çok daha detay noktaları var ama çok özetlersek, vadeli işlem sözleşmesinin değerinde oluşan ve riski dengeleyen kayıp ve kazançlar burada öz sermayede muhasebeleştiriliyor, sözleşme vadesi expire edip dolduğunda yükümlülük gerçekleştiğinde oluşan yükümlülük veya hak gerçekleştiğinde öz sermayede izlenen kazanç bu defa gelir tablosuna alınıyor.

Son olarak, standartlarda spekülative amaçlı işlemlerden de bahsediliyor ve korunma amacı taşımayan her türlü vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesinin alınması spekülative işlem olarak kabul ediliyor. Spekülative amaçlı işlemlerde de doğrudan doğruya vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin makul değerindeki, rayiç değerindeki, uzlaşma fiyatındaki değişiklikler gerçekleştiği anda gelir tablosuna yansıtılması gerekiyor. Ben burada çok kabaca, bizim borsamızın sadece vadeli işlem sözleşmeleri işlem göreceği için opsiyonlara yönelik bir açıklama yapmaya gerek görmedim. Dinlediğiniz için teşekkür ederim.

PANEL BAŞKANI

İbrahim Bey'e teşekkür ediyoruz. Hamdi Bey, bir televizyon programına katılacağı için panel başkanlığını bana vekalet vererek devretti; vekalet benim şansım galiba bu arada. Şimdi sözü Sayın İhsan Delikanlı'ya bırakıyoruz. Bankaların türev muhasebesi ilkeleri, bankaların türev araçlardan kaynaklanan vergisel yükümlülükleri, türev araçların Türk bankacılık sistemi için önemi konularını inceleyecek sunumunda.

İHSAN DELİKANLI

(BDDK Bankalar Yeminli Baş Murakıbı)

Tüm katılımcılara saygılarımı sunarak konuşmama başlamak istiyorum. Birazcık bankalar cephesinden türev işlemlerin geçirdiği evrimden bahsetmek istiyorum.

1994 yılında yaşanan döviz kriziyle birlikte kurların yüksek oranda artışı, bir tarafta bankaları kur riskine karşı kendilerini hedge etme zorunluluğuna bırakırken, diğer taraftan da düzenleyici otoritelere, getirilen oransal sınırlamanın yetersizliği konusunda ışık verdi ve bunun üzerine “yabancı para net genel pozisyonu” adı altında bir oran ihdas edildi. Ancak, bu oransal sınırlamanın hesaplanmasında vadeli işlem sözleşmelerinin dikkate alınması, bankaların elbette bu işlemleri kullanarak vadeli işlem yabancı para net genel pozisyon sınırlamasına uygulamalarını sağlarken işi kolaycılığa itti. Yani, gerçek manada hedge amaçlı yapmaktan daha çok yurtdışında kurulan şirketleri, yani mali şirketler ya da sanal diyeyim sözleşmeler şeklinde çoğunun gerçekleşmesine neden oldu, ki buna yönelten esas neden de devlet iç borçlanma senetlerine uygulanan yüksek reel faizlerdi. Bu faizler, bankaları yüksek miktarda açık pozisyonda çalışmaya teşvik eder mahiyettedir. Nitekim, 2001 krizine, daha doğrusu 2000 ve 2001 krizlerine geldiğimiz zaman görüyoruz ki, Kasım 2000’de 18.4 milyar dolara ulaşan bir açık pozisyon. Bu, vadeli işlem sözleşmeleriyle gerçekte hedge edilmiş görünüyordu, ama sonuçları itibarıyla görüldü ki gerçek bir hedge değil; çünkü karşı tarafları, yani ödeme yeterlilikleri yoktu.

Yine 2000 ve 2001 krizlerinde, özellikle Demirbank’ın Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na devredilmesiyle ortaya çıkan süreçte yüksek miktarda yapılan bu devlet iç borçlanma senetlerine yatırımların aynı zamanda bir faiz riski oluşturdu, ki alım satım amaçlı menkul değerlerin payı da toplam menkul değer stoku içerisinde %65’e yükselmışti. Faizlerin yükselmesi ve kurların yükselmesi doğal olarak kredi müşterileri üzerinde de bir risk oluşturmuş ve bunun sonucunda, kriz sonrası bakıyoruz ki, toplam kredilerin % 29’u oranında takipteki alacakta intikal var ve bunlar için de %89 oranında karşılık ayrılmış. Bunun sonucunda bankacılık sistemi ciddi bir sermaye erozyonuyla karşılaştı.

Diğer bankalar açısından önem arz eden risk unsuru, halen daha bankacılık sistemimizde mevcut olan likidite riski. Bakıyoruz, mevduatın % 82’si 3 aya kadar vadede yoğunlaşmış, 3 ay vadeli varlıkların yükümlülükleri karşılama oranı ise %45. İşte tüm bu riskler, buna ilave edebileceğimiz karşı taraf riski, operasyonel riskler de dahil olmak üzere bankalar için vadeli işlem opsiyon borsalarının etkin olarak kullanılması gereğini ortaya koyuyor.

Bu gelişmeler sonrasında bankalar açısından vadeli işlemlerin önemi nedir diye sorabiliriz. Öncelikle sermayedeki aşınmaları önleyeceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan, grafikten de göreceğiniz üzere bankaların, diğer Avrupa Birliği ülkeleriyle karşılaştırdığınız zaman bankacılık sisteminin gayrisafi yurtiçi hasıla içindeki payı bakımından Türk bankacılık sistemi oldukça küçük kalmış boyutlarda gözüküyor. Dolayısıyla, vadeli işlemler bankacılık sistemimizin de büyütülmesinde bir öncü rolü üstlenebilecektir.

Bu nasıl olabilir? İşte, bankalar doğrudan menkul değerlere yatırım yapmak yerine daha az yatırım yaparak o menkul değer alım opsiyonlarını vadeli işlem sözleşmeleri opsiyon borsasından temin edebilirler. Diğer taraftan yüksek tutarlı mevduat sahiplerine “Private banking” hizmetleri sunarak ilave fon temin etme imkanları bulabilirler.

İşte bütün bunlar bir araya geldiğinde, vadeli işlem borsası, tahmin ediyoruz bankacılık sisteminin büyütülmesinde bir yardımcı unsur olacaktır. Peki, vadeli işlemlerin bugünkü hacmi bakımından durum ne?

