

Hisse senedi opsiyon işlemlerinin Türkiye açısından getireceği potansiyel ekonomik ve finansal etkiler

DR. MUSTAFA K. YILMAZ

Dr. Mustafa Kemal Yılmaz, 1966 yılında İstanbul'da doğdu. Galatasaray Lisesi'ni ve Marmara Üniversitesi İngilizce İşletme bölümünü bitirdi. Yüksek lisansını Marmara Üniversitesi'nde İngilizce Finans Muhasebe dalında tamamlayan Yılmaz, doktorasını ise Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü'nde tamamladı. 1991-94 yılları arasında Hazine Müsteşarlığı Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü Bankacılık Dairesi'nde Uzman olarak çalışan Yılmaz, 1994 yılından bu yana İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü'nde Ekspert olarak görev yapıyor.

Türk sermaye piyasası, Türkiye'nin içinde bulunduğu ekonomik ve sosyal şartların etkisiyle oldukça inişli çıkışlı bir seyir izlemektedir. Bu durum kendini, özellikle hisse senetleri alım-satım işlemlerinin yapıldığı Borsa da göstermekte, Hisse Senedi Piyasası endeksinde, tabii bu arada tek tek hisse senedi fiyatlarında da önemli dalgalanmalar yaşanmaktadır. Bunun doğal bir sonucu olarak hisse senedi spot piyasası, bu piyasaya yatırım yapan bazı yatırımcılara çok büyük kazançlar elde etme imkanı sağlarken, bazı yatırımcıları da önemli risklerle karşı karşıya bırakmaktadır.

Uluslararası piyasalarda, spot piyasalarda karşı karşıya kalınan bu tip risklerden korunmak ve spekülörlere çok büyük kazanç elde etme imkanı bırakmamak amacıyla vadeli piyasalar önemli fırsatlar sunmaktadır. Bu piyasalarda alım-satımı yapılan ürünlerden biri de hisse senedi üzerine yazılan opsiyon sözleşmeleridir. Özellikle piyasaların sürekli dalgalanma gösterdiği, piyasalara yön veren gelişmelerin ekonomik olmaktan ziyade politik ağırlıklı olduğu Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, bu tip piyasaların ve ürünlerin devreye girmesi piyasada karşı karşıya kalınan riskleri ve elde edilen yüksek kar marjını belli bir düzeye çekebilecek, bundan daha da önemlisi hisse senetleri piyasasını birkaç kişinin elinde yönlendirilen bir kumarbazlar

piyasası gibi görme zihniyetini ortadan kaldıracak ve derinlik kazanan, rasyonel beklentilerin ön plana çıkacağı bir piyasa ortaya çıkarabilecektir.

Bu makalenin amacı, yakın gelecekte Türkiye'de piyasaya sunulması düşünülen yeni bir finansal araç olarak hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmelerinin mikro ve makro bazda potansiyel ekonomik etkilerini Türkiye açısından tartışmaktır.

I. Opsiyon Sözleşmelerinin Yapısı

Finansal piyasalarda gerçekleştirilen opsiyon sözleşmeleri, en genel anlamıyla, sözleşmeyi elinde bulunduran bireysel veya kurumsal yatırımcıya belli bir varlığı belli bir fiyattan ileride belirlenmiş belli bir tarihte veya öncesinde satın alma (satın alım opsiyonu) veya satma (satım opsiyonu) hakkı veren finansal bir araçtır. Opsiyon sözleşmesi satın almak, sözleşmeyi satın alan taraf açısından finansal anlamda sınırlı bir risk ortaya çıkarmaktadır. Bunun en önemli nedeni, opsiyon sözleşmesi alan kişinin, işin en başından itibaren karşı karşıya olduğu maksimum zarar miktarının, söz konusu sözleşme için ödeyeceği prim miktarı ile sınırlı olmasıdır. Opsiyon sözleşmesi satmak (yazmak) ise, potansiyel olarak, opsiyon sözleşmesini satan (yazan) taraf açısından, yüksek (sınırsız) risk taşımaktadır. Bu nedenle yatırımcılar, opsiyon sözleşmesi satmaktan (yazmaktan) çok, opsiyon sözleşmesi

Opsiyon sözleşmesi satın almak, sözleşmeyi satın alan taraf açısından finansal anlamda sınırlı bir risk ortaya çıkarmaktadır. Bunun en önemli nedeni, opsiyon sözleşmesi alan kişinin, işin en başından itibaren karşı karşıya olduğu maksimum zarar miktarının, söz konusu sözleşme için ödeyeceği prim miktarı ile sınırlı olmasıdır.

