

# BORSA VE BANKACILIKTA OPSİYON İŞLEMLERİNİN GELİŞİM SÜRECİ VE UYGULAMALAR

SEVİNÇ SEMA TEZER<sup>(1)</sup>, NURDAN ASLAN<sup>(2)</sup>

## ÖZ

Opsiyonların geçmişi oldukça eskiye dayanmakla beraber günümüzde, dünyada ve Türkiye’de türev piyasalara ve opsiyonlara olan ilgi artmıştır. Opsiyonlar, hem organize piyasalarda hem de tezgah üstü piyasalarda işlem görmektedirler. Türkiye’de opsiyon işlemleri organize piyasa olarak Borsa İstanbul çatısı altındaki Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında işlem görürken, tezgah üstü piyasa olarak ise bankacılık sektörü önem arz etmektedir. Opsiyonların gelişmesi; finans sektörünün, bankacılık sektörünün gelişmesi ve modernizasyonu açısından, ülkeye yabancı yatırımların gelmesi açısından ve yerli ve yabancı yatırımcıların risklerinin azaltılması açısından büyük fayda sağlamakla birlikte, bilinçsiz şekilde yapılan işlemler büyük zararlara sebep olabilmektedir. Bu çalışmanın amacı; opsiyon işlemlerinin, yatırımcılara pek çok fayda sağlamakla birlikte, büyük zararlara da sebebiyet verebileceğinin, özellikle opsiyonların kaldıraçlı işlemler olmaları sebebiyle, küçük bir yatırımla büyük kazançlar elde edilebileceği gibi çok büyük oranda zararla da karşılaşılabilceğinin anlaşılmasını sağlamaktır. Bu çalışmada, dünyada ve Türkiye’de opsiyonların tarihsel gelişimi, organize piyasalarda opsiyonlar ve tezgah üstü piyasalar olarak büyük önem arz eden bankacılık sektöründe opsiyonlar incelenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Bankacılıkta Opsiyonlar, Opsiyonlar, Organize Piyasalar, Tezgahüstü Piyasalar, Türev Piyasalar

**JEL Kodları:** G24, G13, G19, G19, G13

---

1 Tezli Yüksek Lisans Öğrencisi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, [tezersevinc@gmail.com](mailto:tezersevinc@gmail.com)

2 Prof.Dr., Marmara Üniversitesi İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü, [nuraslan@marmara.edu.tr](mailto:nuraslan@marmara.edu.tr)

## THE DEVELOPMENT AND PRACTICE OF OPTION TRANSACTIONS IN STOCK MARKETS AND BANKING

### ABSTRACT

Although options history have been so old, recently both in the world and in Turkey attention to the derivative market and options have been increased. Options have been processed both in the organized market and over the counter market. In Turkey while option transactions as an organized market have been processed in the derivatives market (VIOP) under Turkey Istanbul Stock Exchange (Borsa Istanbul), as over the counter market banking sector has gained importance. Improvements of options can cause developments in the financial sector, banking sector and modernization of these sectors. In addition to these, these improvements can attract the attention of foreign investors and can decrease the risks about local and foreign investors' investments; however, the transactions made unconsciously can cause huge damage. The aim of this study is, to explain despite the fact that option transactions have brought a lot of benefits to the investors, these transactions can also cause huge damage to them. Especially since the options are leveraged transactions, with a little amount of investment huge amount of profit can be gained, huge amount of damage can occur as well. In this study; options historical development both in the world and in Turkey, options in the organized market and options in banking sector which has great importance as an over the counter market are examined.

**Keywords:** Options In The Banking Sector, Options, Organized Market, Over The Counter Market, Derivative Market,

**JEL Codes:** G24, G13, G19, G19, G13

## 1. Giriş

Opsiyonlar, türev ürünler içerisinde oldukça büyük öneme sahip olan finansal araçlardır. Opsiyonlar sahibine; belirli miktarda varlığı, belirli bir fiyattan, gelecekte belirli bir tarihte veya bu tarihe kadar alma ya da satma hakkı verip, yükümlülük yüklemeyen anlaşmalardır. Opsiyonlar alıcısına böyle bir hak vermesi, zorunlu tutmaması açısından diğer türev ürünler içerisinde farklı bir yere sahiptir. Ancak opsiyonun satıcısı açısından böyle bir hak bulunmamakta, satıcı sözleşmede olan yükümlülüğünü yerine getirmek zorundadır.

Opsiyonların tarihi oldukça eskilere dayanmakta olup, filozof, matematikçi Thales'in yaşadığı dönemde opsiyon işlemi yapmış olduğu bilinmektedir. Opsiyonların yeni bir ürün olarak sunulmasının sebebi; eskiden tarım ürünleri üzerine yapılan opsiyon işlemlerinin, günümüzde finansal ürünler üzerine yapılmalarından kaynaklanmaktadır. Opsiyon işlemleri uzun yıllar tezgah üstü piyasalarda işlem görmelerine rağmen, ilk kez Chicago Opsiyon Borsası Kurulu'nun (Chicago Board Options Exchange) kurulmasıyla 1973 yılında organize bir piyasada işlem görmeye başlamıştır.

Türev piyasaların dünyadaki gelişimine göre Türkiye'de bu piyasaların faaliyetlerinde geç kalınmıştır. Bunun sebebi, türev piyasaların ortaya çıkabilmesi için sözleşmelerde yer alabilecek dayanak varlık fiyatlarının piyasada serbestçe belirlenmesi gerekliliğindedir. Ancak 1980 yılı öncesine kadar Türkiye'de fiyatlar çoğunlukla devlet tarafından belirlendiği için piyasada fiyatlara yönelik belirsizlik olmamakta ve dolayısıyla türev piyasalara ihtiyaç duyulmamaktaydı. 1980 yılından sonra dışa açık bir sisteme geçilip, fiyatların piyasada serbestçe belirlenmesiyle beraber faiz ve döviz kurlarında dalgalanmalar yaşanmış ve türev ürünlere ihtiyaç duyulmaya başlanmıştır. Bu süreçte finans sisteminde ve bankacılık sektöründe gelişmeler yaşanmış ve 2005 yılında Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası faaliyete geçmiştir. Ancak bu borsada opsiyonlar işlem görememiştir. Türkiye'de organize borsada işlem gören ilk opsiyon sözleşmeleri, Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP) Aralık 2012 tarihinde başlamıştır. Türkiye'de günümüzde organize bir piyasada işlem gören tüm vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri VİOP çatısı altında gerçekleştirilmektedir.

Opsiyonlar borsalarda işlem görebilecekleri gibi tezgah üstü piyasalarda da işlem görebilmektedirler. Bankalar bu tezgah üstü piyasalar açısından önemli bir yere sahiplerdir. Borsalara nazaran daha esnek olan yapıları ve yatırımcıların ihtiyaçlarına cevap verecek yeni ürünlerin ortaya çıkması ve kullanılması sebebiyle bu piyasalara olan ilgi son yıllarda oldukça artış göstermiştir. Ancak son yıllarda bilinçsizce yapılan opsiyon işlemlerinden dolayı bazı yatırımcıların uğradıkları zararlar gündemi oldukça meşgul etmiş ve kişilerin bu alanda yeterince bilgi sahibi olmadıkları gözlemlenmiştir.

Bu çalışmanın amacı; opsiyonların Türkiye’de ve dünyada tarihsel gelişiminin incelenmesi, organize ve tezgah üstü piyasalarda gerçekleşen işlemlerin incelenmesi, tezgah üstü piyasa olarak bankacılık sektöründe işlem aşamalarının açıklanması, opsiyonların kullanılması sonucu bireylerin ve firmaların karşılaşılabileceği avantaj ve risklerin değerlendirilmesinin yapılmasıdır. Bu sebeple bu çalışmada dünyada ve Türkiye’de opsiyonların tarihsel gelişimi, organize piyasalarda ve tezgah üstü piyasalardaki opsiyonların işlem hacimleri üzerinde durulmuş, tezgah üstü piyasa olarak bankacılık sektöründe, bireylerin opsiyon işlemi yapma sebepleri ve bankacılık sektöründe opsiyon işlem aşamaları incelenmiş, organize ve tezgah üstü piyasaların bireylere sağlamış olduğu avantajlar ve riskler üzerinde durulmuştur.

## **2. Dünya’da Opsiyonların Gelişimi**

### **a. Tarihsel gelişim**

Opsiyon sözleşmeleri, belirli miktarda varlığı, belirli bir fiyattan, gelecekte belirli bir tarihte veya öncesinde, alma veya satma hakkı sağlamaktadırlar. Hem borsada hem de tezgah üstü piyasada uygulanabilen opsiyonlar ülkemizde genellikle tezgah üstü piyasada işlem görmektedir (Akçay vd., 2009: 156). Alım (call) opsiyonu sahibine belirli bir enstrümanı, belirli fiyattan, belirli bir vade içerisinde satın alma hakkı verirken; satım (put) opsiyonu sahibine belirli bir enstrümanı, belirli bir fiyattan belirli bir zaman dilimi içerisinde satma hakkı vermektedir. Opsiyon sözleşmelerinde, vade tarihinde opsiyon sahibi (alıcısı) hakkını kullanmayarak sözleşmeyi feshedebilmektedir (Günel, 2012: 112-113). Opsiyon sözleşmelerinde alıcı ve satıcı olmak üzere iki taraf bulunmaktadır. Bir yatırımcı gelecekte ilgilendiği varlığın fiyatının yükseleceğini bekliyorsa bugünden ilgili varlığın fiyatını sabitlemek için alım opsiyonu alır. Bir alım opsiyonu için vade tarihinde sözleşmede anlaşmaya varılan fiyat piyasadaki fiyattan düşük ise opsiyonu kullanmak kârlı olurken, tersi durumda ise spot piyasadaki fiyat, sözleşmedeki fiyattan düşük ise opsiyon sahibi opsiyonu kullanmak yerine ilgili varlığı piyasadan almayı tercih eder. Alım opsiyonunun satıcısı ise fiyatların düşeceği ya da tahsil ettiği primden fazla artmayacağı şeklinde bir beklenti içerisinde. Bu beklentinin gerçekleşmesi durumunda alıcı taraf opsiyonu kullanmaz ve satıcı aldığı prim kadar kâr elde eder. Satım opsiyonlarında ise opsiyonu alan taraf fiyatların düşeceğini düşünmektedir. Beklentisi doğru çıktığında finansal varlığı daha yüksek fiyattan opsiyon satıcısına satma hakkı elde edecektir. Ancak fiyatlar yükselirse bu durumda opsiyonu kullanmak alıcı açısından kârlı olmaz. Bu durumda alıcı ödediği prim kadar zarar eder. Opsiyon satıcısı ise fiyatların yükseleceğini ve opsiyonun kullanılmayacağını beklemekte, aldığı prim kadar kâr elde edeceğini düşünmektedir (Dönmez vd., 2002: 120-121).

