

TÜRK SERMAYE PİYASASINDA YAPILANDIRILMIŞ YENİ BİR FİNANSAL ÜRÜN: VARANT

Aysel GÜNDOĞDU

Haliç Üniversitesi

Öğretim Görevlisi, Doktora Öğrencisi

ayselgundogdu@halic.edu.tr

Özet

Son yıllarda sermaye piyasalarında finansal ürün çeşitliliğinin arttığı görülmektedir. Yatırımcıların riskten korunma ihtiyacı ve spekülasyon amaçlı yatırımlara yönelmesi ile türetilmiş ve yapılandırılmış finansal ürünler ortaya çıkmıştır. Yapılandırılmış finansal ürünler sınıfına giren varantlar da risk yönetimi için oluşturulmuştur. Türk sermaye piyasasında son dönemde ortaya çıkan varantlar, hak kullanma üzerine kurulan bir finansal ürün özelliğini taşımaktadır. Ülkemizde oldukça yeni olan bu finansal ürün, kaldıraç sağlayarak yatırım yapma imkanı veren menkul kıymetleştirilmiş bir opsiyon modelidir.

Menkul kıymet niteliği taşıyan varantlar, yatırımcıya beklentileri doğrultusunda kar elde etme imkanı sunmaktadır. Varantlar ise, menkul kıymet borsalarında işlem gören küçük yatırımcıların da hisse senedi alım-satımı gibi yatırım yapabileceği finansal ürün olarak ortaya çıkmaktadır. Finansal ürünlerin işlem hacmi ve çeşitliliğinin artması sermayenin tabana yayılmasına imkan sağlamaktadır.

Anahtar Kelimeler: *Varant, Yapılandırılmış Ürün, Aracı Kurum, Menkul Kıymet, Sermaye Piyasası*

Alan Tanımı: Sermaye Piyasası (Finans)

A NEW STRUCTURED FINANCIAL PRODUCT IN THE TURKISH CAPITAL MARKET: WARRANT

Abstract

In recent years, it has been observed an increase in the diversity of financial products in the capital markets. With the need for hedging and turning to speculation aimed investments, structured and delivered products has emerged. Warrants which are in the class of structured financial products are also made up

for risk management. Warrants that has emerged in the turkish capital lately has a property of financial product founded on using rights. This financial product, fairly new in our country, is an option securitized model which makes opportunity to invest providing leverage.

As the nature of the securities, warrants makes opportunities of making a profit to investors in line with their expectations. On the other hand, warrants emerge as a financial product that can be traded on stock exchanges by securities as small investors can invest. Increase in transaction volume and diversity of financial products provides the capital base to spread.

Key Words: *Warrant, Structured products, Stock Brokers, Security, Capital Markets.*

JEL Code: D53

1. GİRİŞ

1.1. Yapılandırılmış Finansal Ürünler

Yapılandırılmış finansal ürünler, tahviller, hisse senetleri ve türev ürünler gibi finansal enstrümanların kombinasyonlarına dayanan yapılardır (Koçyiğit, 2010:21). Bu ürünler, gelir yaratmaya, sermayeyi korumaya ve/veya sermayeyi artırmaya yöneliktir. Vade sonunda başlangıç sermayesini korumak isteyen ve yatırım dönemi boyunca düzenli bir gelir elde etmek isteyen uzun dönemli yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. (Emre, 2006:19)

1.2. Varant

Varant, elinde bulunduran kişiye dayanak varlığı ya da göstergeyi, önceden belirlenen bir fiyattan, belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydı teslimat ya da nakit uzlaşısı ile kullanıldığı menkul kıymet niteliğinde bir sermaye piyasası aracıdır (Seri III, No:37 sayılı tebliğ:229). Tanıma göre, varant satın alma – satma hakkı veren alternatif bir yatırım aracı olma özelliğine sahiptir. Burada vade sonunda dayanak varlığı satın alma ya da satma zorunluluğu yoktur. Diğer bir ifade ile varant, opsiyonel bir üründür.