Finansal piyasalarda gittikçe yaygınlaşan ve her geçen gün daha karmaşık hale gelen opsiyon sözleşmeleri, aslında insanların günlük hayatlarında sık sık karşılaştıkları, fakat çoğu zaman farkında olmadıkları bir olgudur. Örneğin, okuyucusuna gazetesinin ekinde, belli bir ürünü belli bir fiyattan ileride belirlenmiş belli bir tarihe kadar satın almak üzere kupon veren bir gazete, aslında okuyucusuna bir satın alma opsiyonu satmış olmaktadır.

almak suretiyle riskten korunmaya çalışmaktadırlar.

Finansal piyasalarda gittikçe yaygınlaşan ve her geçen gün daha karmaşık hale gelen opsiyon sözleşmeleri, aslında insanların günlük hayatlarında sık sık karşılaştıkları, fakat çoğu zaman farkında olmadıkları bir olgudur. Örneğin, okuyucusuna gazetesinin ekinde, belli bir ürünü belli bir fiyattan ileride belirlenmiş belli bir tarihe kadar satın almak üzere kupon veren bir gazete, aslında okuyucusuna bir satın alma

opsiyonu satmış olmaktadır. Benzer bir örnek, havayolu şirketlerinin (acentalarının) uygulamalarına ilişkin olarak verilebilir. Örneğin bir havayolu şirketi, yüksek iskontolu uçak bileti (500 \$) alan, fakat yapacağı seyahate ilişkin planlarının değişeceğinden çekinen ve uçak biletine ödediği paranın iade edilmeyeceğini bilen bir müşterisine, sadece 75 \$ ödemek koşuluyla aldığı uçak biletini son dakikada iptal etme hakkını verebilmektedir. Eğer bu kişi uçak biletini istediği an iptal edebilmek amacıyla

la 75 \$ ödeyip bu hakkı satın alırsa, bu, bugünkü anlamda finansal piyasalardan opsiyon sözleşmesi satın almakla eşdeğer bir nitelik kazanacaktır.

Opsiyonların günlük hayatımızdaki kullanımına ilişkin verilen örnekler çoğaltılabilir. Yukarıda verilen örnekler incelendiğinde, toplumun çeşitli kesimlerindeki kişi ve kuruluşların, kendileri için bir değer taşıması durumunda kullanabilecekleri bir hakkı ellerinde bulundurmaya tercih edecekleri sonucu ortaya çıkmaktadır.

Tablo 1: Hisse Senedi Opsiyon İşlemlerinin Gerçekleştirildiği Ülkeler ve Piyasalar

Ülke	Borsa
Avustralya	Australian Options Market (Sydney)
Avusturya	Austrian Futures and Options Exchange (ÖTOB) (Vienna)
Belçika	Belgian Futures and Options Exchange (BELFOX)
Brezilya	Rio de Janerio Stock Exchange Sao Paulo Stock Exchange (BOVESPA)
Kanada	Montreal Exchange (ME) The Toronto Stock Exchange (TSE) Vancouver Stock Exchange (VSE)
Şili	Santiago Stock Exchange
Danimarka	The Copenhagen Stock Exchange
Finlandiya	Finnish Options Market (SOM)
Fransa	Marché des Options Negociables de Paris (MONEP)
Almanya	German Stock Exchange Deutsche Terminboerse (DTB) (Frankfurt)
Hollanda	European Options Exchange (EOE) (Amsterdam)
İtalya	Italian Derivatives Market (IDEM)
Yeni Zelanda	New Zealand Futures and Options Exchange (Auckland)
Norveç	Oslo Stock Exchange (OB)
Singapur	Stock Exchange of Singapore Ltd.
Güney Afrika	The Johannesburg Stock Exchange
İspanya	MEFF Renta Variable SA (Madrid)
İsveç	The Swedish Futures and Options Market (OM Stockholm AB)
İsviçre	Swiss Options and Financial Futures and Options Exchange (SOFFEX) (Dietikon)
İngiltere	London International Financial Futures and Options Exchange(LIFFE) OMLX The London Securities and Derivatives Exchange
ABD	Chicago Board Options Exchange (CBOE) Philadelphia Stock Exchange (PHLX) New York Stock Exchange (NYSE) Amerikan Stock Exchange (AMEX) Pacific Stock Exchange (Pacific SE)