Türev ürünlere ait ilk örnekleri tarımsal ürünler üzerine yazılan anlaşmalar oluşturmaktadır. Bunun sebebi, o dönemde ticareti yapılan ürünlerden en çok tarım ürünlerinde belirsizlik yaşanmasıdır. Bu belirsizliğin giderilmesi amacıyla taraflar, fiyatların bugünden belirlendiği, teslimatın ise daha sonraki bir tarihte gerçekleştiği ikili anlaşmalar yapmışlardır. Ancak zaman içerisinde, konjonktüre göre tarafların bazı durumlarda taahhütlerini yerine getirmedikleri ortaya çıkmıştır. Örnek olarak, malı teslim etmesi gereken bir çiftçinin, zaman içerisinde fiyatların artmasıyla birlikte malı anlaşma yaptığı kişiye satmaktan vazgeçip, başkasına satabildiği veya alıcının malı daha ucuz bir fiyattan bulduğunda, anlaşma yaptığı kişiden almaktan vazgeçip, ucuza satan satıcıdan almayı tercih ettiği belirtilmiştir. Bu durum, teslimatı garantileyen organize piyasaların ortaya çıkmasına sebep olmuştur (Yıldırak vd., 2008: 2).

Opsiyon sözleşmelerinin tarihsel anlamda gelişimi incelenirken, ilk kullanımlarının eski Yunan ve Roma dönemlerine kadar gittiği belirtilmektedir. Thales, astronomi bilgisini kullanarak bir sonraki ilkbaharda zeytinden iyi ürün alınacağını tahmin etmiş ve hasat mevsiminden önce zeytin presleri için pres sahipleriyle anlaşma yapmıştır. Thales beklentisi gerçekleşince, bu opsiyon anlaşmalarını devreye sokmuş ve anlaşma sayesinde presleri diğer çiftçilere kiraya vermiştir. Opsiyonların tarihsel gelişiminde, 17. yüzyılda Hollanda'daki lale soğanları üzerine yazılan opsiyonlar önem arz etmektedir. Lale alım ve satımının oldukça popüler olduğu dönemlerde, fiyat belirsizliğini önlemek amacıyla lale üreticileriyle lale tüccarları opsiyon sözleşmeleri yapmışlardır. Ancak Hollanda'da yaşanan takas sorunları sebebiyle opsiyonlar, bir süreliğine gündemden uzaklaşsa da, opsiyon piyasaları İngiltere'de 1711 yılında North Sea şirketinin hisseleri üzerine yazılan sözleşmelerle tekrardan canlanmaya başlamıştır. Fakat takas sırasında tarafların yükümlülüklerini yerine getirmemeleri sebebiyle opsiyon piyasası zarar görmüş ve opsiyon işlemleri yasadışı ilan edilmiştir. Opsiyonların Amerika'da ilk kullanımları ise, iç savaş zamanına denk gelmektedir. Savaş sebebiyle mal ve girdi fiyatlarında istikrarsızlıklar meydana gelmiş, bu durum fiyat belirsizliklerinden korunmak için çiftçileri, tüccarlar ve girdi sağlayanlarla anlaşma yapmaya yönlendirmiştir (Dönmez vd., 2002: 119).

1900'lü yılların başlarında bir grup firma Amerika'da Satım ve Alım Opsiyonu Broker'ları ve Dealer'ları Derneği'ni (Put and Call Brokers and Dealers Association) kurmuştur (Dönmez vd., 2002: 119). Burada, bir kişi bir opsiyon almak istediğinde, bu birliğin bir üyesi sözü konusu opsiyonu satacak bir satıcı bulmaya çalışır, birliğe üye herhangi bir firmanın opsiyonu yazacak kimseyi bulamaması durumunda ise, ilgili sözleşmeyi kendisi yazardı. Başka bir ifadeyle üye firma, ya alıcı ile satıcıyı bir araya getirerek aracı (broker) rolünü üstlenmekte ya da üye firmanın kendisi, işlemde pozisyon alarak işlemci (dealer) rolünü oynamaktaydı. Ancak buradaki tezgah üstü piyasanın bazı eksiklikleri bulunmaktaydı. Bu eksiklikler; piyasa, opsiyonu elinde bulunduran kişiye, sözleşmeyi vadesinden önce başka

birine satma hakkı vermemekte, yani likidite imkanı sağlamamaktaydı. İkinci olarak, opsiyonu yazan tarafın performansı sadece üye firmanın garantisi altında bulunmaktaydı. Bu sebeple üye firmanın iflas etmesi durumunda opsiyonu elinde bulunduran kişinin mağduriyeti söz konusu olmaktadır. Bu durum da bir güven sorununa sebebiyet vermektedir. Ayrıca güvenilirlik ve de likidite açısından sorun olması sebebiyle işlem maliyetleri yüksek olmaktadır (Yılmaz, 1998: 6-7).

Mal üzerine vadeli işlem sözleşmelerinde dünyadaki en eski borsa konumundaki Chicago Ticaret Kurulu (Chicago Board of Trade – CBOT), hisse senetleri üzerine opsiyon sözleşmelerini işleme sunmak istemiş, ancak izin alamayınca, hisse senedi opsiyonlarının işlem göreceği ilk organize opsiyon borsası olan Chicago Opsiyon Borsası Kurulu'nu (Chicago Board Options Exchange - CBOE) 1973 yılında kurmuştur. Bu borsada işlemler 26 Nisan 1973 tarihinde, 16 hisse senedi için düzenlenmiş alım opsiyonlarıyla başlamıştır (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2008: 452). 1973 yılına kadar opsiyon işlemleri çoğunlukla tezgah üstü piyasalarda gerçekleşmiştir. 1973 yılında CBOE'nin kurulmasıyla, opsiyonlar organize bir borsada işlem görmeye başladılar. İlk olarak hisse senedi alım opsiyonları, daha sonra 1977 yılında ise, hisse senedi satım opsiyonları işleme açılmıştır. CBOE'den sonra opsiyonlar pek çok borsada işlem görmeye başlamıştır. Döviz dayalı opsiyon işlemleri 1982 yılında, endekse dayalı opsiyon işlemleri ise, 1983 yılında başlamıştır (Dönmez vd., 2002: 120).

CBOE yatırımcılara, opsiyon sözleşmelerinin alım satımının yapılabileceği organize bir piyasa ortamı sunmuş, opsiyon sözleşmelerine yönelik şartları, terminolojiyi standart hale getirmiş ve piyasanın likiditesini arttırmıştır. Opsiyon sözleşmesi alıcı veya satıcıları, opsiyonun vadesinden önce piyasada pozisyonlarını kapatabilme imkanına kavuşmuşlardır. Ayrıca CBOE, opsiyon alıcısına, opsiyon satıcısının yükümlülüğünü yerine getireceğini garantileyen takas merkezi sistemini başlatmıştır (Yılmaz, 1998: 7-8).

CBOE'yi American Stock Exchange, Philadelphia Stock Exchange, Midwest Stock Exchange, Pacific Stock Exchange takip etmiştir. Borç araçları üzerine opsiyonlar hisse senetlerinden sonra gerçekleşti. 1982 yılında ilk kez CBOT'da hazine bonusu üzerine opsiyonlar işlem görmüşlerdir (Uzunlar, 1998: 5-6).

Opsiyon işlemleri, 1987 yılında menkul kıymet piyasalarında yaşanan krize kadar gelişme göstermiş, bu krizden etkilenen ve önceden opsiyon sözleşmelerinde pozisyon alan pek çok yatırımcı bu süreçte piyasadan uzak kalmayı seçmişlerdir. Bu süreçte tezgahüstü piyasalarda da gelişmeler gözlemlenmiştir. Tezgah üstü piyasalarda yaşanan gelişmeler, organize piyasaların işlem hacminde olumsuz etkilere sebep olmuşlardır. Tezgah üstü piyasalarda sözleşmeler, tarafların ihtiyaçlarına göre şekillendiği için kısa zamanda önem kazanmışlardır. 1990'lı yılların başlarında organize piyasalar, yatırımcıların ilgisini çekmek

amacıyla yeni pek çok ürünü piyasaya çıkarmışlardır. Opsiyonların popülaritesi her geçen gün biraz daha artmakta, opsiyonlu işlemlerde, dünyadaki işlem hacmi ve sözleşme çeşitliliği her geçen gün biraz daha artış göstermektedir (Yılmaz, 1998: 8-9).