Eylül 2004 itibarıyla baktığımız zaman, ki bunun 28 milyar dolar civarında, yani toplam aktif büyüklüğüne oranladığımız zaman da %14’ü kadar, yani Türk bankacılık sisteminin toplam aktif büyüklüğünün yüzde 14’ü kadar bir vadeli işlem hacmi var ve bunun da % 65’i para ve faiz swap işlemlerinden oluşmuş, %22’lik kısmı vadeli döviz alım işlemlerinden, yani “forward” işlemlerden oluşuyor. Esasında bu tabloda görülmeyen, ama rakamlarda görülen bir başka gerçek var. Vadeli işlem olarak gördüğümüz rakamların %90’ı para, yani yabancı para üzerine yapılmış işlemler, diğer bir ifadeyle kur riskini hedge etmek amacıyla yapılmış işlemler. O yüzden denilebilir ki, Türk bankacılık sisteminde halen faiz riskini hedge etmek için yapılan işlemler yeterli değil, yani halen daha Türk bankacılık sistemi üzerinde bir faiz riski taşınmakta. Peki, bunlar açısından önem arz eden ne? İşte, gerekli altyapının, yani bankaların sağlıklı bir şekilde kamuya açıklayacakları bilançolarda muhasebe uygulamaları açısından önem arz eden husus bu risklerin iyi bir şekilde klasifiye edilmesi, yani muhasebeleştirilmesi. Bu amaçla Kurum’un Haziran sonu itibarıyla yayınlamış olduğu ve 2002 Ekim başında yürürlüğe giren Muhasebe Uygulama Yönetmeliği’nde, 1 numaralı Muhasebe Uygulama Yönetmeliği’nde Uluslararası Muhasebe Standartları’nın 39 nolu prensipleri esas alındı ki, bu daha çok sermaye piyasasının da biraz önceki konuşmada bahsedilen prensiplerle oldukça uyumlu.

Buna baktığımız zaman, bu prensiplerin dört ana temel üzerine oluşturulduğunu görüyoruz. Bunlardan ilki finansal varlık ve yükümlülüklerin bilançoda her ne şekilde olursa olsun gösterilmesi, finansal varlık ve yükümlülük tanımına girecek derecede

hak ve yükümlölük doğuran türev ürünlerin mali tablolar içerisinde alınması ve bunların rayiç değerle değerlendirilmesi ve aynı zamanda riskten korunma aracı olarak fiyat, nakit akım ya da diğer riskleri karşılayacak derecede riskten korunmayı sağlayan kalemler içinde ayrı bir muhasebe standartlarının, ki bu “riskten korunma muhasebe standartları başlığında” biraz önce gene söyledim, o başlık altında değerlendirilmesi.

Şimdi, bu muhasebe ilkeleri içerisinde tanımlara göre türev ürünlerin diğer asli finansal varlık ve yükümlölüklerden bir farkı var. Bunlardan ilki, esas alınan göstergedeki değişikliğe bağlı olarak ödeme yükümlölüğü doğrularlar. Herhangi bir başlangıç yatırımı gerektirmiyor ya da daha az olabiliyor ve ileri bir tarihte teslim mümkün ya da netleştirmeleri mümkün. Ama bankalar cephesinden baktığım zaman, bir de benim bunlara ilave edebileceğim bir farkı var; türev ürünler rayiç değerlerle, yani ne olursa olsun rayiç değer ile değerlendirilmek zorunda.

Niçin farkı var? Çünkü, biliyorsunuz bankaların pasiflerinde olan mevduat yükümlölükleri için anlaşılan bir faiz oranı var; o faiz oranından iskonto edilerek gider hesaplaması yapılmakta, aynı şekilde krediler için de sabit faiz oranı uygulanıyorsa o kredi faiz oranı esas alınıyor. Ama, faiz oranları düştüğü zaman, her ne kadar rayiç değeri, yani o faiz oranı düşmüş bile olsa üzerinde uzlaşılan faiz oranları esas alındığı için türev ürünlerin farkı rayiç değerinde değerlendirilecek.

Türev ürünler ne zaman malî tablolara alınıyor? Vadeli işlemin niteliğine göre sözleşmeyi düzenleyen veya elinde bulunduranın sözleşmeye taraf olduğu anda mali tablolara alınması ve bu mali tablolara alınması sırasında işleme ilişkin verilen primler, aracı kurumlara, acentelere ödenen ücret ve komisyonlar ile borsalarca kesilen paylar, vergi ve benzeri yükümlölüklerde elde etme maliyetlerine dahil edilmesi zorunlu.

Bu biraz önce söylenildiği için çok da üzerinde durmayacağım; riskten korunma amacı dışındaki türev ürünlerde rayiç değer üzerinden değerlendirilerek oluşan farklar gelir-gider hesaplarına intikal ettirilirken, riskten korunma amaçlı ürünlerde, yani eğer nakit akım korunması yapılmışsa, etkin olan kısmı özsermaye hesabıyla ilişkilendiriliyor, gerçekleştiği zaman gelir-gider hesaplarına aktarılıyor, etkin olmayan kısmı ise doğrudan kar- zarar hesabıyla ilişkilendiriliyor.

Ayrıca vadeli işlemler muhasebesine ilişkin olarak öngörülen bu 39 nolu, bizim Kurumumuz’da Muhasebe Uygulama Yönetmeli’ğine almış olduğumuz prensipler arasında bir grup varlık ve yükümlölüğü içinde tek bir risk standardı geliştirilmesi mümkün. Ayrıntılarına çok da girmeyeceğim burada.

Peki, ne zaman riskten korunma amaçlı ürünlere ilişkin, türev ürünlerine ilişkin muhasebe kaydı sona erdiriliyor? Türev ürünün vadesi gelir ise, satılırsa, sözleşme feshedilirse ya da sözleşmeye dayalı hak kullanılırsa, etkinlik kriteri sağlanamazsa, nakit akım korumasında gerçekleşmesi kuvvetle muhtemel bir işlemin gerçekleşme ihtimali ortadan kalkarsa ve riskten korunmaya ilişkin tasarım bozulursa sona erdiriliyor.

Bizim tebliğimize baktığımız zaman, ben, bir opsiyon işleminin, menkul değer alım para satın opsiyon işlemidir bu, onun muhasebeleştirilmesini, yani bir bankanın nasıl muhasebeleştirilmesini burada göstermeye çalıştım.

Dönem sonunda da, rayiç değer üzerinden değerlediği zaman oluşan zararı türev finansal araçlardan zararlar ve gider reeskontu şeklinde oluşan geliri ya da karı da diğer faiz gelir reeskontu ve türev finansal araçlardan karlar şeklinde muhasebeleştiriyor.