Varantlar, diğer varlıkların değerinden türetilmiş finansal türevlerdir. Varantın dayanak varlığı, bir hisse senedi, hisse senedi sepeti, endeks, döviz, emtia veya vadeli sözleşmelerinden herhangi biri olabilir (Yip,Lai,2009:108). Ülkemizde varantların dayanak varlığı; “İMKB 30 endeksinde yer alan hisse senedini ve/veya

İMKB 30 endeksi kapsamında yer alan birden fazla hisse senedinden oluşan sepeti” olarak belirlenmiştir (Seri III, No:37 sayılı tebliğ:229).

Varantlar, son 15 yıldır finansal piyasalarda var olan spesifik bir yatırım aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu finansal ürün, türev yatırım ürünleri sınıfına girmektedir. Varantlarda genellikle üçüncü bir taraf söz konusu olup borsalar ve online işlemler yolu ile alınıp satılmaktadır. Varantları cazip bir yatırım aracı haline getiren en önemli özellikleri kaldıraç etkisi ve sınırlı kayıp özelliğidir. Özellikle agresif yatırımcılar için çekici olan bu finansal ürün, yatırımcıların diğer yatırımlarından kaynaklanan risklerini azaltmak için riskten korunma aracı olarak kullanılmaktadır (Ziman, 2011:57).

Varant yatırımlarında dikkat edilmesi gereken nokta, varant satın alınarak hisse senedinin satın alınmayacağıının bilinmesidir. Varanta yatırım yaparak doğrudan hisse senedi sahibi olunmaz, sadece alım ve satım hakkı elde edilmiş olunur. Dolayısıyla kar payı alma, şirket yönetimine katılma gibi hisse senedinin sağladığı haklar varant yatırımında sözkonusu değildir. Varanta yatırım yapıldığında yatırım yapılan tutarın kaybedilme riski mevcuttur. Ancak bu tutar düşük olduğundan yüksek gelir yaratma potansiyeli daha baskındır. Bu nedenle, varantlar finansal anlamda düşük sermaye ile beklentilerin fırsata dönüştürülebileceği bir yatırım olanağıdır.

Varant ile opsiyon sözleşmeleri benzer özellikler arz etmekle birlikte farklılıkları da mevcuttur. Bunlar: (<http://www.imkb.gov.tr>, 08.03.2012)

- Opsiyonlar sözleşme, varantlar ise menkul kıymettir.
- Opsiyonlar vadeli işlem esasları ile işlem görürken varantlar spot (nakit) esasları ile işlem görür.
- Opsiyonlar, özellikleri işlem gördüğü borsalar tarafından belirlenen standart kontratlardır. Varantların özellikleri ise ihraççı tarafından belirlenir ve opsiyonlara göre daha esnektir (örneğin sabit vadeleri yoktur).
- Opsiyonlarda satış yapan taraf opsiyonun yazıcısı konumundadır. Varantlarda ise her bir varantın tek bir ihraççısı vardır. İhraççı varantlarda kullanılacak olan hakkın tek muhatabı konumundadır.
- Opsiyonlarda teminat ve teminat tamamlama söz konusuyken varantlarda yoktur zira ürünün tüm sorumluluğu ihraççı kuruluştadır. O nedenle varant alım satımında yatırımcı açısından teminat gerektiren herhangi bir durum söz konusu değildir.

Varantlar, sermaye arttırma niyetinde olan şirketler tarafından ihraç edilir (www.investopedia.com, 01.02.2012). Varantların opsiyonlardan bir diğer farkı ise, opsiyon bireysel olarak ihraç edilebilmekte iken varant bir şirket tarafından ihraç edilir ve ihracın gelirleri şirketin özkaynaklarının bir parçasıdır. Bununla birlikte, varant ile ilgili birçok araştırma, varantın şirketin özkaynakları üzerindeki potansiyel sulandırma etkisini göz ardı ettiklerini ortaya koymuştur (Galai, Schneller,1978:1333). Sulandırma, işletmenin kazanç gücünü arttırmadan hisse senetlerinin sayısının arttırılması ile yapılır (Aydın, 2004: 69).