## **b. Opsiyonların küresel düzeyde işlem hacimleri**

Dünya Borsalar Federasyonu'nun (World Federation of Exchanges – WFE) opsiyonların işlem gördüğü üye borsalardan almış olduğu verilere göre, 2011 yılında 25,2 milyar adet vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi işlemi meydana gelmiştir. Borsalarda gerçekleşen global vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin toplam işlem hacmi, 2001 yılından bu yana 6 katına yükselmiştir. 2001 yılında 2,7 milyar adet olan opsiyon sözleşmeleri işlem adedi 2011 yılında 13 milyar adete varmıştır. Dünya borsalarında işlem gören opsiyonların dayanak varlıklar açısından incelenmesi durumunda en yüksek payı borsa endeksi opsiyon sözleşmelerinin aldığı gözlemlenmektedir. Bu sözleşmelere ait işlem adedi 2011 yılında 6 milyar adete ulaşmış ve böylece opsiyon işlem hacminin %44'ünü oluşturmuşlardır. Endeks opsiyonlarında lider borsa Kore Borsası'dır. Bu borsada işlem gören Kospi 200, dünya organize opsiyon piyasalarında en yüksek işlem adedine sahip sözleşme olmaktadır. CBOE'de işlem gören "S&P 500" endeksi opsiyonları da yatırımcılar arasında ilgi çeken bir endeks opsiyon türüdür.

Borsa endeks opsiyonlarından sonra en çok işlem gören tür hisse senedi opsiyonlarıdır. Hisse senedi opsiyonları 2011 yılında 4 milyar adet işlem hacmine ulaşmış olup toplamdaki payları %32'dir. Endeks opsiyonları ve hisse senedi opsiyonlarından sonra en çok işlem gören opsiyon türü borsa yatırım fonu opsiyonlarıdır. 2011 yılında 2 milyar adete yaklaşan işlem hacmi ile toplam içindeki payı %15'tir. Faiz opsiyonlarının toplam içindeki payı %5 olup 2011 yılı itibariyle 590 milyon adetlik işlem hacmine ulaşmıştır. Yabancı para opsiyonu işlem hacmi, dünyadaki toplam opsiyon işlem hacminin %2'sini meydana getirmektedir. Bu opsiyonlara ait işlem hacmi 2011 yılında 290 milyon adet olmuştur. Hindistan Borsası'nda Ekim 2010'da işlem görmeye başlayan bu opsiyonların işlem hacmi, tüm dünya borsalarındaki yabancı para opsiyonu işlem hacminin %87'sine varmıştır. Yatırımcılar arasında en çok ilgi çeken yabancı para opsiyonu ABD Doları/Hindistan Rupisi paritesi üzerine olmaktadır.

Öte yandan borsalarda işlem gören emtia opsiyonlarının toplam işlem hacmi 124 milyon adet seviyesinde olmaktadır. Bu opsiyonların toplam içindeki payı %1'dir. Yatırımcılar tarafından en çok tercih edilen emtia opsiyonları altın, gümüş ve ham petrole dayalı opsiyonlar olmaktadır. Emtia opsiyonlarında da faiz opsiyonlarında da genellikle bir vadeli işlem sözleşmesi üzerine yazılan opsiyonlar tercih edilir. Sınırlı sayıda borsada işlem görmesine rağmen egzotik opsiyonlar son birkaç yılda hayli hızlı bir gelişme sergilemiştir. Ancak 2011 yılında 101 milyon adete ulaşan işlem hacminin organize piyasalardaki payı

%1 olmaktadır. Egzotik opsiyonlar, en az işlem hacmine sahip opsiyon türüdür. Çünkü bu opsiyonlar genellikle tezgâh üstü piyasalarda işlem görmektedir. ABD'deki CBOE, egzotik opsiyonların en çok işlem gördüğü borsadır (Yumurtacı, 2013: 8-10).

2014'te 21,7 milyar türev ürün kontratı işlem görmüş olup, bunların 12 milyarını futures kontratlar oluştururken, 9,7 milyarını opsiyon kontratları oluşturmaktadır. 2014'teki türev işlem oranının 2013'teki 21,6 milyar olan işlem oranına göre bir miktar arttığı gözlemlenmektedir (Naacke vd., 2015: 4).

### **3. Türkiye'de Türev Piyasaların Gelişimi**

#### **a. Tarihsel gelişim**

Vadeli işlemler ve opsiyon piyasalarının dünyadaki gelişimine göre Türkiye'de bu konudaki faaliyetlerde geç kalınmıştır. Vadeli piyasaların oluşabilmesi için, sözleşmede yer alan dayanak varlığın fiyatının piyasada serbestçe belirlenebilmesi gerekmektedir. Ancak 1980 öncesine kadar Türkiye'de fiyatlar çoğunlukla devlet tarafından belirlendiği için bir fiyat dalgalanması ve risk söz konusu olmamaktaydı. Bu nedenle 1980 öncesinde vadeli işlemlere yönelik bir gereklilik olmamaktaydı. 1980 yılından sonra fiyatların piyasada serbestçe belirlendiği dışı açık bir sisteme geçilmiştir. Bu dönemden sonra faizler serbest bırakılmış, sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçilmiştir. Bu süreçte finans sistemi ve bankacılık sektöründe modernizasyon ve gelişmeler yaşanmıştır. Türkiye 1999 yılının sonunda Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın (VOB) temellerini atmış ve 2005 yılında VOB'u açarak vadeli işlemler piyasasını harekete geçirmiştir (Apak ve Uyar, 2011: 77).

1980 yılından sonra ihracata dayalı büyüme anlayışı benimsenmiş, faiz oranı ve döviz kuru piyasada serbestçe belirlenmeye başlanmış, Türk Lirası (TL) konvertibl hale getirilmiş, sermaye hareketleri serbestleştirilmiş, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), İstanbul Altın Borsası ve Bankalararası Para Piyasası faaliyete geçmiştir. Bu süreçte faiz oranı ve döviz kuru gibi değişkenlerin dalgalanmaya bırakılmasıyla türev ürünlere ihtiyaç duyulmaya başlanmış, bu ürünler tezgah üstü piyasalarda kullanıma geçmiştir. Türkiye'de ilk organize türev piyasa 1997 yılında kurulmuş olsa da, uygulamada işleyen ilk organize türev piyasaya 2005 yılında faaliyete geçen VOB olmuştur. Türkiye tarihsel süreç içerisinde, İstanbul Altın Borsası bünyesindeki Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası (1997), İMKB bünyesindeki Vadeli İşlemler Piyasası (2001), VOB (2005) olmak üzere organize türev piyasalara sahip olmuştur (Ersoy, 2011: 67). Son olarak da Borsa İstanbul bünyesindeki Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) faaliyete geçmiştir.

Türkiye'de türev piyasalar forward piyasalarla ilgili düzenlemelerin yapılmasıyla başlamıştır. Türk Parası ve Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar ile birlikte, dövizle ilgili işlemlerde ilgili düzenlemelere yer verilmiş, gerçek ve tüzel kişiler vadeli döviz



alım satımı yapabilme imkanına kavuşmuştur (Yükçü ve Yücel, 1995: 58). 16.07.1985 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) aldığı bir kararla, Merkez Bankası ile ticari bankalar arasında swap işlemlerini belirli koşullarla başlatmıştır. Merkez Bankası 27.09.1985 tarihinde bir genelge yayınlamış ve bu genelgeyle daha önce yalnızca Merkez Bankası ile bankalar arasında yapılan vadeli döviz alım satım işleminin bankalar arasında yapılabilmesine imkan sağlamıştır. Buna ilave olarak, genelgede döviz TL kurunun bankalar arasında serbestçe belirleneceği ve vadenin en çok üç ay olacağı açıklanmıştır. Futures piyasalarla ilgili olarak ilk yasal düzenleme, 1992 yılında yapılmıştır. Yapılan düzenlemelerle SPK, futures piyasalarla ilgili düzenlemeler yapmaya ve futures borsalar açmaya hak kazanmıştır (Chambers, 2012: 192-193).

1990 yılından itibaren peşin tahsil edilmeye başlanan stopaj ve kambiyo vergileri nedeniyle, ülkemizde forward işlemler azalmış ve bu işlemlerin büyük çoğunluğu kıyı bankacılığı merkezlerine (off – shore banking centres) kaymıştır. TCMB tarafından 1994 krizi sonrasında açılan döviz forward piyasası, daha çok kambiyo piyasasında kontrolü yeniden sağlamak amacıyla kullanılmıştır. İthal veya ihraç edilen altın, pamuk vb. gibi ürünlerde riskten korunmak amacıyla yurtdışı vadeli işlem borsalarında yapılan işlemlerle vergiye tabi olmadan gerçekleştirilen forward işlemler dışında, ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon uygulaması konusundaki ilk düzenleme, 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik” ile yapılmıştır. Bu düzenlemeyi takiben, 18.10.1996 tarih ve 22791 sayılı Resmi Gazete’de çıkarılan “İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği” ile İstanbul Altın Borsası’nda altın ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım satımına ilişkin olarak esaslar belirlenmiş, 29.01.1997 tarih ve 22892 sayılı Resmi Gazete’de çıkarılan “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik” ve “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik” ile hisse senedi, faiz getirili menkul kıymetler, endeks ve diğer finansal göstergeler üzerine vadeli ve opsiyonlu işlemlerin yapılmasına ve takasına ilişkin olarak esaslar düzenlenmiştir. İMKB Vadeli İşlemler Piyasası işlem ve takas esaslarını, üyeliklerini düzenleyen söz konusu yönetmelikler 23.02.2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik”in 56. maddesiyle yürürlükten kaldırılmış ve daha sonra yeni yönetmelikler 19.07.2001 tarih ve 24467 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Emtia üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından çıkartılan “Ticaret Borsaları Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği” kapsamında düzenlenmiştir. Ülkemizde 1994 yılında, organize türev piyasaların kuruluş çalışmaları kapsamında, İMKB bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü kurulmuştur. Organize bir finansal vadeli işlem ve opsiyon piyasasının kurulması kapsamında yapılan çalışmalar sonucunda 15.08.2001 tarihinde döviz (Amerikan doları) üzerine vadeli işlem sözleşmeleri

işlem görmeye başlamıştır. 30.12.2003 tarihinden itibaren de Euro üzerine vadeli işlem sözleşmeleri yatırımcıya sunulmuştur (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2008: 453).