Şimdi, her ne kadar Uluslararası Muhasebe Standardı 39'u, 32'yi esas almış olsak da, mevcut yönetmeliğimizde birtakım eksiklikler ya da farklılıklar var. Bu 39 no'lu Uluslararası Muhasebe Standardı'nda etkin riskten korunmaya ilişkin sayısal kriterler belirlenmişken biz öyle bir belirlemeye gitmedik. Aynı zamanda Uluslararası Muhasebe Standardı'nda riskten korunan finansal varlık ve yükümlülükler ile riskten korunma amaçlı türev ürünlerinin rayiç değerlerinde meydana gelen değişikliklerin netleştirilmesine imkan verirken biz bu uygulamaya gitmedik. Diğer taraftan, bankalar açısından baktığımız zaman, vadeli işlemlerin ne tip bir vergileme manasında etkisi var veya yansıması var dediğimiz zaman, öncelikle Damga Vergisi uygulaması açısından önem arz ediyor. Zira, bankaların etkin bir risk yönetimi açısından önem arz eden husus, etkin bir riskten korunma politikalarının olması, bunu da teşvik edecek resmi dokümanların bulunması. Ancak, gerek 2001 krizi ya da daha öncesindeki, yani 1994-2000 arasında yaşadığımız süreçte pek çok vadeli döviz işlem sözleşmesi olsa bile resmi mercilere gösterilmediğini, yani Damga Vergisi kaygısı nedeniyle gösterilmediğini biliyoruz. Bu nedenle, Damga Vergisi Kanunu'nda yapılan değişiklikle bu tip sözleşmeler için düzenlenen sözleşmelerin ve düzenlenen kağıtların Damga Vergisi'nden istisna edilmiş olması, bankalar açısından etkin risk yönetimi uygulamada artık motive edici bir unsur olacaktır; yani Damga Vergisi yükümlülüğü nedeniyle bu tip işlemlerden kaçınmayacaklardır diye düşünüyoruz.

Ancak, halen daha önem arz eden bir başka vergisel yükümlülük var ki, bu da Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi. Bu vergiye göre de bankaların her ne şekilde olursa olsun yapmış oldukları bütün işlemler dolayısıyla kendi lehlerine alacakları paralar Banka Sigorta Muameleleri Vergisi'ne tabi tutulmuş ve bunlar, lehe alınan

paralardan %5, işlemlerle ilgili döviz teslimlerinden de %0.1 oranında olmak üzere vergi tarh edilmesi öngörülmüş. Dolayısıyla, bir bankanın riskten korunma amacıyla yapmış olduğu bir işlem nedeniyle lehine alacağı paranın Banka Sigorta Muameleleri Vergisi'ne tabi tutulması söz konusu.

Kurumlar Vergisi uygulaması yönünden baktığımız zaman, burada bankaların değişik iki türlü uygulama içerisine girdiklerini görüyoruz. Türev ürünlerini eğer menkul kıymet olarak değerlendiren bir banka varsa, rayiç değer değişiklikleri durumunda oluşan geliri sözleşme süresince Kurumlar Vergisi'ndeki ticarî kazancın tespitinde dikkate alıyor, bir başka banka eğer alacaklılık hakkı tanıyan iki taraflı irade uyuşması olarak değerlendirilmesi hâlinde de sözleşme vadesi sonunda bu gelirler ticari kazançta dahil ediliyor.

Bütün bu açıklamalardan sonra, yani öneriler bağlamında bundan sonraki Kurumumuz uygulamaları, diğer taraftan Maliye Bakanlığı uygulamaları açısından önem arz edecek birtakım önerilerim olacak.

Şimdi, Kurumumuz uygulamasındaki Muhasebe Uygulama Yönetmeliğinin "Muhasebe İlkeleri" başlıklı, temel muhasebe ilkelerini içeren Muhasebe Uygulama Yönetmeliği'nde bir ihtiyatlık ilkemiz var. Bu ilke uyarınca muhtemel giderler, zararlar ve borçlar için gerekli karşılık ayrılması, muhtemel gelir ve karlar için herhangi bir muhasebe kaydı yapılmasını öngörüyor. Ama, biraz önce açıklamış olduğum, bizim Uluslararası Muhasebe Standartları 39'u esas alarak düzenlemiş olduğumuz 1 nolu Muhasebe Uygulama Yönetmeliği'nde ise türev finansal araçlar için rayiç değerle değerlendirilmesi ve oluşan gelirlerin de kar-zarar hesaplarıyla ilişkilendirilmesi öngörülmekte. Dolayısıyla, ihtiyatlılık ilkesi gereğince, esasında banka, oluşan gelir için, rayiç değer değişikliğine bağlı olarak oluşan gelir için ihtiyatlık ilkesinden hareketle herhangi bir kayıt yapmaması gerekir gibi bir mantık çıkarken, Uluslararası Muhasebe Standartları ve bizim 1 nolu Muhasebe Uygulama Yönetmeliği'nde bir gelişki söz konusu. Dolayısıyla, bu Uygulama Yönetmeliği'nin ihtiyatlılık ilkesinin yeniden gözden geçirilmesi gerekiyor.

Aynı zamanda, etkin bir riskten korunmaya ilişkin olarak Muhasebe Uygulama Yönetmeliğine bizim de sayısal kriterler koymamız ve riskten korunma amaçlı türev ürünlerin rayiç değerlerinde meydana gelen değişikliklerin netleştirilmesine de imkân tanımamız gerekiyor.

Vergi uygulamaları bakımından ise, bu tabii biraz önceki bahsedilen ve daha sonra da tahmin ediyorum bahsedilecek konular arasında ama, benim burada esas üzerinde durmak istediğim husus, vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen

gelirlerin riskten korunma ya da spekülâtif amaçlı olup olmadığı, vade tarihinde fiili varlığın tesliminin yapılıp yapılmayacağı, sözleşmeye dayanak teşkil eden varlık veya yükümlülüğün bilançoda kayıtlı olup olmadığına göre vergilendirme esasları getirilmesi gerektiğini düşünüyorum ve bu kapsamda, arbitraj işlemlerinde olduğu gibi riskten korunma amaçlı türev ürünlerde lehe alınan paralar için öncelikle Banka Sigorta Muameleleri Vergisi istisnası getirilmesi gerektiğini düşünüyorum. Bunu da şundan düşünüyorum; Vadeli İşlem Opsiyon Borsası eğer ki kısa sürede bir gelişme kaydedecekse, yine inanıyorum, bu bankaların yapacakları işlemler sayesinde olacaktır. Dolayısıyla bankalara bu yönde teşvik edici mekanizmaların geliştirilmesinde de büyük fayda olduğunu düşünüyorum.

Bu bağlamda vadeli işlem opsiyon borsasının inşallah Türk bankacılığının ilerideki krizlere, muhtemel krizlere, olursa, tabii ki hiçbir zaman olmasını arzu etmeyiz, muhtemel krizler açısından bir emniyet supabı olmasını dileyerek hepinize tekrar saygılarımı sunuyorum.

PANEL BAŞKANI

Teşekkür ediyoruz Sayın İhsan Delikanlı. Şimdi sözü Faruk Sabuncu'ya bırakıyorum; vadeli işlem opsiyon borsası için hazırlanmış olan ayrıntılı vergi önerilerini sunacaklar kendileri.