Satın alınması durumunda sahibine dayanak varlığı alma hakkı veren varant türüne, “call varant”, satma hakkı veren türe de “put varant” denilmektedir. Diğer bir sınıflama ise ihraççının kim olduğuna dair sınıflamadır. Buna göre; aracı kuruluşlar tarafından ihraç edilen varantlara “aracı kuruluş varantı” denir. Dayanak varlığın ihraççısı olan şirket tarafından çıkarılan varantlar ise “ortaklık varantı” olarak adlandırılır. Halihazırda İMKB’de işlem gören varantlar, aracı kuruluş varantıdır (TSPAKB, 2011:11). Diğer bir sınıflama ise, varantların vadeye göre kullanım durumundan kaynaklanan ayrımıdır. Buna göre, hem Amerikan hem Avrupa tipi olabilir. Amerikan tipi varantlar, varantın vadesinden önce herhangi bir zamanda kullanılabilirken Avrupa tipi varantlar yalnızca vadesinde kullanılabilirler (Yip, Lai, 2009:108).

Varant ihraççısı olabilmek için belirli şartlar mevcuttur. Bunların en önemlisi, ihraççının piyasaya karşı yükümlülüklerinin olması nedeni ile kredibilitésinin yüksek olması gerektiği hususudur. İhraç edilecek varantın arzı için gerekli derinliğin ve sağlıklı işleyişin sağlanması ancak sorunsuz bir altyapı ile mümkün olabilmektedir. Bu nedenle, ihraççı bu süreçte karşılaşılabilecek riskleri yönetebilecek güçte olmalıdır. Varantların fiyatını etkileyen birtakım faktörler mevcuttur. Bunlar; dayanak varlık spot fiyatı, dayanak varlığın ileriye dönük oynaklığı, faiz oranı, kullanım fiyatı, vadeye kalan gün, temettü miktarı olarak sıralanabilir.

Tablo 1: Varantın Kar- Zarar Durumu

	Kar	Başabaş	Zarar
Satım Varantı	Spot < Kullanım	Spot = Kullanım	Spot > Kullanım
Alım Varantı	Spot > Kullanım	Spot = Kullanım	Spot < Kullanım

Varantların kaldıraç etkisi yatırımcıları yatırımına iten en önemli unsurdur. Alım varantları için sınırsız bir kazançtan söz edilirken, sınırlı bir kayıptan söz

edilmektedir. Örneğin yatırımcı tarafından bir alım varantına ödenen tutar 1.000,- TL ise, bu yatırımcı söz konusu yatırım ile ilgili olarak en fazla 1.000,-TL tutarında bir kayba uğrayabilir, diğer bir ifade ile, muhtemel kayıp yatırım tutarı ile sınırlıdır (Kurt, Küçükayalar, 2010:81).

2. Varantların Dünya'daki ve Türkiye'deki Durumu

2.1. Dünya'daki Durumu

Dünya Borsalar Federasyonu'nun istatistiklerine göre, dünyada işlem gören varantların da içerisinde bulunduğu yapılandırılmış finansal ürünlerin sayısının 2004–2012 yılları arasında bölgelere göre dağılımına aşağıdaki tablo 2'de yer verilmiştir. Verilere göre, 2012 yılı ocak ayı dağılımında dünya yapılandırılmış finansal ürünlerin %98'inin Avrupa-Afrika-Orta Doğu bölgesinde yoğunlaştığı görülmekle birlikte yapılandırılmış finansal ürünlerin Amerika'da yoğun olarak işlem görmediği açıktır.