İstanbul Altın Borsası'nda altın üzerine vadeli işlemlerin alım satımına 1997 yılında başlanmış olmasına rağmen özellikle 2001 senesinde yaşanan kriz sonrasında, sabit döviz kuru sisteminden dalgalı döviz kuru sistemine geçilmesiyle meydana çıkan döviz kuru belirsizlikleri nedeniyle, vadeli piyasa çalışmaları İMKB bünyesinde hızlandırılmıştır. Bunun üzerine, 19.10.2001 tarih ve 24558 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu kararıyla Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOB AŞ) kurulmuştur. Önceleri İMKB bünyesinde yer alan borsa 04.02.2005 tarihinden itibaren İzmir'de Anonim Şirket şeklinde ayrı bir borsa olarak faaliyete geçmiştir (Çelik, 2012: 37). VOB'un faaliyete başlamasıyla birlikte finansal sistemin önemli bir ayağı da tamamlanmış olup, reel sektör ve finans sektörü, yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda ortaya çıkacak dalgalanmalara karşı korunma imkanına kavuşmuşlardır (Ersoy, 2011: 71).

2005 tarihinden itibaren türev işlemlerin yürütüldüğü Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası, 30.12.2012 tarihinde 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Resmi Gazete'de yayınlanıp yürürlüğe girmesiyle birlikte Borsa İstanbul çatısı altında faaliyetlerini sürdürmeye başlamıştır. 05.08.2013 tarihi itibarıyla de VOB sözleşmeleri Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır (Aslan ve Terzi, 2013: 230).

## **b. Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP)**

Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) işlemlerine Aralık 2012 tarihinde, pay vadeli işlem sözleşmeleri ve pay opsiyon sözleşmeleriyle başlamıştır. Pay opsiyon sözleşmeleri, Türkiye'nin organize borsada işlem gören ilk opsiyon sözleşmeleridir. 4 Nisan 2013 tarihinde VİOP, endeks opsiyon sözleşmelerini de işleme açmıştır. 5 Ağustos 2013 tarihinde Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin (VOB) alım satım platformları VİOP çatısı altında birleşmiş ve Türkiye'deki tüm vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, Borsa İstanbul VİOP bünyesinde tek bir alım satım platformunda işlem görmeye başlamıştır. VİOP'ta finans, enerji ve emtia türev ürünleri işlem görmektedir. VİOP'ta işlem gören finansal türev ürünler; Pay, BIST 30 Endeks, Dolar/TL, Euro/TL, EUR/USD Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Pay, BIST 30 Endeks, Mini BIST 30 Endeks, Dolar/TL Opsiyon Sözleşmeleridir. VİOP'ta işlem gören enerji ve emtia türev ürünleri ise; Altın, Dolar/Ons Altın, Ege Pamuk, Anadolu Kırmızı Buğday ve Baz Yük Elektrik Vadeli İşlem Sözleşmeleridir (Borsa İstanbul, 2014: 1).

#### 4. Organize Piyasalara Yönelik Avantajlar ve Eleştiriler

##### a. Avantajlar

Organize piyasalarda konulan kurallar, bu piyasaları tezgah üstü piyasalara göre daha güvenilir hale getirmiştir. Bu açıdan bakıldığında en önemli avantajlardan bir tanesi, yatırımcılar için kâr zarar tablolarının her günün sonunda güncellenmesidir. Ayrıca organize piyasalardaki teminat sistemi, yatırımcıların karşı karşıya kalabilecekleri riskin ortadan kaldırılması açısından önem arz etmektedir. İşleme başlarken yatırılan cüzi miktarda teminatla büyük tutarlı varlıklar kontrol altına alınabilmektedir. Türev piyasalarda yatırımcılar kaldıraç etkisiyle, üzerine sözleşme düzenlenmiş olan varlığı daha az maliyetle kontrol edip, daha büyük kazançlar elde etme olanağına sahip olmaktadır. Ayrıca organize piyasalarda işlemlerin takas kurumu nezdinde gerçekleşmesi, alım satım işlemlerinin garanti altında olmasını sağlamaktadır (Çelik, 2012: 9).

Türev piyasalar, finansal piyasalarda dolaşan nakit için alternatif yatırım olanakları sunmaktadır. Yatırımcıların isteklerine cevap verecek çok sayıda enstrümana sahip olunmasından dolayı, piyasalar daha etkin çalışmaktadır. Aracı kuruluşlara yönelik gerçekleştirilen denetimlerle, piyasa oyuncularının daha disiplinli olması amaçlanmaktadır. Türev ürünler, risk yönetiminin daha etkin bir şekilde gerçekleşmesini sağlamaktadır (İstanbul Ticaret Odası, 2006: 14). Vadeli piyasalar genellikle spot piyasaların daha likit olmasını sağlamaktadır. Öte yandan olumsuz fiyat değişikliklerine karşı korunma imkanı olduğu için, spot piyasada işlem gören mal veya kıymetlere olan yatırımcı ilgisi de artmaktadır. Türev piyasalar; piyasa bilgisi olduğu halde sermayesi yetersiz olduğu için pozisyon alamayan yatırımcılara, daha küçük miktarda nakitle daha büyük pozisyon alma imkanı sağlamakta ve kaldıraç etkisiyle yüksek kazanç elde edilmesini mümkün kılmaktadır. Türev piyasalar portföy yöneticilerine, portföy çeşitlendirmesi ve riskin yayılması açısından seçenekler sunmaktadır. Vadeli piyasalar, piyasalarda etkinliğin artırılmasına ve spot piyasadaki fiyat dalgalanmalarının azaltılmasına yardımcı olmaktadır (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2008: 453-454).

Kısaca özetlemek gerekirse vadeli piyasalar yatırımcılara; geleceğe yönelik fiyat keşfi sağlar. Fiyatların oluşumunun etkin bir şekilde gerçekleşmesi ve geleceğe yönelik ortaya çıkabilecek olumsuz fiyat değişikliklerinde etkin risk yönetiminin sağlanmasında etkilidir. Yatırımcılara sadece yükselen piyasalarda değil, düşen piyasalarda da kar etme imkanı sunar. Kaldıraç etkisiyle, daha düşük bir maliyetle daha yüksek bir getiriden faydalanmak mümkündür. Gerçekçi bir üretim planlaması yapılmasında etkili olan vadeli piyasalar, yatırımcılara erken uyarı sağlamakta, risk yönetim aracı olarak türev piyasaları kullanan firmalara rekabet avantajı kazandırmaktadır. Ayrıca vadeli piyasalar, paranın dolaşım hızının artmasını, yatırım ortamının çeşitlenmesini sağlarken yabancı sermayenin ekonomiye gelmesine de katkı yapmaktadır (Kayacan vd., 2010: 440).

## **b. Eleştiriler**

Türev piyasalardaki kaldıraç fonksiyonunun, yatırımcılara büyük kazançlar sağlayabileceği gibi büyük kayıplara da sebebiyet verebileceği unsuru eleştirilen bir unsur olmakla birlikte oldukça dikkate alınması gereken bir noktadır. Borsa yönetimleri tarafından bu eleştirilere cevap verebilmek için, piyasada başlangıç teminatının yanında sürdürme teminatı gibi uygulamalara yer verilmektedir. Bir başka eleştiri, türev ürünlerin pek çok avantaj sunmalarının yanı sıra, işleme konu olan kontratların karmaşık yapısı ve üst düzey uzmanlık gerektirmesi, türev piyasaların eleştirilmelerine sebep olmaktadır (Çelik, 2012: 10). Standart vadeli işlem sözleşmelerinin ortaya çıkmasıyla spot piyasalarda volatilitenin arttığını, türev piyasaların riskten korunmak isteyen yatırımcılar yerine spekülâtorler tarafından kullanılarak istikrarsızlığa neden olduğunu savunan görüşler olmaktadır. Spot piyasalarda vadeli işlemlerle birlikte likiditenin azaldığına yönelik olarak da eleştiriler mevcuttur (İstanbul Ticaret Odası, 2006: 15).

## **5. Tezgahüstü Piyasa Olarak Bankacılık Sektöründe Opsiyon İşlemleri**

### **a. Organize piyasa ve tezgahüstü piyasa karşılaştırması**

Opsiyonlar, organize piyasalar olan borsalarda da tezgah üstü piyasalarda da işlem görebilirler. Opsiyonlar ilk olarak tezgah üstü piyasalarda ortaya çıkmışlardır. Daha sonra bu işlemleri bir düzen çerçevesinde yürütmek amacıyla borsalar kurulmuş ve opsiyonlar borsalarda da işlem görmeye başlamıştır. Tezgah üstü piyasalarla organize piyasalar arasında bazı farklılıklar bulunmaktadır. Organize piyasa olarak borsalarda işlem gören opsiyonlarda; standardizasyon, halka açık fiyatlandırma, takas merkezinin ve marjin sisteminin bulunması gibi bazı standart özellikler bulunurken, tezgah üstü piyasalarda esnek bir yapı hâkim olmaktadır.

Organize opsiyon piyasaları, tezgah üstü piyasalarda eksik olan alım satım mekanını, sözleşmelerin; kullanım fiyatı, vade sonu tarihi gibi standardizasyonunu, hukuki altyapıyı sağlamak, likiditeyi tesis etmek amacıyla ortaya çıkmıştır. Böylece opsiyon sözleşmelerinin hisse senetleri gibi piyasada alınıp satılabilirliği kolaylaşmış, opsiyon sözleşmelerinin rahatlıkla el değiştirebileceği ikinci el piyasanın ortaya çıkmasını sağlamıştır (Yılmaz, 1998: 12).

Borsa opsiyonları için sayılan standart özellikler tezgah üstü opsiyonlar için geçerli değildir. Tezgah üstü opsiyonların en temel özelliği esnekliktir. Esneklik; üzerine opsiyon yazılan ürün miktarının, vadenin, kullanım fiyatlarının müşterinin ihtiyaçlarına göre belirlenmesini ifade etmektedir. Tezgah üstü opsiyonlarda borsa opsiyonlarına göre vadeler daha uzundur. Borsada işlem gören opsiyon sözleşmelerinde takas merkezi gibi risk üstlenici bir kurum varken, tezgah üstü opsiyonlar için böyle bir kurumun varlığından

söz edilemez (Ergeç, 1997: 56).