FARUK SABUNCU

(PricewaterhouseCoopers)

Sayın Başkan, sayın konuklar; aslında panel konuşmacıları hemen hemen vergisel konuların tümüne değindiler, ama ben biraz farklı bir yaklaşımla durumu ortaya koymak istiyorum. Çünkü, Türk vergi sisteminde vergisel durumu belirleyebilmek için, işlemi yapan kişinin, gerçek veya tüzel kişi tam veya dar mükellef olup olmadığı ve enstrümanın içinde bulunduğu durumun çok iyi belirlenmesi gerekiyor. Basit anlamda, “geçici 67’yle vergisel konular çözülmüştür” gibi bir ifade genel olarak doğru olmakla birlikte daha spesifik olunması gerektiğini düşünüyorum. O yüzden, dışarıda bulunanların bence “ileri vadede vergi var” sözünü duyarak içeri gelmelerinde fayda var.

Şimdi, biraz önce ofisten telefonlar aldık, ayrıca benim çalışmamı birlikte

hazırladığım arkadaşım, şirket müdürlerimizden Nurcan Gago'yla birlikte, yani İstanbul'daki banka ve aracı kurum ve kuruluşlar müşterilerimiz olsun olmasın sürekli telefonları arıyorlarmış, bizleri soruyorlar. Tabii biz bir kusur yıldır VOB'la birlikte bu çalışmayı yapıyoruz.

Açıkçası, öncelikle benim izlenme riskimi azaltacak olmakla birlikte, takip edilme belirsizliğini ortadan kaldıracak olan bu çalışmayı Vadeli İşlemler Borsası'nın internet sitesinde bulabileceğinizi hatırlatmak isterim.

Bana göre, ilk defa bir piyasa açılmadan bu piyasadaki işlem görecektür ürünlerin –gayet güzel bir tanıtım oluyor, reklâmını yapıyoruz– yatırımcı profiline göre ve o enstrümanın içinde bulunduğu aşamaya göre vergilenme durumlarını çok vergi terminolojisi kullanmadan, yani işte geçici 55, tevkifat, tarhiyat kelimelerini çok kullanmadan rahatlıkla izleyebileceğiniz bir doküman; o yüzden yatırımcı köşesini ziyaret etmenizi öneririm.

Şimdi, vadeli işlemler piyasasının önemi malum, onu ben tekrar etmeyeceğim; ama bu piyasanın başarılı bir performans sergileyebilmesinin altında da verginin önemli bir rolü olduğu muhakkak. Çünkü, diğer ülkelerdeki uygulamalara da bakıldığı zaman belli muafiyetlerin belli gruplara veya işte vergisel anlamda gerçek kişilere sağlandığını görmekteyiz. Ama ben, bugün biraz spesifik olarak mevcut durum itibarıyla 2005, 2006 ve 2007'de Türkiye'de Vadeli İşlemler Borsası'nda yatırım yapacak olan kişilerin durumu nedir, onu bir örnekle izah etmeye çalışacağım. Çünkü, Türkiye'de yerleşik kişi, yerleşik olmayan kişi, gerçek kişi anlamında ve tüzel kişi anlamında da yerleşik ve yerleşik olmayan kişilerin pozisyonlarını görebilmemiz lazım ve bu pozisyonları gördüğünüz zaman, Türkiye'de yerleşik tüzel kişilerin aslında tamamen vergiye tabi olduklarını göreceksiniz. Yani hep diyoruz ya, işte bu işe biz sahiplenelim, ithalatçılar gelsin, çiftçiler gelsin, sabahki konuşmalardan aldığım alıntılar; bence, onlar geldiklerinde onlar için vergisel olarak yapılmış bir şey yok. Kimler için yapıldı? Gerçek kişiler, yerleşik dediğimiz, yani Türkiye'de ikamet eden, bir de yurtdışında yerleşik gerçek kişiler ile yurt dışında yerleşik tüzel kişiler.

Bu anlamda % 15 tevkifat durumu nedeniyle 2005, 2006 ve 2006 sonrası da gerçek kişiler açısından da önemli. Vergi konusunun enstrümanlara yatırım yaparken veya pozisyonu almak isterken önemli bir rol oynayacağını öngörüyorum açıkçası. Ama, bizimle yabancı kurumlar veya kişiler arasındaki temel fark, yabancılar bu işlere girmeden önce vergiyi çok güzel bir biçimde analiz ediyorlar, ama bizler, bu iş ancak hani kapiya gelince analizi yapılıyor ve durum kurtarılmaya çalışılıyor, ama vade geldiği için de yapılacak bir şey kalmıyor.

Şimdi ben sizi bir slayt sörfüne götürmeyeceğim, iki tane slaytım var. Neden iki tane slayt yaptım? Çünkü, özellikle tam mükellef tüzel kişilerin durumunu görebilmek için hem pozisyonun elde tutulduğu, yani pozisyona girildiği ve herkesin de öngördüğü üzere bu pozisyondan çıkışın da ters pozisyonla olacağını beklediğimiz için iki slayt yaptım. Bir tanesi, pozisyonun elde tutulduğu dönemde bir vergileme durumu var mıdır, pozisyondan çıkıldığı zaman, ters pozisyondan çıkıldığı zaman bir vergileme durumu var mıdır; onları bir göstermek istedim.

Örnekten de göreceğiniz üzere vergi kanunlarımız, kazanç vergisi kanunlarımız, yani Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Kanunu vergilemede 4 tip tanıyor. Tabii bunların da kendi içinde ayrımları var. Mesela dar mükellef gerçek kişinin Türkiye’de bir daimi temsilcisi varsa gibi uzantılarla sizleri çok sıkmayacağım ama, raporumuzda bulabilirsiniz onları. Bu örnekte anlatılmak istenen, yerleşik gerçek kişi, yerleşik olmayan gerçek kişi ve yine yerleşik-yerleşik olmayan tüzel kişilerle ilgili örnekleri veriyoruz.

Pozisyonun tutulması sırasında, “GOK” dediğimiz güncellemeden oluşan kazanç olarak lütfen onu değerlendirin, B’de yer alan “GOZ” güncellemeden oluşan zarar, “TN”, teminatların nemalandırılması, “KDV”, “BSMV” hepimizin bildiği kısaltmalar. 2005, 2006, 2007’ye baktığımız zaman genelde durum aynı. Yani, pozisyonun tutulması sırasında 2005’teki vergileme genelde devam ediyor. Yerleşik gerçek kişilere baktığımız zaman, güncellemeden oluşan kazanç vergiye tabi değil, zarar diğer kazanç unsurlarından indirilmez. Tabii bunların dayanaklarını söylemek istemiyorum, biraz önceki panelist arkadaşlarım ilgili maddelere referans verdiler. Ben maddelerle çok fazla oynamak istemiyorum; çünkü, gerçekten onlar söylendiği zaman biraz konsantrasyon dağılıyor. Ben önünüze bir çerçeveyi, resmi koymak istiyorum.