II. Hisse Senedi Opsiyon Sözleşmelerinin Dünyadaki Gelişimi

Hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmelerinin gelişiminin 25 yıllık bir geçmişi bulunmaktadır. Tüm dünyada 1973 yılı opsiyon piyasalarının gelişimi açısından önemli bir değişime sahne olmuş, dünyanın, mal üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin (commodity futures) alınıp satıldığı en eski ve en büyük borsası olan Chicago Board of Trade (CBOT) tarafından, yalnız hisse senetleri üzerine opsiyon sözleşmelerinin alım-satımının yapılacağı, standartları tespit edilmiş organize bir borsa kurulmuştur. Bu borsanın adı Chicago Board Options Exchange (CBOE) dir. CBOE de ilk olarak 26 Nisan 1973 tarihinde, New York Stock Exchange (NYSE) de alım-satımı yapılan 16 hisse senedi üzerine yazılan satın alım opsiyonları işlem görmüş, 1977 yılının Haziran ayından itibaren ise ilk satım opsiyonları işlem görmeye başlamıştır¹.

CBOE, çeşitli kesimlerden yatırımcılara opsiyon sözleşmelerinin alınıp satılacağı organize ve merkezi bir piyasa ortamı sunmuş, opsiyon sözleşmelerine ilişkin şartları ve terminolojiyi standart hale getirmek suretiyle piyasanın likiditesini arttırmıştır. Diğer bir ifade ile, opsiyon sözleşmesi satın alan veya satan taraflar, opsiyonun vadesinden önce piyasaya gidip ellerindeki pozisyonları kapatabilecekleri (satabilecekleri veya satın alabilecekleri) bir konuma gelmişlerdir. Bununla birlikte, bundan daha da önemlisi, CBOE, opsiyonu satın alan kişiye, opsiyonu satan (yazan) kişinin yükümlülüğünü yerine getireceğini tamamiyle garanti eden bir takas merkezi sistemini devreye sokmuştur. Böylece, tezgah üstü piyasanın aksine, opsiyonu satın alan yatırımcıların opsiyonu yazan kişilerin kredi riski konusunda endişe etmelerine artık gerek kalmamıştır.

Kaynak: Euroclear IFR, Handbook of World Stock and Commodity Exchanges, 1996.

CBOE, dünyada kurulmuş ilk organize opsiyon borsası olma özelliğine sahip olup, aynı zamanda Amerika da kurulmuş olan American Stock Exchange (AMEX), the Philadelphia Stock Exchange (PHLX), the Pacific Stock Exchange (Pacific SE) ve New York Stock Exchange (NYSE) de opsiyonların alım-satım işlemlerinin başlamasına öncülük etmiştir. Avrupa da ilk opsiyon borsası ise, 1978 yılında European Options Exchange (EOE) adı ile Amsterdam da kurulmuştur. Bunu aynı yıl İngiltere de kurulmuş olan London Traded Options Market (LTOM) izlemiştir. Bunun altında yatan en önemli neden, İngilizlerin Londra borsalarında alım-satımı yapılan hisse senetleri üzerine gerçekleştirilecek opsiyon sözleşmeleri üzerinden ortaya çıkacak işlem hacminin kendi ülkeleri dışına çıkmasına mani olma çabası olarak yorumlanmaktadır². 1980'lerin ikinci yarısında, İsviçre (SOFFEX), Fransa (MONEP), Almanya (DTB) ve İsveç (OM) in de dahil olduğu birçok Avrupa ülkesinde opsiyon borsaları açılmaya başlamış, bu ülkeleri Japonya (Osaka, Tokyo), Avustralya (Sydney), Singapore gibi Uzakdoğu ülkeleri izlemiştir³. Tablo 1, tüm dünyada hisse senedi üzerine opsiyon işlemlerinin gerçekleştirildiği ülkeleri ve ilgili vadeli işlem piyasalarını ve Tablo 2 ise bu ülkelerde 1995 ve 1996 yıllarında gerçekleşmiş bulunan işlem hacmini (sözleşme sayısı cinsinden) göstermektedir.