Tablo 2: Yapılandırılmış Finansal Ürünlerin Sayısının Yıllara Göre Bölgesel Dağılımı (2004 – 2012)*

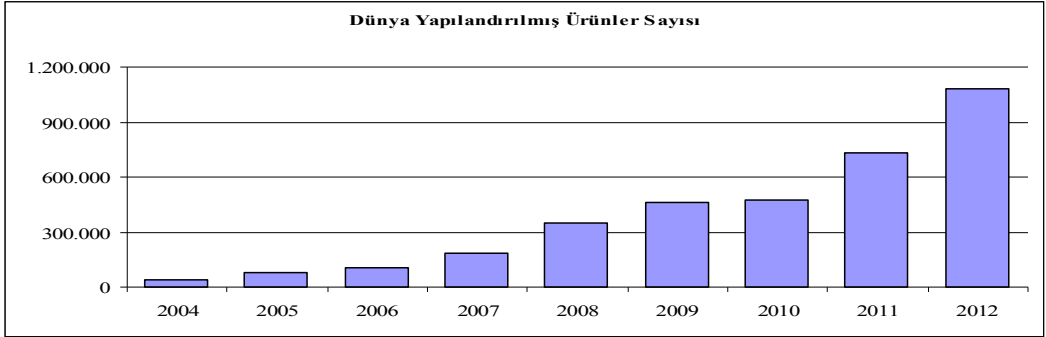
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Amerika	50	77	95	89	124	142	153	171	101
Asya-Pasifik	2 484	3 299	5 149	8 266	14 333	12 648	16 573	24 547	23 122
Avrupa-Afrika-Orta Doğu	39 238	72 533	97 352	177 043	335 585	446 640	460 816	709 334	1 055 250
Toplam	41 772	75 909	596	398	350	459	477 542	734	1 078
					042	430		052	473

Kaynak: <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>, web adresindeki verilerden derlenmiştir, 13.03.2012

* Veriler, yıllara göre Ocak ayı baz alınarak hesaplanmıştır.

Şekil 1'de dünya genelinde yapılandırılmış finansal ürün sayısının seyrine yer verilmiştir. Grafikte görüldüğü gibi, 2004 yılından 2012 yılı ocak ayına kadar olan süreçte yapılandırılmış ürün sayısı hızlı bir büyüme kaydetmiştir. Bu veri, dünyadaki yapılandırılmış ürün sayısının çeşidinin de arttığını göstermektedir. Diğer bir ifade ile varantların da içinde bulunduğu yapılandırılmış finansal ürünlerin dayanak varlıklarında ve ihraççı sayılarında artış mevcuttur.

Şekil 1: Dünya Yapılandırılmış Ürünler Sayısı (2004–2012)*

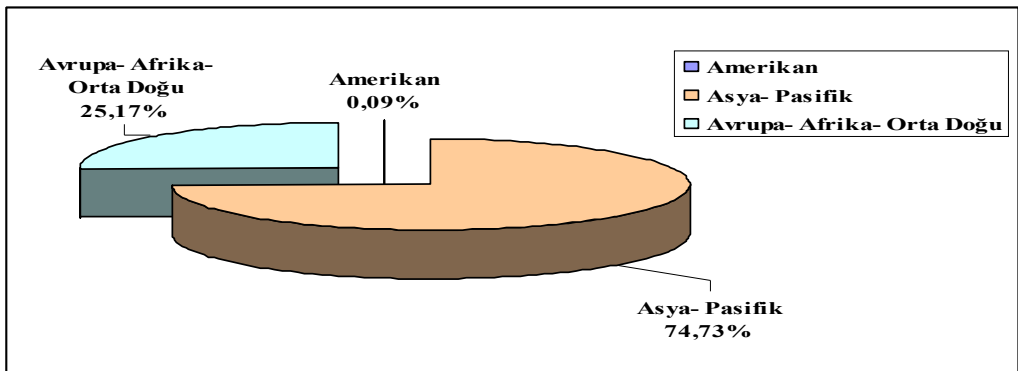


Kaynak: <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>, web adresindeki verilerden derlenmiştir, 13.03.2012.