Teminatların nemalandırılması 800 YTL’yi aşarsa 2005 için yıllık beyana tabii, KDV ve BSMV yok. Yerleşik olmayan gerçek kişide durum aynı, ama vergi olsaydı çifte vergilendirme önleme anlaşması devreye girecekti. Yerleşik tüzel kişi; “vergi yok” dediğimiz yere bir bakalım. Vergiye tabi diyoruz güncellemeden oluşan kazanç ve bu vergi öyle az buz bir vergi değil, %30 Kurumlar Vergisi. Tabii karı dağıttığınız zaman da, eğer gerçek kişiye dağıtıyorsanız %10’luk bir stopaja daha maruz kalacak bu kazanç. Güncellemeden oluşan zarar indirilmiş kurum kazancına dahil edileceği için bu avantajı. Teminatların nemalandırılması yine kurum kazancına dâhil edilerek vergiye tabi olacak. KDV yok, yani güncellemeden oluşan kazançta KDV yok, teminatların nemalandırılmasında BSMV mükellefleri için BSMV var. Yerleşik olmayan tüzel kişilere baktığımız zaman vergiye tabi bir durum söz konusu değil. Bunlar hep hâlâ pozisyonun tutulması durumu. Güncellemeden oluşacak olan zarar kurum

kazancından, yani hesaplanacak olan herhangi diğer bir kazançtan, dar mükellef kurum kazancından indirilmeyecek. Teminatların nemalandırılmasında %10 stopaj var, beyanname yok, KDV, BSMV söz konusu değil bunlar için.

Ters pozisyonla kapatılmasına geldiğimiz zaman, 2005'te bir vergi durumunu görmüyoruz. Kimler için? Yerleşik gerçek kişi, yerleşik olmayan gerçek kişi ve yerleşik olmayan tüzel kişi. Ama dediğimiz gibi, pozisyon kapatıldığı zaman yerleşik tüzel kişinin durumu vergi yönünden açıkçası şu anda korunan bir durumda değil. 2006'da Maliye Bakanlığı'nın bana göre çok akıllı bir manevrasıyla yıllardır daha doğrusu "etkili vergi dairesini nasıl yaratırım"ı bana göre finansal sektörde yarattılar. Nasıl yarattılar? Bankalar ve aracı kurumlar bana göre çok ciddi bir biçimde vergi tahsilatına katkıda bulunacaklar, bu sorumlulukları var, 3 aylık dönemler halinde. Eğer kanun değişmezse 2006'dan itibaren nihai vergilendirmenin stopaj olduğu 10 yıllık bir döneme giriyoruz. Tabii bunun bana göre faydaları da var. Bir defa sistemde basitliği sağlayacak, sermaye piyasası ve para piyasası gelirlerinde; ama Maliye Bakanlığı onu verirken aslında bir anlamda gelir vergisini ve kurum vergisini açıkçası stopaj durumuna sokmuş oldu nihai anlamda vergilendirmeyi yapacak. Şimdi, 2007 ve sonrası, 2006'yla benzeşmekle birlikte analizinde fayda var. Çünkü diyoruz ya "vadeli işlem", vadeli işlemde vadeli vergi nasıl olacak 2006 sonrası? Bir nefes var 2005 ve 2006'da, tüzel kişiler, yerleşik tüzel kişiler dışındaki yatırımcılar için. Ama 2007 ve sonrasında %15'lik stopaj gündeme geliyor. Yerleşik olmayan gerçek kişilerde çifte vergilendirme önleme anlaşması gündeme gelecek yine yerleşik olmayan tüzel kişilerde.

Tabii, olayın sadece ters pozisyonla kapatılması durumunu analiz etmek yanlış olur. Arızı de olsa nakdi uzlaşma ve fiziki teslimat konuları da gündeme gelecek. Bunları da bizim raporumuzda detaylı olarak bulabilirsiniz. Dünya uygulamalarında genelde verginin "accounting"i izlediği, görülmekle birlikte bizim vergi mevzuatımızda da sanki bu değerlendirme hükümleriyle birlikte aynı yere gidiyoruz gibi; ama istisnalar nedeniyle tüzel kişiler dışındakilerde böyle bir durum söz konusu olmayacak. Ama, biraz önce İhsan Bey'in de ifade ettiği gibi özellikle dolaylı vergilerde BSMV istisnası şu anda yük getiren bir konu, özellikle BSMV mükellefleri için.

KDV istisnasının daha açık bir biçimde açıkçası gündeme getirilmesi gerekiyor. Yorum itibarıyla, özellikle ters pozisyon kapamalarında KDV olmaması gerektiğini düşünmekle birlikte bu konunun da açıklığa kavuşturulması faydalı.

Belki uygulamada pratik açısından önemli olan konulardan bir tanesi, türev araçlar alım satım formunun fatura yerine geçecek doküman olarak alınması konusunda bir tebliğe ihtiyaç var. Yatırım fonları açısından, Gürman Beyi görünce hemen aklıma

geldi yatırım fonu konusu; döviz veya altına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde Kurumlar Vergisi 8'e 4 istisnasının uygulanıp uygulanmayacağı konusunda Maliye Bakanlığı'nın bana göre bir açıklama yapması gerekiyor.

Çok detaylı sonuç vermeden, konu yeni ve üzülerek söylemek gerekiyor, vergi uzmanlarımız konunun işleyiş şeklini, prosesini, nasıl çalıştığını, ne tür bir sermaye piyasası aracı olduğu konusunda tam yetkin değiller. Dolayısıyla, piyasada oldukça farklı görüş çıkacağını tahmin etmekle birlikte -tabii bu söylediklerim tüzel, yerleşik tüzel kişiler için- farklı yorumlar çıkacağını öngördüğüm için Maliye Bakanlığı'nın konuyla ilgili olarak çok acil bir biçimde, çünkü 2005 yerleşik tüzel kişileri içeriyor vergileme açısından, bir an önce görüşlerini açıklaması lazım.

Benim şahsi görüşüme göre vergi mevzuatı VOB'a gerekli desteği eksik bıraktı. İMKB zamanlarını düşünüyorum, geçici maddelerle çok ciddi bir biçimde uzatmalar yapılmıştı. Bana göre %15'lik vergi üçüncü yılında, hatta 2007'de %15'lik bir vergi bana göre bir engel diye noktalıyorum. Dinlediğiniz için teşekkür ederim.

PANEL BAŞKANI

Sayın Faruk Sabuncu'ya teşekkür ediyoruz. Panel Başkanı olarak kendimi de şimdi kürsüye davet ediyorum. Sizlere vergileme, aracı kurum muhasebesi konusunda kısa bir sunumum olacak.