III. Hisse Senedi Üzerine Opsiyonlu İşlemlerin Türkiye Açısından Getireceği Potansiyel Ekonomik ve Finansal Etkiler

Günümüzde, şirketlerin sermaye piyasası aracılığıyla halka açılmasını (arzını) kolaylaştırmak amacıyla, çeşitli vadelerde talebi arttırmak ve bu amaçla piyasalarda güven ve istikrarı sağlamak borsaların temel işlevlerinden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren borsalarda, hisse senetleri üzerine opsiyon sözleşmesi çıkarılması da, her bir şirketle ilgili temel veriler ve göstergeler dışında, talep eksikliğine yol açan piyasaya belirsizliklerini ortadan kaldırmak amacıyla borsanın talebi artırıcı yönde gerçekleştirdiği yapısal düzenlemelerden en çok kullanılanı olarak dikkati çekmektedir.

Hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmelerinin alım-satım işlemlerine yeni başla-

yan birkaç ülke incelendiğinde, piyasa olarak gösterdikleri performansın dikkat çekici olduğu gözlemlenmektedir. Tablo 3, hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmelerinin 1985 yılından sonra işlem görmeye başladığı birkaç ülkeyi, söz konusu opsiyonların işlem görmeye başladığı tarih ve 1992 yılı sonuna kadar gösterdikleri performans, alım-satımı yapılan sözleşme sayısı açısından göstermektedir.

Hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmelerinin piyasada elde ettiği başarı ve piyasaya olan katkıları açısından birkaç ülkeyi incelemekte fayda bulunmaktadır. Örneğin Avusturya da, hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmeleri, 1991 yılı Ekim ayında ilk opsiyon sözleşmesi olarak piyasaya sunulmuş, günlük ortalama işlem hacmi 1991 yılında 5.216 sözleşme olarak gerçekleşmişken, 1992, 1993, 1994 ve 1995

yıllarında bu rakam sırasıyla 8.095, 9.231, 4.682 ve 4.882 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ayrıca, söz konusu sözleşmelerin Borsa da işlem görmeye başlamasından sonra, sözleşmeye konu hisse senetlerinin spot piyasa işlem hacminde ve likiditesinde de bir patlama yaşanmıştır⁴. Bir örnek teşkil etmesi açısından, özelleştirme kapsamında olan bir şirket olan VA-Technologie Corp.'ın hisse senetleri üzerine yazılan opsiyon sözleşmeleri piyasada çok büyük bir ilgi görmüş, 24 Ekim 1994 tarihinde piyasaya sunulan bu opsiyonların işlem hacmi 1994 yılı Ekim ayında 3.438, 1994 yılı Kasım ve Aralık aylarında ise sırasıyla 13.669 ve 6.993 sözleşme seviyesinde gerçekleşmiştir. 1995 yılında aynı hisse senedi üzerine opsiyonların işlem hacmi ise 160.927 sözleşme olmuştur. Yine söz konusu hisse senedi üzerine yazılan opsi-

Tablo 2: Çeşitli Ülkelerde Gerçekleşen Hisse Senedi Opsiyon İşlem Hacmi.

Ülke	Borsa	İşlem Hacmi (1995)	İşlem Hacmi (1996)
ABD	AMEX	48,886,858	56,173,533
Avustralya	ASXD	9,136,408	10,778,202
Belçika	BELFOX	237,141	378,034
ABD	CBOE	77,040,466	88,456,579
Almanya	DTB	8,770,002	10,024,170
Hollanda	EOE	10,580,001	18,760,623
Danimarka	FUTOP	60,946	44,810
İtalya	IDEM		479,249
İngiltere	LIFFE	3,975,831	4,298,010
İspanya	MEFFRV	831,326	951,271
Fransa	MONEP	3,179,117	3,979,955
Kanada	MSE	609,289	728,063
ABD	NYSE	2,807,678	3,363,025
Yeni Zelanda	NZFOE	137,205	147,980
Norveç	OB	823,804	815,353
İsveç	OM	12,807,778	12,920,145
Avusturya	ÖTOB	1,200,980	1,266,960
ABD	PHLX	14,715,834	16,269,224
ABD	PSE	30,767,783	33,835,628
Hong Kong	SEHK	372,636	1,269,872
İsviçre	SOFFEX	32,716,285	28,803,125
Finlandiya	SOM	538,196	1,143,787
Kanada	TORONTO	1,613,187	2,339,547
Kanada	VSE	255,499	347,762

Kaynak: Global Futures and Options Contract Volumes 1996 the year in numbers , Futures and Options World, UK

yonlar 1994 yılı içinde Austrian Futures and Options Exchange bünyesinde alım-satımı yapılan en likit opsiyon sözleşmeleri arasında üçüncü sırada yer almış ve çok büyük bir başarı elde etmiştir.