- Veriler, yıllara göre Ocak ayı baz alınarak hesaplanmıştır.

Aşağıdaki şekil 2’de 2012 Ocak ayı verilerine göre dünyadaki yapılandırılmış finansal ürünlerin işlem hacmine göre bölgesel olarak yüzdesel dağılımı yer almaktadır. Bu verilere göre, dünya yapılandırılmış finansal ürünlere ait toplam işlem hacminin %75’i Asya-Pasifik bölgesinde gerçekleşmektedir. Diğer taraftan, yapılandırılmış finansal ürünlerin sayısının Avrupa-Afrika-Ortadoğu bölgesinde 1 milyonu geçmiş olmasına rağmen işlem hacmi açısından toplam işlem hacminin %25’ine sahip olduğu dikkat çekmektedir. Bu durum, Asya-Pasifik bölgesinde ürün çeşitliliğinin daha az olmasına rağmen işlem hacmi açısından Avrupa-Afrika-Ortadoğu bölgesinin yaklaşık üç katı oranında daha fazladır.

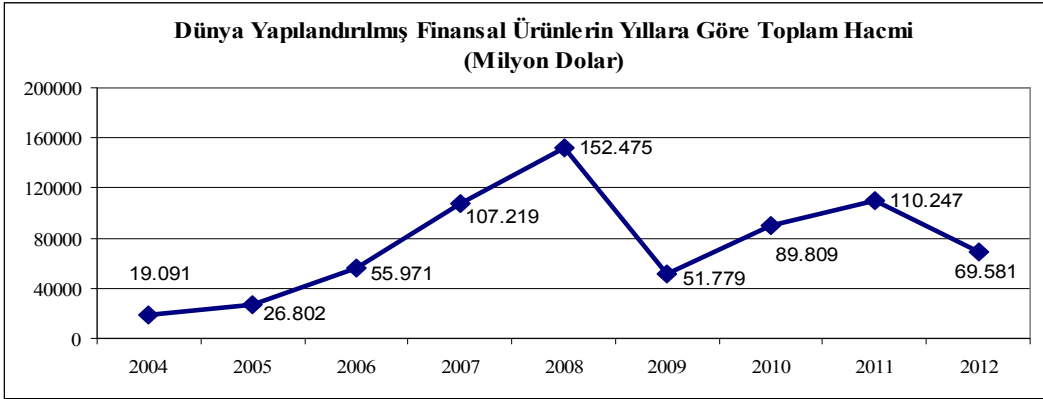
Şekil 2: Dünya Yapılandırılmış Finansal Ürünler İşlem Hacminin Bölgelere Göre Dağılımı (%) (2012 Yılı Ocak Ayı Verileri)



Kaynak: <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>, web adresindeki verilerden derlenmiştir, 13.03.2012.

Aşağıda yer alan Şekil 3'te yıllar itibari ile dünyada yapılandırılmış finansal ürünlerin milyon dolar cinsinden toplam hacmine yer verilmiştir. 2008 yılında en yüksek hacme ulaşan yapılandırılmış finansal ürünler, küresel finansal krizin etkisi ile 2009 yılında bir önceki yılın 1/3'üne kadar düşmüştür. Ciddi bir gerileme yaşayan yapılandırılmış finansal ürünler piyasası 2010 yılında toparlanma yaşasa da 2008 yılındaki zirve noktasına henüz ulaşamamıştır.

Şekil 3: Dünya Yapılandırılmış Finansal Ürünlerin Yıllara Göre Toplam Hacmi (Milyon Dolar)



Kaynak: <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>, web adresindeki verilerden derlenmiştir, 13.03.2012.