Böyle bir panelin son gününün son konuşmacısı olarak sadece 10 slaytlık bir sunumum olduğunu, fazla uzatmayacağımı ve sizleri sıkımayacağımı düşünüyorum. Ben de diğer, konuşmacıların belirttiği gibi Vadeli İşlemler Borsası'nın açılmasından büyük bir heyecan ve mutluluk duyuyorum. Sermaye Piyasası Kurulu'nda yeterlik etüdüm, İzmir'de vadeli işlem borsasının kurulmasıydı. Yaklaşık 15 sene önce hazırladığım ve benden önce üstatlarımın da çeşitli raporlar hazırladığı bir konuydu. Dolayısıyla, bu kadar uzun emek harcanan, çaba harcanan bir oluşumun sona ulaşmış olması hepimize mutluluk verici bir olay diye düşünüyorum.

Vergilendirmeyi, benden önceki üç konuşmacı da detaylı olarak anlattı; Faruk Bey geleceğe yönelik neler olması gerektiğini bildirdi. Vergilendirme konusunda biz Aracı Kuruluşlar Birliği olarak yaklaşık 1,5 yıl önce Vergi Konseyi bünyesinde bir çalışma başlattık ve bunun sekretaryasını üstlendik. Bu sekretarya bu çalışmalar sonucunda, bütün aracı kurumların ve bankaların mutabık olduğu konu tüm yatırım araçlarının eşit tutarda vergilenmesi ilkesiydi. Bu çalışmalar hızla sonuç verdi; 31.12.2005'de

ıkan bir kanunla 2006'dan geçerli olacak şekilde bütün yatırım araçlarının eşit oranda, iki istisnayla eşit oranda vergilenmesi benimsendi. Bu iki istisnadan birisi emeklilik yatırım fonlarıyla ilgili, diğeri ise vadeli işlem ve opsiyon borsasına, daha doğrusu vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden elde edilen kazançlarla, gerçek kişilerin elde ettiğ i kazançlarla ilgiliydi. Dolayısıyla bu iki senenin, özellikle bireysel yatırımcılar açısından önemli bir fırsat olduğunu düşünüyorum.

Bu dönemin sonunda, Faruk Bey'in biraz önce detaylı anlattığ ı yatırım veya spekulatif amaçlı sözleşmelerin alınmasıyla, korunma amaçlı işlemlerin ayrımını gözetecek şekilde bir vergi rejiminin belirlenmesi bu piyasada oluşacak büyük hareketliliğ i devam ettirecektir.

Peki, Vadeli İşlemler Borsasının açılması aracılık sektörüne ne gibi etkide bulunacak?

Bunun için, elimizdeki son mali veriler olarak 2004'e altıncı dönem itibarıyla aracı kurumların konsolide bazı mali verilerine bakmak istiyorum. Aracı kurumların aktif byklğ  1,150 milyar dolar civarında, özkaynakları 820 milyon dolar civarında, dönen varlıkları 830 milyon dolar ve aracı kurumlar gelirlerinin yaklaşık %75'ini aracılık komisyonundan elde ediyorlar. Bu yapı ilk olarak bize aracı kurumların gelir kalemleri içinde belirleyici olan aracılık komisyonlarının artmasını sağlayacak ve çeşitlendirecek. şu anda hisse senedi ve DİBS'ten elde edilen aracılık komisyonlarının çeşitlenmesini sağlayacak.

İkinci katkı, grdğ nz üzere neredeyse öz kaynaklarından daha fazla dönen varlıklara sahip olan aracı kurumların bu dönem varlıkları genelde DİBS'lerden ve hisse senetlerinden oluşmakta. Sektör, aktifindeki bu riskleri vadeli işlemler sayesinde daha kolay yönetecek, daha başarılı olacaktır.

nc bir unsur, Vadeli İşlemler Borsası'nda komisyon oranı; st sınır %1 olmak üzere aracı kurumlar tarafından belirlenecek. Hisse senedi piyasasında devam eden minimum ve maksimum komisyon oranlarıyla ilgili çeşitli tartışmalar, öneriler burada serbest komisyon uygulaması şeklinde bir sonuç verecektir.

Bu işlemlerin muhasebeleştirmesi nasıl olacak diye baktığ ımızda, temel olarak Uluslararası Muhasebe Standartları 32 ve 39'u esas alıyoruz ve Sermaye Piyasası Kurulu bu konuda, birisi 2001, birisi 2004 yılında olmak üzere iki tebliğ çıkarmış ı durumda. 2004 yılında çıkan Seri XI, No:25 tebliğ zaten 32 ve 39'daki ilkeleri kapsayacak şekilde düzenlenmiş ı bir tebliğ . Bu Uluslararası Muhasebe Standartları neyi kapsıyor diye baktığ ımızda, 39 numaralı standart finansal araçların malı tablolarla alınması ve çıkarılması, finansal araçların değ erlemesi, türev araçlar ve

kurulma muhasebesini kapsıyor. 32 sayılı standart ise, finansal araçların malî tablolarında sunumu ve bunlarla ilgili dipnotlarda açıklamaları kapsıyor. Biraz önce dediğim gibi, Seri XI, No:25 sayılı Tebliğin 11'inci kısmı UMS ile uyumlu ve biraz önce saydığım ilkeler burada ayrıntılı olarak yer alıyor; o yüzden herhangi bir sıkıntımız olmayacak. Ayrıca bu tebliğin 2005 yılının ilk ara döneminden itibaren uygulanacak olması ve bu tarihin Vadeli İşlemler Borsası'nın açılışına rastlaması, Tebliğin uygulamasını rahatlatacak ve kolaylaştıracaktır.

Peki, muhasebe kayıtları aracı kurumlar için niye önemli? Sabahtan bu yana oturumlarda hep bahsettik, türev araçlar temelde finansal kaldıraç etkisinden yararlanarak oluşturulduğu için, kazançlar ve kayıplar teminat olarak yatırılan tutarlara oranla çok yüksek olmaktadır, olabilmektedir. Dolayısıyla, çok küçük tutarlarla açılan pozisyonlar iyi takip edilmediği zaman veya değerlendirilmediği zaman büyük zararlara neden olabilir. Bu konuda ilk aklımıza gelen Ing Barrings örneği. Bunu aklımızda tuttuğumuz zaman, muhasebe işlemlerinin dikkatli şekilde kayıtlara alınması, değerlendirilmesi ve izlenmesi gerektiği ortaya çıkmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu, Seri V, No:51 Sayılı Tebliği ile 2001 yılında aracı kuruluşların türev araçların alım satımına aracılık faaliyetinde düzenleyecekleri belgeler ve kayıt düzeni hakkında düzenlemeler yapmıştır. Geçtiğimiz aylar içerisinde, bu piyasada yer alacak olan aracı kuruluşlarımız muhasebe ve raporlama yazılımlarında, bu tebliğde yer alan kuralları, düzenlemeleri muhasebelerine, sistemlerine yansıtmışlardır. Dolayısıyla, iyi şekilde düzenlenmiş olan bu tebliğ sayesinde, büyük bir sıkıntı olmayacağını düşünüyoruz. Ayrıca, ne kadar iyi sistemleriniz olursa olsun bunları kullanacak personelin de bu konuda bilgili, eğitilmiş olması gerekmektedir. Birliğimiz yaklaşık 6 aydan bu yana, konularında yetkin akademisyenler ve profesyonellerle meslek personellerini bu konuda eğiterek onların da bilgi düzeylerinin yükseltilmesine katkı sağlamıştır. Seri V, No:51 Sayılı tebliğe kısaca bakacak olursak neler getiriyor diye, bu tebliğ genel olarak Seri V, No: 6 Sayılı Tebliğde yer alan ve diğer sermaye piyasası araçlarının ve menkul kıymetlerin muhasebeleştirilmesinde kullanılan yöntemleri ve onların türev araçlara göre adapte edilmiş halini içeriyor. Dolayısıyla, gerek kayıtlarda, gerek üretilecek belgelerde bir yabancılık çekilmesi söz konusu değil. Ayrıca, aracı kurum hesap planında yeni isimler tanzim edilmiş durumdadır. Bunlar da, bu işlemlere göre bu işlemlerin kolaylıkla muhasebeleştirilmesini sağlayacak durumdadır.