İspanya da hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmeleri 1993 yılında piyasaya sunulmuş, ilk sunulduğu yılda işlem hacmi 158.516 sözleşme seviyesinde gerçekleşmiş, 1994, 1995 ve 1996 yıllarında ise işlem hacmi sırasıyla 244.200, 831.326 ve 951.271 sözleşmeye yükselmiştir. Yine Finlandiya'da, hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmeleri 1 Ekim 1993 tarihinde piyasada işlem görmeye başlamış, üç ay gibi kısa bir süre içinde 34.951 sözleşme sayısı seviyesinde bir işlem hacmine ulaşmış, 1994, 1995 ve 1996 yıllarındaki işlem hacmi ise 244.614, 538.196 ve 1.143.787 sözleşme olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye açısından genel olarak bir durum değerlendirmesi yapıldığında ise karşımıza şu şekilde bir tablo çıkmaktadır; Türkiye ekonomisi son 10 yılda geldiği aşama itibarıyla, globalleşme ve tüm dünya ile entegre olmak açısından çok önemli mesafeler katetmiş, özellikle sermaye piyasalarının gelişimi ve finansal araçların çeşitlenmesi açısından önemli bir seviyeye

gelmiştir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bünyesinde 1998 yılı içinde faaliyete geçmesi hedeflenen Vadeli İşlemler Piyasası'nın devreye girmesi ile bu süreç daha da hızlanacaktır.

İMKB Vadeli İşlemler Piyasası bünyesinde ilk etapta, endeks, hisse senedi, faiz getirili menkul kıymetler (tahvil ve bono) gibi finansal araçlar üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem görmesi hedeflenmektedir. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin ve bu arada hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmelerinin asgari unsurları, işlem esasları ve Vadeli İşlemler Piyasası na üyelik şartları, SPK nun 23 Temmuz 1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik'in Geçici 1. Maddesi ile İMKB Yönetmeliği'nin 21. Maddesine dayanılarak düzenlenen ve 29.1.1997 tarih ve 22892 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik çerçevesinde düzenlenmiştir.

Türkiye de çok yakın bir gelecekte Vadeli İşlemler Piyasası'nın devreye girmesi, Türk Sermaye Piyasası'nın gelişimi açı-

sından büyük önem taşımaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde, hisse senedi üzerine opsiyonlu işlemlere başlanması da sermaye piyasasının, özellikle de hisse senetleri spot piyasasının gelişimini hızlandıracak ve likiditesini ve derinliğini daha ileri bir seviyeye taşıyacaktır. Bu anlamda, menkul kıymetler piyasasında hisse senetleri üzerine opsiyonlu işlemlere başlanmasının ekonomik ve finansal anlamda makro ve mikro bazda çeşitli etkileri söz konusu olacaktır. Bu etkiler aşağıda ana hatlarıyla belirtilmeye çalışılmıştır.

- Makro açıdan bakıldığında, vadeli işlemler piyasasının devreye girmesi ve hisse senedi üzerine opsiyonlu işlemlerin başlaması, Türk Sermaye Piyasası'nın gelişimini tamamlaması ve daha ileri düzeyde uluslararası bir nitelik kazanması açısından önemli bir katkı sağlayacaktır.

- Yabancı yatırımcıların Türk Sermaye Piyasası'nda, özellikle de hisse senedi piyasasında aldıkları payın % 40-45 seviyesinde olduğu düşünüldüğünde, söz konusu işlemlere başlanması ülkemize yabancı sermaye girişinin hızlanması ve artması sonucunu ortaya çıkaracak ve bu paraların kısa-vadeli kaynak anlamına gelen sıcak para nitelemesinden kurtulmasına ve daha

Tablo 3: Hisse Senedi Opsiyonlarına Yeni Geçmiş Bazı Ülkelerde İşlem Hacmi (000 Sözleşme)