2.2. Türkiye'deki Durumu

Türkiye'de ilk varant 13.08.2010 tarihinde Deutsche Securities Menkul Kıymetler A.Ş. aracılığı ile işlem görmeye başlamıştır (www.imkb.gov.tr, 25.03.2012). Ülkemizde varant pazarında 01.04.2012 tarihi itibari ile üç ihraççı mevcuttur. Bunlar: Deutsche Menkul, İşVarant ve TSKB'dir. Ülkemizde İMKB'de işlem gören aracı kuruluş varantlarından elde edilen kazançlardan stopaj kesintisi yapılmamaktadır. Ancak eğer yatırımcı gelir vergisi tevkifatına tabi ise döviz gibi diğer dayanak varlık ya da göstergelere dayalı olarak ihraç edilmiş varantlardan elde edilen gelirler üzerinden %10 oranında stopaj kesilmektedir (www.resmigazete.gov.tr, 05.04.2012)

3. SONUÇ

Günümüzde finansal piyasaların içerisinde bulunduğu süreç, finansal yenilik ve çeşitliliğin arttığı süreçtir. Dünya finansal sisteminde önemi giderek artan sermaye piyasaları da bu süreçte talebi artan bir piyasa konumundadır. Yapılandırılmış

finansal ürünler, sermaye piyasalarında çeşitliliğinin artmasını sağlamakta ve piyasanın işlem hacmini büyütmektedir.

Finansal ürünlerin oluşturduğu risk karmaşası, riskten korunmak için yeni finansal ürünleri ortaya çıkarmıştır. Ülkemizde yeni işlem görmeye başlayan varantlar, yatırımcının hisse senedi ve/veya endekse yatırım yaparken riskten korunmasını sağlayabilecek bir finansal ürün olarak görülmektedir. Sermaye piyasamızda yatırım seçeneği sunan varantların piyasaya derinlik kazandırması beklenmektedir. Önümüzdeki yıllarda varant gibi riskten korunmayı amaçlayan yapılandırılmış finansal ürünlerin sayısının ve işlem hacminin artacağı açıktır.

KAYNAKLAR

Aydın, Nurhan, “Sermaye Piyasası ve Kurumlar”, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004, No:1581.

Emre, Zeynep, “ Alternatif Bir Yatırım Aracı: Warrantlar”, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Sayı:46, Haziran 2006, ISSN 1304-8155.

Galai, Dan, Schneller Meir I., “ Pricing Of Warrants And Value Of The Term”, The Journal Of Finance, Sayı: XXXIII, No: 5, December 1978.

Koçyiğit, Eren, “The Use Of Retail Structured Products And Their Applications In Turkey”, İstanbul Bilgi Üniveritesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2010.

Kurt, Ayşegül, Küçükayalar, Ferhan, “Aracı Kuruluş Varantları ve İlgili Düzenlemeler”, Sermaye Piyasası Kurulu Dergisi, Sayı:2, 2010.

Seri III, No:37 sayılı “Aracı Kuruluş Varantlarının Borsa’da Kotasyonu ve İşlem Görmesine İlişkin Usul ve Esaslar Tebliği”

TSPAKB, Yatırım Yaparken: Sorularla Türkiye Sermaye Piyasası”, Şubat 2011, ISBN 975-6483-08-3.

Yip Yen Yen, Lai Ming Ming, “Impact Of Warrant Listings On Its Underlying Stocks: The Malaysian Evidence”, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Volume 13, Number 3, 2009.

Ziman, Iosif, “Trading Platform For The Global Warrant Markets”, Informatica Economica vol. 15, no. 2/2011.

<http://www.investopedia.com/terms/c/callwarrant.asp#axzz1kHTtieua>, [İndirme Tarihi: 13.03.2012]

http://www.imkb.gov.tr/products/Varant/comparison_of_warrants.aspx, [İndirme Tarihi: 08.03.2012]

<http://www.imkb.gov.tr/Data/Consolidated/ConsolidatedDataExplanations.aspx>, [İndirme Tarihi: 25.03.2012]

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/01/20120119-17.htm>, [İndirme Tarihi: 05.04.2012]

<http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports> , [İndirme Tarihi: 13.03.2012]