Beni dinlediğiniz için saygılar sunuyorum.

SUNUCU

Saygıdeğer konuklar, değerli panelistlerimize teşekkür ediyoruz. Bu önemli arenaya çok önemli bir isimle nokta koyacağız bu akşam. Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Dr. Sayın Doğan Cansızlar'ı kürsüye davet ediyorum kapanış konuşması yapmak üzere.

DR. DOĞAN CANSIZLAR

(SPK Başkanı)

Çok değerli konuklar, sabah başlayan bu güzel program bu saate kadar devam etti, herhalde yorgun değilsinizdir, ben sözlerimi fazla uzatmayacağım.

Steam Grubu'na tekrar çok teşekkürlerimi burada iletiyorum, bu çok anlamlı bir günün öncesinde -yarından bahsediyorum- böyle önemli bir toplantıyı, özellikle İzmir'de düzenledikleri için. Şimdi, yarın için söylüyorum, yarın hepimizin bildiği gibi Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nın açılışı Sayın Başbakan'ın gonga vurmasıyla başlayacak. Aslında bu, sermaye piyasası tarihi açısından oldukça önemli bir dönemeç noktasını gösteriyor. Oldukça önemli diyoruz; çünkü İzmir'de yarın faaliyete geçecek olan bu Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsamızın bazı özellikleri var. Bu özelliklerden bir tanesi ihtisas borsası olması. Yani, İstanbul'daki altın borsamız, İstanbul Menkul Kıymetler Borsamızın yanı sıra, ki spot piyasalar olarak bilinen borsalarımızdır; buradaki borsamız vadeli işlemler, opsiyon, birçoklarının da bildiği gibi türev ürünleriyle ilgili, finansal türev ürünleriyle ilgili bir borsa, ihtisas borsası. Bu anlamda önemli bir ilk, Türkiye sermaye piyasaları açısından. İkinci özelliği bu borsamızın, özel şirket statüsünde kurulmuş olmasıdır. Bu da Türk sermaye piyasasında bir ilki temsil ediyor. Neden? İMKB ve Altın Borsası kamu kuruluşu, kamu tüzel kişiliğini haiz müesseseler olduğu halde burası özel hukuk tüzel kişiliğine haiz bir müessese, bir şirket statüsünde.

Bir başka husus bu özel şirket statüsüyle ilgili olarak söyleyeceğim; aslında özel şirket statüsünde bir borsanın kurulması, çalışmaları devam eden İMKB ve Altın Borsasının özelleştirilmesi için de çok önemli bir zemin oluşturacaktır; bunu burada ifade etmek istiyorum.

Bir başka husus bu borsanın açılışıyla ilgili; bu borsanın İstanbul dışında, İzmir'de açılıyor olması. Yani, herkesin sorduğu soru var, neden finans merkezi İstanbul

dururken İzmir'de bu borsa açılıyor? Bunun cevabını hemen şöyle vermek lazım: Özellikle tarım ürünleriyle ilgili konularda, türev araçları açısından baktığımızda ve ürün borsaları açısından baktığımızda, özellikle pamuk olayına baktığımızda İzmir'in farklı bir yeri var. İkincisi; dünyadaki gelişmelere şöyle bir göz attığımızda ve teknolojiadaki gelişmelere şöyle bir göz attığımızda, artık lokasyon sorununun, yer sorununun olmadığını görüyoruz. Yani seans salonlarına ihtiyaç yok, uzakta verişimde insanlar kilometrelerce ileriden, ötesinden, hatta ülkeler arasında çok rahat bir şekilde işlem yapabiliyorlar. Yani, bunun Ankara'da olması, İstanbul'da olması gibi, İzmir'de olmasının gibi herhangi bir özelliği yok. Borsalarda, dediğimiz gibi seans salonları kapatılıyor; artık o bizim alışlageldiğimiz seans salonlarındaki broker'ların, dealer'lerin olmadığı, tamamen kompüterize edildiği bir sistemle biz karşı karşıyayız ve gelişmiş batılı ülkelerde ve çoğu gelişmekte olan ülkelerde artık bu borsalar bu şekilde faaliyet gösteriyor. Yani uzaktan erişimle işlemler müşterilere giriliyor ve orada eşleştiriliyor ve işlem tamamlanıyor. O bakımdan yer sorununun bu anlamda olmadığını düşünüyoruz. Kaldı ki, artık İstanbul'un da biraz, finans kesimi açısından söylüyorum, yavaş yavaş Anadolu'ya doğru yayılmasında da büyük yarar var.

Bu amaçla biz, hepimizin bildiği gibi, belki basından da izliyorsunuz, KOBİ piyasaları projemizi de bu sene hayata geçirmeyi planlıyoruz. KOBİ piyasaları da yine aynı şekilde Anadolu'daki yatırımcının ayağına bizim sermaye piyasalarımızı götürmekle ilgili önemli bir proje. KOBİ'lerimizin bu piyasalardan çok daha fazla fon sağlamasını, fon toplamasını sağlayacak bir zemin oluşturmaya yönelik bir projedir. Bunu da bu sene gerçekleştirmeyi planlıyoruz.