## **b. Tezgahüstü piyasada işlem gören opsiyonlar (OTC)**

Opsiyonlar ilk olarak tezgah üstü piyasalarda ortaya çıkmıştır. Tezgah üstü piyasa; şirket yöneticilerinin, risklere karşı korunma amacıyla opsiyon alıp sattıkları bir piyasadır. Bu piyasada opsiyonların şartları ve büyüklüğü tarafların ihtiyaç ve istekleri doğrultusunda belirlenmektedir. (Uzunlar, 1998: 6).

Bu opsiyonlar banka veya finans kuruluşları ile müşterileri arasında gerçekleşmektedir. Opsiyonların kontrat büyüklükleri, vadeleri standart değildir. Bunlar banka ve müşterisinin ihtiyaçları doğrultusunda belirlenmektedirler. Opsiyon primi yalnızca anlaşmanın tarafları tarafından bilinmektedir. Prim dışında herhangi bir teminat gerekli değildir. Bu opsiyonların bazıları alıcıya, opsiyonu satın almış olduğu bankaya vadeden önce satma olanağı vermektedir. Tezgah üstü opsiyonlarının sağlamış olduğu esneklik avantaj olarak görülürken, işlemin yerine getirilememesi ve kredi riski gibi dezavantajlara da sahiptirler (Ersan, 2003: 96). Tezgah üstü piyasalar hukuki olarak düzenlenmemiştir. Kuralları ticari sağduyu ve dürüstlüğe dayanmaktadır. Bu sebeple maliyeti arttıran sınırlamalar ve bürokratik engeller bulunmamaktadır. Organize opsiyon piyasalarında büyük miktarda satım opsiyonu alınması piyasada bir yatırımcının kötü haberler aldığı yönünde piyasaya sinyal vermektedir. Bu durum piyasanın sendelemesine sebep olabilirken, tezgah üstü piyasalarda böyle bir durum pek söz konusu olmamaktadır. Tezgah üstü piyasalar diğer yatırımcıların işlemlerin tamamlandığını bilmelerine gerek olmadığı özel piyasalardır. Tezgah üstü piyasalar kredi riskine açıktır, kredibilitelerini kanıtlayamamış yatırımcılar bu piyasalarda kolay tutunamamaktadır. Ayrıca bu piyasada yapılan işlemlerin büyüklüğü çoğu yatırımcının altından kalkamayacağı boyuttadır (Yılmaz, 1998: 10-11).

Uluslararası Ödemeler Bankası'nın (Bank for International Settlements-BIS) derlediği verilere göre, 13 ülkeye ait (G10 ülkeleri, İsviçre, Avustralya ve İspanya) tezgah üstü türev ürünleri temsili açık pozisyon tutarı, 2001 yılından 2013 yılına kadar 6 katına çıkarak 577 trilyon dolar seviyesine varmıştır. Opsiyon sözleşmeleri de, 2001-2011 yılları arasında 4 kat artarak 66 trilyon dolara yükselmiştir. Ancak, küresel kriz yılları olan 2008 ve 2009 yıllarında opsiyon işlemlerinin temsili açık pozisyon tutarlarında gerileme gözlemlenmiştir. Uluslararası Ödemeler Bankası'nın verilerine göre, tezgah üstü opsiyon sözleşmelerinin temsili açık pozisyon tutarları, dünya organize opsiyon piyasalarına kıyasla oldukça yüksek olmaktadır. 2011 yılında hisse senedine dayalı opsiyonların temsili açık pozisyon tutarı tezgah üstü piyasalarda 4 trilyon dolar iken, organize piyasalarda bu rakam 2 trilyon dolardır. Faize dayalı opsiyon sözleşmelerinde tezgah üstü piyasalarda temsili açık pozisyon tutarı 51 trilyon dolar iken, organize piyasalarda 32 trilyon dolardır. 2011 yılında dövizde dayalı opsiyon sözleşmeleri temsili ürün tutarı 10 trilyon dolar iken, bu rakam

organize piyasalarda sadece 87 milyar dolardır. Türkiye’de ise, Vadeli işlemler ve opsiyon piyasalarının dünyadaki gelişimine göre bu piyasaların gelişimi daha geç gerçekleşmiştir. Türkiye’de 1980’lere dek fiyatların ve kurların devlet tarafından belirlendiği, 1989’a dek sermaye hareketlerinin serbest olmadığı bir piyasa vardı ve bu sebeple satılabilecek bir fiyat riski yoktu. Dolayısıyla, bu ortamda vadeli işlemlerin yeri olmamaktaydı. Türkiye’de finansal piyasaların hızlı gelişimiyle birlikte türev ürünlerinin kullanımı da önemli bir artış göstermiştir. Ancak türev işlemlerinin büyük bir kısmı hala tezgah üstü piyasalarda gerçekleşmektedir. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun (BDDK) Finansal Piyasalar Raporuna göre, tezgah üstü türev işlemlerinin toplam türev işlemler içerisindeki payı %97 olmaktadır (Yumurtacı, 2013: 16-18).

Tezgah üstü piyasalar, sunduğu avantajlara rağmen bazı eksiklikleri de içerisinde barındırmaktadır. Buna göre; opsiyon alıcısı, her zaman düşük performans riskiyle karşı karşıyadır. Opsiyon alıcısının, yazıcının yükümlülüğünü yerine getirmemesi riskiyle her zaman karşılaşma riski olduğu için yazıcının kredi notu süreç boyunca önem kazanmaktadır. Alıcı ve satıcı sayısı oldukça yetersiz olduğu için piyasa yeterince rekabetçi bir piyasa olmamakta, bu da opsiyonların yanlış fiyatlanmasına yol açmaktadır. Kullanım fiyatları, vade tarihleri ve primler, hemen her sözleşmede değişiklik arz etmektedir. Standardizasyonun yetersiz olması OTC opsiyonlarında ikincil piyasanın gelişimini engellemektedir. Bununla beraber, ikincil piyasanın yeterince likit olmaması da bu piyasanın yayılmasını engellemektedir (Giddy, 1994: 209).

OTC türevlerin hızlı büyüme, gelişme göstermesi ticari ve yatırım bankacılığının modernizasyonuna ve finansın küreselleşmesine eşlik etmiştir. Günümüzde küresel olarak faaliyet gösteren finansal kurumların ortaya çıkmasıyla OTC türev araçları ve piyasaları da gelişme göstermiştir. Kurumsal yatırımcılar, döviz ve türev piyasalarında giderek artan bir rol oynamaktadır. Emeklilik fonları, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve bankaların tuttukları döviz, pek çok finansal olmayan şirketin tuttuğu miktarın oldukça üzerinde olmaktadır. Son yıllarda türev araçlarla yapılan işlemler, büyük bankalar ve finansal kurumların önemli faaliyetleri haline gelmiştir. Özellikle OTC türevleri küresel bankacılık işlemlerinde oldukça önem arz etmektedir (Yavilioğlu ve Delice, 2006: 71-83).

### **c. Türkiye’de tezgahüstü piyasa olarak bankacılık sektöründe opsiyon işlemleri**

Finans dünyasında ve bankacılık sektöründe yaşanan gelişmelerle birlikte türev ürünler ve türev ürünler içerisinde yer alan opsiyonlara olan ilgide artış meydana gelmiştir. Tezgah üstü piyasalar olarak büyük önem arz eden bankacılık sektöründe de opsiyonlara olan ilgi de bir artış gerçekleşmiştir. Son yıllarda bu konuda bazı bankalar ve müşterileri arasında sorunlar çıkması ve bazı müşterilerin çok büyük oranda zararla karşılaşması bu konuda bir

bilgi eksikliği olduğunu gözler önüne sermiş ve bu konuya olan ilgiyi daha da arttırmıştır.<sup>(3)</sup>

Son yıllarda finans sektöründe gerçekleşen gelişmelerle birlikte, pek çok banka müşterisinin opsiyonlara ilgisinde bir artış meydana gelmiştir. Örnek olarak, bir kişinin değer kazanacağı beklentisiyle spot piyasadan Amerikan doları aldığı varsayalım. Ancak bu kişinin beklentisi gerçekleşmeyebilir. Dolar kurunda bir yükseliş olmayabilir, hatta dolar değer kaybedebilir. Bu durumda spekülâtör zarar edecektir. Ancak bu zararı dengelemek ya da bu durumun maliyetini düşürmek amacıyla opsiyon işleminde pozisyon almak mümkündür. Spekülâtör, dolar kuru düşmeye başladığı zaman put opsiyonda alıcı pozisyonu ile riskini hedge edebilir ya da put opsiyonda alıcı olurken aynı anda call opsiyon satıcısı olarak ödeyeceği prim zararını dengeleyebilir. Put opsiyon alımı yapılmadan sadece call opsiyon satıcısı olarak alınan prim ile zarar azaltılmak da mümkündür.

Opsiyonlar genellikle kaldıraçlı işlemlerdir. Kaldıraçlı işlem yapıldığında vade sonunda bu işlemler muhasebeleştirilirken iki seçenek ile karşı karşıya gelinmektedir. Birinci durum standart işlem durumudur. Burada opsiyon işleminde; anlaşma yapılan miktarın tamamı, uygulama fiyatından işleme konulabilmekte ya da konulamamaktadır. Çünkü opsiyon işlemlerinde opsiyon alıcısının anlaşmadan vazgeçme hakkı bulunmaktadır. İkinci durumda ise, anlaşılan spot kura göre gerçekleşen kar ya da zarar kadar olan bir tutar muhasebeleştirilir. Kâr alınıp, zarar ödenerek hesap kapatılır.