Ülke	Borsa	Başlangıç	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Avusturya	ÖTOB	1991	-	-	-	-	-	303	2,015
Belçika	Belfox	1992	-	-	-	-	-	-	103
Danimarka	FUTOP	1990	-	-	-	-	3	142	186
Fransa	MONEP	1987	-	388	2,353	2,927	2,658	2,389	2,132
Almanya	DTB	1990	-	-	-	-	6,687	9,390	9,996
Yeni Zelanda	NZFE	1990	-	-	-	-	15	26	25
Norveç	Oslo S/E	1990	-	-	-	-	38	224	445
İsveç	OMLX	1985	2,057	2,228	2,099	3,194	2,848	4,074	3,543
İsviçre	SOFFEX	1988	-	-	1,385	4,025	4,362	4,141	5,902
İngiltere	LIFFE	1992	-	-	-	-	-	-	3,533

Kaynak: The World's Futures and Options Markets. The EFFAS European Bond Commission. Chicago, 1993.

kalıcı bir nitelik kazanmasına zemin hazırlayacaktır. Bunun en önemli sebebi, spot piyasada karşılaştığı riskten korunmak isteyen yabancı yatırımcıların, bu piyasada sahip oldukları hisse senetleri üzerine opsiyon sözleşmesi almak suretiyle söz konusu risklerden kaçınabilecek olmalarıdır.

- Yukarıdaki sonucu ortaya çıkaracak etki, esas itibarıyla hisse senedi üzerine opsiyonlu işlemlere başlanması, Türkiye'de ekonomik ve politik koşulların gelişmesi dolayısıyla ortaya çıkabilecek hisse senedi spot piyasasının dalgalanmasını azaltacağı beklentisidir.

- Türkiye'de özelleştirme çabalarının hızlandığı bir ortamda, özellikle özelleştirilmesi düşünülen büyük şirketlerin (Ereğli, Petkim, Petrol Ofisi, THY, Tüpraş) hisse senetleri üzerine yazılacak opsiyonlar bu alanda katkı sağlayabilecek, bu süreci hızlandırabilecektir.

- Yatırım fonlarının kompozisyonunda çeşitli oranlarda hisse senetlerinin bulunması, bu fonlarda ortaya çıkabilecek risklerden korunulması gereksinimini gündeme getirmektedir. Bu çerçevede, yatırım fonlarının yönetiminden sorumlu olan aracı kuruluşların (aracı kurum ve bankaların), bu fonlarda yer alan hisse senetlerinde ekonomik ve politik koşullar dolayısıyla ortaya çıkabilecek muhtemel piyasa hareketleri ve risklerden korunmak amacıyla opsiyon sözleşmeleri almaları bu konuda büyük bir imkan sağlayacaktır.

Bilindiği üzere bugün, A tipi yatırım fonlarının vergi avantajından faydalanabilmesi için asgari % 25 oranında hisse senedi tutması gerekmektedir. Hisse senedi fonlarında bu oran asgari % 50 dir. Dolayısıyla, piyasadaki genel fiyat seviyesinde düşüş eğiliminin ağırlıklı olduğu durumlarda, yatırım fonu yöneticisi, portföyündeki hisse senedi oranını, hisse senedi fonlarında % 50 nin, diğer A tipi fonlarda % 25 in altına indirmektedir. Fiyat düşüşlerine karşı tam olarak korunamayan A tipi fonların birim fiyatlarındaki volatilite de yüksek olmaktadır.

Oysa, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nda hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmeleri satabilme imkanına kavuşacak olan fon yöneticisi, vergi avantajını kaybetmeksizin portföyünü fiyat düşüşlerine karşı tam olarak koruma altına alabilecektir.

- Hisse senedi üzerine opsiyonlu işlemlere başlanması, hisse senedi spot piyasasında alım-satımı yapılan hisse senetlerinin likiditesini arttıracaktır. Hisse senedi

fiyatlarının düşmesi ve işlem hacminin azalması sonucunu doğuran ekonominin kötü gittiği dönemlerde bile, üzerine opsiyon sözleşmesi yazılan hisse senetlerinin dolaşımında önemli bir düşüşün olması beklenmemektedir. Bu ise en son aşamada, söz konusu hisse senedinin likiditesini belli bir seviyede muhafaza etmesini ve karmaşık işlem stratejilerinin (*sophisticated trading strategies*) uygulanabilirliğini olanaklı kılacaktır.