Şimdi, vadeli işlem ve opsiyon borsalarıyla ilgili ya da işlemleriyle ilgili genel manada, türev araçlarla ilgili zamanlama oldukça önemliydi. Arkadaşlarımız belirtmişlerdir, Vadeli İşlemler Borsası'nın kurulmasıyla ilgili yıllar öncesinden başlayan bir süreç var. Bugüne kadar bu realize edilemedi. Bunun tabii bazı sebepleri var. Bunlardan bir tanesi çok önemli, benim bulduğum sebeplerden bir tanesi; hem siyasette, hem de ekonomideki istikrarın olmayışydı. Bu çok önemli. Özellikle piyasalar açısından olaya baktığımızda istikrar oldukça önemli. Son zamanlarda sağlanan istikrar, faizlerdeki enflasyona paralel düşüşler, makroekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmeler aslında bu piyasaların da yavaş yavaş artık kurulmaya başlamasının zamanı geldiğini gösteriyor. Neden? Dalgalanma boyu, dalga boyu ekonomilerde oldukça azalmış oluyor. Çünkü vadeli işlemlerde dalgalanma olmasında büyük yarar var. Fakat, bu dalga boyunun çok yüksek olduğu aşamalarda bu piyasalar çalışmaz. O bakımdan, şu anda çok makul düzeylerde seyreden ekonomideki bu hafif dalgalanmalar da bu tür bir piyasanın istikrar sağlayıcı, olumlu yönde bir etki

sağlayacağını da düşünmek lazım. Bunlardan bir tanesi bu, istikrar dedik.

Diğerlerinden bahsetmek gerekirse, örneğin tarım ürünlerinde taban fiyat belirlenmesi, yani tarım ürünlerinin fiyatının devlet tarafından belirlenmesi, aslında tarım ürünlerine dayalı vadeli işlemler için olumlu bir zemin olmaz. Bizim bütün üzerinde durduğumuz, piyasada fiyatın arz ve talebe göre belirlendiği bir ortamda bu piyasaların işler olmasıdır. Dolayısıyla, tarımda taban fiyat uygulamasından doğrudan gelir sistemine geçilmesi, aslında fiyatların bir ölçüde de olsa piyasalarda belirlenmesinde bu tür tarım ürünlerine dayalı vadeli işlemler için zemin hazırlanmış oldu.

Bir başka husus bu konuda; özellikle ekonomik krizden sonra, 2000-2001 krizlerinden sonra dövizde bildiğimiz gibi serbest dalgalı kura geçtik, yani artık piyasa belirliyor arz ve talebe göre. Daha önceden, bildiğiniz gibi bizim sabit kur rejimimiz vardı. 2001 yılından itibaren geçtiğimiz bu serbest dalgalı kur neticesinde de dövize dayalı vadeli işlemlerle ilgili zeminin hazır olmuş olduğunu görüyoruz; çünkü piyasa fiyatı piyasada belirleniyor.

Tabii diğer bir konu, 1986'da kurulan İMKB bu seviyede, bugünkü geldiği seviyeye baktığımızda oldukça önemli gelişmeler göstermiştir, Altın Borsası keza öyle. Dolayısıyla, böylesi bir gelişmiş düzeyinde hem İMKB'de, ki endekse dayalı olarak türev araçlarıyla ilgili, finansal araçlarla ilgili yapılacak vadeli işlemler açısından oldukça önemli bir zemin hazırlandığını burada belirtmek isterim. Yani, şöyle baktığımızda hem istikrar, hem diğer biraz önce bahsettiğimiz olumlu gelişmeler bu piyasaların önünün çok açık olduğunu gösteriyor.

Şimdi, hepimizin bildiği gibi, İMKB'nin ilk açılış yıllarında işlem hacimleri çok fazla değildi; sanırım 80 tane şirketle başlanmıştı ve işlem hacimleri de oldukça düşüktü. Aynı şekilde Vadeli İşlemler Borsası'yla ilgili de hemen ilk günlerde çok yüksek işlem hacimlerinin olacağını beklemek doğru değil. Ama ben eminim, ki dünyadaki örnekler de bunu göstermiştir, spot piyasalardaki işlem hacimlerinin çok çok daha üzerinde bir işlem hacmi olacağını ben burada rahatlıkla söyleyebiliyorum. O bakımdan Vadeli İşlemler Borsamız oldukça önemlidir diye düşünüyorum.

Yarın açılacak olan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsasıyla birlikte Türkiye'de yeni bir, sermaye piyasaları açısından yeni bir dönemeç başlıyor dedik. Artık Türk insanının günlük, kısa vadeli düşünmekten yavaş yavaş çıkacağı bir aşamaya geliyoruz. Yani, artık yarın ve bir günlük gibi, iki günlük gibi çok kısa vadelerle yapılan finansal işlemler bundan böyle 3 aylık, 6 aylık, hatta 1 yıllık gibi vadelere dayalı işlemler seti gündeme gelecek. O bakımdan, artık günlük düşünmeyi hepimizin bırakıp daha orta ve uzun vadeli düşünmemiz gerektiği bir aşamaya gelmiş bulunuyoruz. Bu

bakımdan Sermaye Piyasası Kurulu olarak biz çok yeni enstrümanlar devreye sokmaya başladık. Bunlardan işte bir tanesi vadeli işlemler dedik, bir başkası borsada işlem gören yatırım fonları dedik, arkasından KOBİ piyasaları gelecek dedik, arkasından Mortgage dediğimiz ipoteğe dayalı konut finansman sistemi. Bu da orta ve uzun vadeli bir projedir, daha doğrusu finansman sistemidir. Dolayısıyla, artık sermaye piyasalarında ileriye yönelik orta ve uzun vadeyle ilgili çok önemli finansal ürünlerin olduğu bir aşamaya geliyoruz. Bu Mortgage ile ilgili yeri gelmişken hemen şunu söyleyeyim: Basında bazen bazı bankalarımızın ve bazı ilanlarımız var, “Mortgage sistemine başlanıldı” diye. Aslında Mortgage ile ilgili kanun henüz yasalaşmış değil arkadaşlar. O bakımdan bunun bir arsa satışıyla alakasının olmadığını burada söylemek istiyorum. Mortgage Kanunu çıktıktan sonra bu projelerle, bu kredilerle ilgili konu Mortgage sistemine belki birleştirilebilir, adapte edilebilir. Bunu burada özellikle vurgulamak istiyorum.

Ben, dediğim gibi çok fazla sözü uzatmayayım. Bu borsamızın, yarın açılacak borsamızın gerçekten sermaye piyasaları açısından çok önemli bir dönemeci ifade ettiğini, Türk sermaye piyasası tarihi yazılırken bugünlerin anılacağını, çok önemli gün olarak tarihe geçeceğini belirtmek istiyorum ve bu borsamızın gerçekten ülkemize, milletimize hayırlı olmasını diliyorum.

Teşekkür ediyorum, saygılar sunuyorum.

SUNUCU

Saygıdeğer konuklar, Sayın Cansızlar'a çok teşekkür ediyoruz. Stratejik Teknik Ekonomik Araştırma Merkezi tarafından Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ana sponsorluğunda, TARIŞ Menkul Dow Jones ve STOXX sponsorluğunda düzenlenen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Risk Yönetimi konulu 3. Sermaye Piyasaları arenasının sonuna geldik. Katılımınız için çok teşekkürler. Bir dahaki arenada tekrar buluşmak dileğiyle hoşça kalın.