Bu durumun bir örnek yardımıyla açıklanması daha faydalı olacaktır. Ancak örneğe geçilmeden önce sıklıkla karşılaşılabilecek bazı terimler üzerinde durulmasında fayda vardır. Döviz opsiyon işlemlerinde, genellikle daha konvertibl olan para, uluslararası piyasada daha çok kabul görmüş olan para, baz para olarak kabul edilmektedir. Örnek olarak, \$/TL paritesinde ABD doları baz para olarak kabul edilir. Burada ilk yazılan para baz paradır. €/ \$ paritesinde ise euro baz paradır. Prim ödemeleri baz para ile yapılmaktadır. Örnek olarak €/ \$ paritesi ile bir opsiyon işlemi yapılırken, A kişinin bu opsiyonda call opsiyon alıcısı konumunda olduğu varsayalım. A kişisi primi euro ile öder. Burada call opsiyon alıcısı euronun fiyatının yükselmesinden endişe ettiği için opsiyon işlemi yapmaktadır. A kişinin beklentisi gerçekleşirse, yani euro değer kazanırsa, €/ \$ paritesinde bir yükselme gerçekleşirse, A kişisi opsiyondan kaynaklanan hakkını kullanır ve anlaşılan miktarlarda \$ verip € alır. Bu örnekteki işlem opsiyon sözleşmesinde, Euro Call USD Put olarak ifade edilir. Opsiyon call opsiyon olduğundan ' call' terimi eklenir.

---

3 Çalışmanın bankacılık sektörüyle ilgili olan kısmında ağırlıklı olarak Türkiye'de faaliyet gösteren birkaç banka çalışanıyla yapılan yüz yüze görüşmeler sonucu edinilen bilgilerden yararlanılmıştır.



Bu tanımlamanın ardından tekrar örneğe dönülürse; 2,24 uygulama fiyatlı, 1milyon dolarlık USD PUT TRY CALL işlemi yapıldığı ve satıcı pozisyonunda bulunduğu varsayılın. Vade sonunda fiyatın 2,24'ün altına düşmesi durumunda; satıcı pozisyonunda olan müşteri 2.240.000 TL verip, 1.000.000 \$ alır. Çünkü put opsiyonun alıcısı opsiyonu kullanır ve 1.000.000 \$'ını satar. Vade sonunda kurun 2,20 olduğu varsayılın. Satıcının 2.240.000 TL'si yoksa veya bunun gibi bir takım durumlarda banka ile mevcut kurdan (2,20) döviz işlemi yaparak Türk lirası alıp dolar verir ve aradaki 40.000 TL'lik zararı hesaptaki bakiyeden düşülmesi ile ödeyerek hesabı kapatır. Buna kâr zarar hesaplaşması ya da cash settlement denilir. Bu da bankaların yapmış olduğu önemli bir işlem olarak görülebilir.

Bu örnekte satıcının başlangıçta 2.000 TL tutarında prim almış olduğu varsayılırsa net zarar 38.000 TL olur.

Vadeli kontratların ya da opsiyon kontratlarının kapatılması cash settlement kavramı ile ifade edilmektedir (Baran, 2004: 93).

#### **d. Türkiye'de bankacılık sektöründe opsiyon işlem süreci**

Bankalar, bir opsiyon sözleşmesine taraf olarak girebilecekleri gibi, aynı zamanda opsiyon yapmak isteyen müşterisine bir aracı kuruluş gibi opsiyon sözleşmesinin diğer tarafını da bulabilmektedirler. Bu durum bankadan bankaya değişiklik göstermektedir. Banka aracı gibi çalışıyorsa; müşterisine karşı pozisyonda işleme girecek olan tarafı başka aracı kuruluşlar veya brokerlar vasıtasıyla bulur. Ancak bu durumda dahi bankanın müşterisi, opsiyonun diğer tarafıyla genellikle ilgilenmez ve muhatap olarak işlem yaptığı bankayı kabul eder.

Her bankanın opsiyon işlemi yaparken izlediği süreç, kullandığı belgeler, minimum opsiyon işlem tutarları, teminat oranları vb. farklılık gösterebilmektedir. Ancak temelde işleyiş şu şekilde açıklanabilmektedir.

#### ***1) Müşterinin incelenmesi***

İlk olarak bir opsiyon işlemi yapılırken, banka gelen müşterisini incelemeye tabi tutar. Bu inceleme, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Kredi Kayıt Bürosu (KKB) vb. kuruluşlardan müşterinin güvenilirliğinin incelenmesidir. Bunun yanı sıra banka da opsiyon işlemi yapan görevli de müşterinin karakter olarak risk alıp alamayacağını, banka için bir sorun çıkarıp çıkarmayacağını gözlemlenmektedir. Son zamanlarda Türkiye'de opsiyon işlemlerinden zarar eden bazı müşterilerin bu zarardan bankaları sorumlu tuttıkları gözlemlenmiştir. Bu nedenle bazı bankalar risk profil analizi yapabilmektedir. Bu analizle müşterinin risk alıp almadığı, karakteri analiz edilmeye çalışılır. Bu analiz sonrasında onay verilen müşteri ile opsiyon sözleşmesi için süreç başlatılır.



İşlem için gerekli görülen sözleşmeler bankadan bankaya değişiklik göstermektedirler. Opsiyon çerçeve sözleşmesi, temel bankacılık hizmet sözleşmesi, kredi taahhütnamesi, rehin sözleşmesi, türev işlemleri çerçeve sözleşmesi vb. bu belgelere örnek gösterilebilirler.

Genel müdürlüğün onayından sonra müşteriye türev limit tanımlanması yapılabilmektedir. Bu durum türev limitinin olması anlamını taşır. İşlem yapılmak için müşteriye kredi tanımlanmakta, işlem bağlanırsa kredi limiti riske dönüşmektedir.

Müşterinin ne amaçla opsiyon işlemi yapmak istediği önem arz etmektedir. Tüzel şirketler riskten korunma (hedge) amaçlı opsiyon işlemi yaparlarken, bireysel müşteriler korunma veya spekülasyon amaçlı işlemler yapmaktadırlar. Ancak genellikle şahısların spekülasyon amaçlı işlemler yaptığı dikkati çekmektedir. Bu noktada hangi opsiyon çeşidi ve stratejisinin uygulanacağına karar verilmektedir. Müşterinin alım opsiyonu mu yoksa satım opsiyonu mu yapacağına ya da bu opsiyon stratejilerinde alıcı veya satıcı pozisyonunda bulunmasına karar verilmesi gerekir. Ülkemizde genel olarak müşteriler prim kazancı sağlamak istediklerinden dolayı genellikle satıcı pozisyonda bulunmaktadırlar. Bankalar müşterilerle bu belirlemeleri yaparken, bilgisayarlarındaki forex piyasa ekranlarından faydalanırlar.

## ***ii) Müşteriye fiyat verilmesi***

Bir sonraki adım bankanın hazinesinden fiyat alınmasıdır. Bu süreçte müşteri işlemini telefonla gerçekleştiriyorsa, banka görevlisi bir hattan müşteri ile görüşürken diğer hatta hazineyle görüşür. Ancak banka görevlisi hazineden gelen fiyatın üzerine komisyon ve maliyetleri ekleyerek müşteriye fiyat vermektedir. Fiyatlama sorulurken bu işlemin piyasaların açık olduğu tarihlere denk gelmesi önem arz etmektedir. Ayrıca, her bankanın fiyatlama saatleri değişiklik göstermekle birlikte, fiyatlama bu belirlenen saatler arasında yapılmaktadır. Fiyat alınırken bir hafta, on gün vb. genel tabirlerin kullanılmaması, işlem tarihinin tam olarak yazılması gerekmektedir. Özellikle parite işlemlerinde vade sonu (expiry) ve takas (settlement) tarihleri ayrı yazılmalıdır.

Bankanın müşterisi, eğer bireysel bir müşteri ise; satıcı pozisyondayken %10 stopaj kesintisi yapılırken, alıcı pozisyonda %5 Bankacılık Sigorta Muamele Vergisi (BSMV) kesilmektedir. Müşteri eğer bir şirket ise böyle bir kesinti yapılmaz. Şirketler, Kurumlar Vergisi öderken bunu beyan etmeleri gerekmektedir. Bireysel müşteride kesinti yapıldığı için böyle bir durum söz konusu değildir. Primler peşin alınır ve işlemden sonraki gün baz para birimi üzerinden hesaba geçer.

Opsiyonun fiyatını diğer bir ifadeyle primini; spot fiyat, uygulama fiyatı, opsiyonun call veya put opsiyon oluşu, opsiyonun Avrupa veya Amerikan tipinde olması, opsiyonun vadesi, volatilité, faiz oranları vb. unsurlar etkilemektedir.

Sonraki adımda müşteri, bankanın vermiş olduğu fiyatı kabul ederse gerekli anlaşmalar imzalanır. Opsiyon sözleşmesi teyit formu veya işlem talimatı buna örnek olarak gösterilebilmektedir.

### ***iii) Müşteriden teminat alınması***

Bir sonraki adımda banka müşteriden belirli bir oranda teminat alır. Ancak bu teminat alma işlemi satıcı pozisyonda bulunan müşteri için olmaktadır. Çünkü, alıcı pozisyonunda bulunan müşteri primi peşin ödediğinden dolayı, böyle bir teminata gerek duyulmamaktadır. Bu teminat bankadan bankaya değişiklik gösterebildiği gibi aynı zamanda üründen ürüne de değişiklik göstermektedir. İşlem yapılan ürünün risk derecesine göre teminat oranları artar veya azalır. Örnek olarak; işlem yapılan ürün, 3-31 günlük bir vadede sınıflandırılmış bölümlerden birinci gruba giriyorsa teminat tutarı %8, ikinci gruba giriyorsa teminat oranı %10 gibi ürünün riskine göre de teminat tutarları değişebilmektedir. Teminat tutarını belirleyen bir diğer etken ise işlem süresinin vadesidir. Örnek olarak; vade 3-31 gün arası ise teminat oranı %8, vade süresi 32-91 gün arası ise teminat oranı %10 olabilmektedir. Banka, opsiyon işlemi için bakiye üzerinden belirli bir oranda teminat aldıktan sonra, bu teminat miktarını aşan tutarda ya da teminatın belirli bir oranı kadar zarar gerçekleşirse teminat tamamlama çağrısı yapabilmektedir. Buna margin call adı verilmektedir. Zararın giderek artması durumunda, banka pozisyonu kapatma ya da ters pozisyon açma gibi işlemler yapabilmektedir. Örnek olarak; bir bankanın uygulamasında, açık pozisyonlara ilişkin henüz gerçekleşmemiş zararların müşteri hesabında o anda mevcut teminata konu olan alacak bakiyesinin %60 oranına eşit olması veya bu oranı aşması durumunda teminat tamamlama çağrısı yapılabilirken, açık pozisyonlara ilişkin henüz gerçekleşmemiş zararların müşteri hesabında o anda mevcut alacak bakiyesinin %80 oranını aşması durumunda banka pozisyonu kapatma veya ters pozisyon açma işlemi yapabilir. Zarar olmadığı takdirde özellikle Avrupa tipi bir opsiyonda vade tarihi beklenmektedir.