- Vadeli işlem ve opsiyon piyasasının devreye girmesi ile birlikte, piyasa katılımcıları sahip oldukları bilgi birikimini yenilemek ve daha profesyonel bir yapı içinde daha ileri teknikleri araştırıp uygulamak zorunda kalacaklardır. Bu ise aracı kurumların yapılanmasının daha etkin hale gelmesine neden olacaktır. Ayrıca İMKB'nın, Vadeli İşlemler Piyasası'nda görev alacak üye temsilcilerine verdiği eğitimin, Hisse Senetleri Piyasası ile Tahvil ve Bono Piyasası üye temsilcilerine verilen eğitimden daha karmaşık ve detaylı olması piyasa katılımcılarının eğitim düzeyini yükseltecektir.

- Yan bir etki olarak, piyasa katılımcılarının daha fazla bilgiye duyacakları ihtiyaç, medyanın (yazılı ve görsel basının) genelde Türk ekonomisi ve özelde de diğer finansal piyasalar ve finansal araçlar konusunda sağlayacağı bilgi ağının genişlemesine ve çeşitlenmesine neden olacaktır.

- Hisse senedi üzerine opsiyonlu işlemlerin devreye sokulması, sözleşmeye konu hisse senetlerini çıkaran firmaların mali tablolarında sundukları bilgilerin daha detaylanması ve şeffaflaşması sonucunu ortaya çıkaracaktır. Piyasada bu şeffaflığın sağlanması, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve İMKB tarafından gerçekleştirilecek gözetim ve denetim faaliyetlerinin daha etkin olarak yürütülmesini sağlayacaktır.

- Piyasanın likiditesinin artması ve yeni alım-satım stratejilerinin devreye girmesi sermaye piyasasına yeni katılımcıların çekilmesi açısından büyük katkı sağlayacaktır.

Yukarıda belirtilen bu etkiler, Türkiye açısından ilk etapta ulaşılması muhtemel gözükken sonuçlar olup, zaman içinde birtakım deneyimlerin kazanılması sonucunda bunlara yenileri eklenebileceği gibi, birtakım tahminlerde yanılınması da söz konusu olabilecektir. Fakat dünyada söz konusu piyasaları devreye sokan ülkelerin

geçirdiği deneyimler genel hatlarıyla incelendiğinde, ekonomik ve finansal açıdan büyük ölçüde yukarıda sayılan olumlu etkilerin gerçekleştiği görülmektedir. Bu bölümde yapılan tespitlerin önemli bir kısmı da, hem Türkiye'nin özel şartları hem de benzeri deneyimleri geçiren çeşitli ülkelerin durumları incelenerek yapılan genel bir değerlendirmeyi ifade etmektedir.

IV. Sonuç

Uluslararası piyasalarla tam anlamıyla entegre olmaya çalışan ve globalleşen dünyada rekabet gücünü arttırmayı hedefleyen gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'nin, bu çağdaş finans tekniğini en kısa zamanda, fakat en rasyonel boyutta yatırımcılara sunarak, özellikle hisse senedi piyasasında likidite ve derinliği artırması ve bu suretle bir tarafta yatırımcılara piyasada karşı karşıya kaldıkları risklerden korunma imkanı sağlarken, bir taraftan da rasyonel beklentilerin piyasaya yön verdiği dinamik ve sağlıklı bir yapının oluşmasına zemin hazırlaması beklenmektedir. Bazı iddaların aksine piyasaların dalgalı ve tahmin yapmanın güç olması, vadeli işlem ve opsiyon piyasalarının kurulmasına engel teşkil etmeyip tam tersine, en kısa zamanda bu piyasaların faaliyete geçmesini zorunlu kılmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, etkin bir takas ve teminatlandırma sistemi ile desteklenmesi planlanan vadeli işlem ve opsiyon piyasası, güvenli ve hızlı çalışan bir piyasa olacak ve daha istikrarlı ve daha etkin çalışan para ve sermaye piyasaları ortaya çıkaracaktır.

¹ Robert E. Whaley and Hans R. Stoll, *Futures and Options: Theory and Applications*, Ohio: South-Western Publishing Co., 1993, s. 310.

² Gordon Gemmill, *Options Pricing: An International Perspective*, London: Mc Graw Hill, 1993, s..

³ Japonya'da hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmelerinin alım-satım işlemlerine, 1997 yılı içinde sınırlı sayıda hisse senedi için Tokyo Stock Exchange ve Osaka Securities Exchange'de başlanması hedeflenmekteydi.

⁴ The Austrian Futures and Options Exchange (ÖTOB), 1995, s.20.