Burada, bu sürecin işleyiş aşamalarının, istenilen belgelerin, oranların, hatta işleyişteki bazı maddelerin bankadan bankaya değişiklik gösterdiğinin belirtilmesi, tekrardan üzerinde durulması gereken önemli bir noktadır. Bu maddelerden bazıları bir banka için önem arz ederken, diğeri için önemli olmayabilmektedir. Ancak temel olarak bu şekilde sıralanması yanlış olmaz. İşleme başlamak için gerekli olan minimum işlem tutarları da bankadan bankaya, hatta aynı bankada farklı günlerde değişiklik gösterebilmektedir. Bir banka en az 100.000 dolarlık işlem yaparken diğeri en az 250.000 dolarlık işlem yapabilmektedir. Bir banka haftanın dört günü en az 250.000 dolarlık bir işlemi kabul ederken, sadece bir gün 150.000 dolarlık işlemi kabul edebilmektedir.

### e. Bankacılık sektörü opsiyon işlemlerinde teminat oranları açısından bir uygulama

Bu uygulama; USD CALL TRY PUT örneğidir.

Opsiyonu Satan Taraf: X Kişisi

Opsiyonu Alan Taraf: Y Bankası

İşlem Tarihi: 16.05.2013

Hedef Fiyat (Strike): 1,8550 USD / TRY

Opsiyon Kullanım Hakkı İptal Seviyesi (Knock Out): 1,7500 USD / TRY

Opsiyon Kullanım Hakkı Geçerlilik Seviyesi (Knock In): 1,8550 USD / TRY

Gözlem Dönemi: 16.05.2013 - 16.05.2014 14:00

Gözlem Dönemi: 16.05.2013 - 03.07.2013 14:00

X Kişisi Tarafından Vade Tarihinde Alınacak Miktar: 1.855.000,00 TRY

X Kişisi Tarafından Vade Tarihinde Ödenecek Miktar: 1.000.000,00 USD

Alıcı Tarafından Ödenecek Prim: 15.000,00 USD

Alicının Prim Ödeme Tarihi: 17.05.2013

Opsiyon Şekli: USD Alma Hakkı Avrupa

Opsiyon Bitiş Tarihi: 16.05.2014 14:00

Uzlaşma Tarihi: 16.05.2014

Bu uygulamada; spot fiyat 1,80 iken X kişisi ile Y bankası arasında opsiyon işlemi yapılmaktadır. Bu işlem USD CALL TRY PUT işlemi olup, burada banka müşterisi satıcı pozisyonda bulunmaktadır. Bunun karşılığında da 15.000 \$ prim almıştır.

Uygulamanın detaylarına geçmeden önce egzotik opsiyon türleri arasında yer alan engelli (limitli) opsiyonların açıklanmasında fayda görülmektedir. Engelli opsiyonlar, opsiyondan elde edilecek kazancın opsiyona konu varlığın fiyatının belirli bir seviyeye ulaşımına bağlı olan opsiyonlardır. Engelli opsiyonların iki türü bulunmaktadır. İlki, ilgili dayanak varlığın önceden belirlenen bir fiyat seviyesini görmesi veya aşması durumunda geçerlilik kazanan opsiyonlardır. Bunlara knock in opsiyonlar denilmektedir. İkincisi ise, dayanak varlığın önceden belirlenen bir fiyat seviyesini görmesi ya da aşması durumunda geçerliliğini yitiren opsiyonlardır. Bunlara da knock out opsiyonlar denilmektedir. Engelli opsiyonlarda birden çok fiyat sınırı belirlenebileceği gibi opsiyona zaman engeli konulması da mümkündür. Önceden belirlenen bir tarihe kadar dayanak varlık fiyatının, sözleşmede belirtilen fiyatı aşmadığı takdirde, sözleşmenin iptal edildiği opsiyonlar, zaman engeli bulunan opsiyonlara örnek olarak verilebilmektedir (Yumurtacı, 2012: 16-17).

Bu uygulamada üzerinde önemle durulması gereken üç durum bulunmaktadır.

1) Eğer kur vade içerisinde herhangi bir anda 1,75'e değerse veya 1,75'in aşağısına düşerse opsiyon iptal olur. Çünkü 1,75 knock out seviyesidir ve bu seviyeye değdiği anda opsiyon

iptal olmaktadır.

2) Eğer kur 03.07.2013 tarihine kadar herhangi bir tarihte, 1,8550'ye değerse veya 1,8550'nin üzerine çıkarsa opsiyon işleme girer. Çünkü bu uygulamada 1,8550 knock in seviyesidir ve bu seviyeye değdiği anda opsiyon işleme girmektedir. Bu tarihe kadar herhangi bir günde kur, 1,8550'ye değmezse yani altında kalırsa opsiyon iptal olur. Bu durumda opsiyon zaten ölü doğmuş demektir.

3) Kur belirlenen vade içersinde 1,8550'ye değdikten sonra vade boyunca 1,75'e değmez ise bu durumda vade sonu beklenir. 16.05.2014'te saat 14:00'taki kura göre işlem yapılır.

Bu uygulamada; vade 1 yıllık olduğu ve USD / TRY paritesi baz alındığı için 1.000.000 \$'lık işlemde, Y bankası X kişisinden %25 oranı olan 250.000 \$ kadar teminat istemektedir. Burada hedef fiyat, kullanım fiyatı (strike) 1,8550 olduğu için teminat;  $250.000 * 1,8550 = 463.750$  TL teminat istenmiştir. X şahsının bankadaki hesabında 586.250 TL'si bulunmaktadır (Teminat miktarıyla beraber).

Opsiyon işlemi yapıldıktan iki hafta sonra kur; 1,8550'nin üzerine çıkmış ve opsiyon işleme girmiştir. Bu aşamadan sonra kurun yukarıya doğru gitmesiyle birlikte, satıcı pozisyonunda bulunan X kişi zarar etmeye başlar. Teminattaki zararın %60'a ulaşmasıyla birlikte teminat tamamlama çağrısı yapılır. Başka bir ifadeyle 278.250 TL'ye gelince müşteriye teminat tamamlama çağrısı yapılır. ( $463.750 * 0,60 = 278.250$ ) Bu müşterinin hesabında başlangıçta 586.250 TL'si varken bunun 463.750 TL'si teminata yatırılmıştır. Yani hesabında 122.500 TL'si bulunmaktadır. ( $586.250 - 463.750 = 122.500$ ) Teminat tamamlama çağrısı ile bu hesapta bulunan 122.500 TL'de teminata katılır. Bu işlemlle teminattaki zarar tekrardan %60 oranının altına gerilemiş olur.

24.01.2014 tarihinde, spot kur 2,19 seviyesine ulaşmıştır. Bu tarihte işlemdeki zarar oranı, teminatın %80'ine ulaşmış olmaktadır. Burada teminattaki zarar 469.000 TL düzeyindedir ( $586.250 * 0,80 = 469.000$ ). Bu aşamada müşterinin hesabında nakit kalmadığı için teminata ekleme yapamamaktadır. Bu sebeple müşteri, kısmi kapama yoluna gitmiştir. Müşteri 200.000 \$'lık aynı vade olan 16.05.2014'e USD CALL TRY PUT opsiyonu satın alıp 10.000 \$ prim ödememiştir. Böylece müşteri zararın 200.000 \$'lık kısmını sabitlemiştir. Burada kullanım fiyatı olarak o andaki spot fiyat olan 2,19 seviyesi alınmıştır. Hedef fiyat olarak bu seviyenin alınmasının sebebi, bu seviyede ödenecek olan primin daha aşağıda bir uygulama fiyatı olan 1,8550 düzeyindeki prime göre daha ucuz olmasından kaynaklanmaktadır. Burada müşteri kurun hala aşağıda bir seviyeye ineciğini düşündüğü için 200.000 \$'lık işlem yapmaktadır. 1.000.000 \$'lık işlemin 200.000 \$'lık kısmı alım opsiyonuyla sabitlenip, güvence altına alındığı için 2,19'dan sonra kurun yukarı yönlü hareketinde 800.000 \$'lık risk olmaktadır. 2,19 seviyesinin altında ise 1.000.000 \$'lık

risk vardır. Kur 2,19 seviyesinin üzerine çıktığında teminat oranındaki zarar tekrar %60 seviyelerinin aşığına geriler.  $((2,19 - 1,8550) * 800.000 = 268.000)$

Vade tarihi olan 16.05.2014 saat 14:00'da kur 2,07 seviyesine gelmiştir. Bu sebeple müşteri-den 1,8550'den 1.000.000 \$ alınır ve karşılığında müşteriye 1.855.000 TL verilir. Bu durumda 215.000 TL zarar, müşterinin hesabından kesilir.  $((2,07 - 1,8550) * 1.000.000 = 215.000)$  Teminata alınan 586.250 TL'lik tutarın 215.000 TL'lik kısmı zarar olarak kesilir ve geriye kalan 371.250 TL müşteriye ödenir.  $(586.250 - 215.000 = 371.250)$

Bu zarar cash settlement işlemi yapılarak hesaptan düşölür. Bu işlem kaldırıcı bir işlem olduğu için zarar gerçekte 215.000 TL olsa da, müşteri alıcıya 1.000.000 \$ ödemek zorundadır, ancak hesapta bu tutarda nakit olmadığı için işlem şu şekilde gerçekteşir. Müşteri o andaki spot kur olan 2,07 fiyattan bankadan 1.000.000 \$ alır. Müşterinin hesap bakiyesine (-) 2.070.000 TL eklenir. Opsiyon işlemi de muhasebeleşirken, banka müşteri-den 1.000.000 \$'ı alıp yerine (+) 1.855.000 TL ekler. Başlangıçta müşterinin hesabında 586.250 TL'de vardır. Buna göre müşterinin hesabında 371.250 TL kalır ve işlem sona ermiş olur.

Ancak burada zarar 215.000 TL gibi gözükse de zarara primler eklenmemiştir. Bu sebeple gerçekte zarar şu şekilde hesaplanmaktadır. İlk yapılan opsiyon işleminde müşteri satıcı pozisyonunda olduğu için 15.000 \$ prim almış, alıcı olduğu opsiyon işleminde ise 10.000 \$'lık prim ödemiştir. Bu sebeple zarar; 204.650 TL olmaktadır  $((15.000 - 10.000) * 2,07 = 10.350)$   $(215.000 - 10.350 = 204.650)$ .

## 6. Sonuç

Opsiyon sözleşmeleri, tarihi oldukça eskilere dayanan önemli bir türev üründür. Opsiyonlar organize piyasa olarak borsalarda, tezgah üstü piyasa olarak bankacılık sektöründe işlem görmektedirler. Türkiye tarihsel süreç içerisinde; İstanbul Altın Borsası bünyesindeki Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası (1997), İMKB bünyesindeki Vadeli İşlemler Piyasası (2001), VOB (2005) ve son olarak da Borsa İstanbul çatısı altındaki VİOP (2012) olmak üzere organize türev piyasalara sahip olmuştur. Ancak bu organize türev piyasalarda ilk opsiyon işlemi, Aralık 2012 tarihinde VİOP'ta pay opsiyon sözleşmeleriyle gerçekteşmiştir. Türkiye'de tezgah üstü piyasalarda da opsiyon işlemleri gerçekteşmekte olup, tezgah üstü piyasa olarak bankacılık sektörü önem arz etmektedir. Yatırımcılar, borsadaki gibi standart bir yapıda olmayan, daha esnek, ihtiyaçlarına cevap verebilecek ve çok daha çeşit arz eden türev araçlara yatırım yapabilmek için bankacılık sektörünü tercih edebilmektedirler.

Opsiyon işlemleri yatırımcılarına büyük avantajlar sağlamakla birlikte büyük riskler de barındırmaktadır. Öncelikle opsiyon işlemlerinde piyasa hangi durumda olursa olsun yatırımcının kâr edebilme ihtimali vardır. Yatırımcı yapmış olduğu opsiyon işlemine göre;

piyasadaki fiyatların yükselmesinden, düşmesinden, hatta değişikliğin olmamasından bile kâr edebilmektedir. Opsiyon sözleşmeleri genellikle kaldıraçlı işlemler olduklarından dolayı, düşük tutarda yatırımla yüksek oranda kâr elde edebilme imkânı olmaktadır. Organize piyasalarda opsiyon işlemi yapılması durumunda, bu piyasalarda teminat sisteminin ve takas merkezinin varlığı, yatırımcıların karşılaşılabilecekleri bazı risklerin önüne geçmektedir. Organize piyasalarda aracı kuruluşlara yönelik denetimler, piyasa oyuncularının daha disiplinli çalışmalarını sağlamaktadır. Tezgah üstü piyasalarda opsiyon işlemi yapılması durumunda ise, opsiyon sözleşmelerinin şartları tarafların ihtiyaçlarına göre belirlenmektedir. Tezgah üstü piyasalarda opsiyon kontratlarının büyüklükleri ve vadeleri standart değildir.

Opsiyon işlemleri sağladıkları avantajların yanı sıra bir takım riskleri de içerisinde barındırmaktadırlar. Opsiyonların genellikle kaldıraçlı ürünler olarak işlem görmeleri, yatırımcılara büyük miktarda kazançlar sağlayabildiği gibi, büyük miktarlarda zarara da sebep olabilmektedirler. Opsiyon işlemlerinde, opsiyon satıcısının riski sınırsız olabilmektedir. Organize türev piyasalarda, türev piyasaların ve opsiyonların yapısının karmaşık olması ve üst düzey uzmanlık gerektirmesi türev piyasalara yönelik olarak getirilen eleştirilerdendir. Ayrıca türev piyasaların riskten korunanlardan çok spekülâtorler tarafından kullanıldığı ve bu durumun da istikrarsızlığa sebep olduğunu savunan görüşler bulunmaktadır. Tezgah üstü piyasalarda ise, takas merkezi güvencesi olmaması sebebiyle, işlemin yerine getirilememesi gibi dezavantajlar bulunmaktadır. Opsiyon işleminin alıcısının bu piyasalarda, satıcının yükümlülüğünü yerine getirmemesi ve düşük performans riskiyle her zaman karşılaşılabileceği olasıdır. Ayrıca, sözleşmelerde kullanım fiyatları, vade vb.'nin standart olmamasının ikincil piyasanın gelişimini engellediğine yönelik olarak da eleştiriler getirilmektedir.

Finansal piyasaların gelişmesi ve modernleşmesiyle birlikte dünyada ve Türkiye'de türev piyasalar ve opsiyonlar önem arz etmekte olup, yatırımcıların ilgisini çekmektedirler. Bu alanların gelişmesi, hem yabancı yatırımcıların ülkeye yatırım yapması açısından hem de yerli yatırımcıların çeşitli risklerden korunup kazanç elde etmeleri açısından önem arz etmektedir. Ancak yapılan gözlemler sonucunda, bu alanda yeterli bilgiye sahip personel ve müşterilerin sayısının oldukça sınırlı olduğu gözlenmektedir. Ayrıca son yıllarda Türkiye'de bankalarda yapılan opsiyon işlemlerinde bazı yatırımcıların büyük oranda zararlarla karşılaşması da bu işlemlere karşı tereddütlerle yaklaşılmasına yol açmaktadır. Bu nedenle bankaların türev ürünler ve opsiyon işlemlerinde, müşteriye yönelik olarak risk analizi vb. yapmaları, risk bildirim formu gibi bilgilendirici dokümanlar ile karşı karşıya kalabilecekleri muhtemel riskler hakkında aydınlatmaları önem kazanmaktadır. Ancak müşterilerin bu risk bildirim formlarının karşılaşılabilecekleri her türlü riski içermeyebileceği, başka risklerle de karşılaşılabilecekleri konusunu değerlendirmeleri gerekmektedir. Ayrıca tezgah üstü

piyasa olarak bankalarda, türev ürün uygulamalarını ve bunun bir parçası olarak opsiyon işlemlerini bilen personel sayısı ve personellerin bu konudaki eğitimleri arttırılmalıdır. Türkiye’de organize piyasa olarak VİOP yeni bir oluşum olduğu için bu alandaki kaynak ve akademik çalışma sayısı arttırılmalı ve yatırımcıların bu işlemler ve borsanın işleyişiyle ilgili olarak daha çok bilgi edinmeleri sağlanmalıdır. Bu işlemlerin artması ile finans sektöründe önemli adımlar atılmış olmaktadır.

#### KAYNAKÇA

**Akçay, M. Barış, Cantürk Kayahan ve Özge Öğüç Yürükoğlu (2009)** *Türev Ürünler Ve Risk Yönetimi Sözlüğü İngilizce-Türkçe*, İstanbul: Scala.

**Apak, Sudi ve Metin Uyar (2011)** *Türev Ürünler ve Finansal Teknikler*, İstanbul: Beta.

**Aslan, Nurdan ve Nuray Terzi (2013)** *Küresel Finans*, İstanbul: Türkmen.

**Baran, Ercüment (2004)** *Vadeli Piyasalar Ve Vadeli İşlemler Rehberi*, Ankara: TÜRMOB.

**Borsa İstanbul (2014)** *VİOP Döviz Sözleşmeleri*, [http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP\\_Doviz\\_Sozlesmeleri.pdf](http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP_Doviz_Sozlesmeleri.pdf), Erişim Tarihi: 18 Ocak 2015.

**Chambers, Nurgül (2012)** *Türev Piyasalar*, 4. Basım, İstanbul: Beta.

**Çelik, İsmail (2012)** *Vadeli İşlem Piyasasında Fiyat Keşfi İzmir Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsasında Ampirik Bir Uygulama*, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.

**Dönmez, Çetin Ali, Yaman Başaran, Güzin Doğru, Mustafa K. Yılmaz, Sedat Uğur, Yeşim Kartallı ve Gökhan Ugan (2002)** *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

**Ergeç, Fulya (1997)** *Rüçhan Hakkının Kantitatif Modeller İle Fiyatlandırılması*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

**Ersan, İhsan (2003)** *Finansal Türevler Futures, Options, Swaps*, 3. Basım, İstanbul: Literatür.

**Ersoy, Ersan (2011)** “Türkiye’de ve Dünyada Organize Türev Piyasaların Gelişimi”; *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 13(51), s.63-80 <http://www.mufad.org/journal/attachments/article/622/4.pdf>, Erişim Tarihi: 24 Eylül 2014.

**Giddy, Ian H. (1994)** *Global Financial Markets*, Lexington: D.C. Heath and Company.

**Günel, Mehmet (2012)** *Para Banka ve Finansal Sistem*, 4.Baskı, Ankara: Berikan.

**İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2008)** *Sermaye Piyasası Ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İstanbul.

**İstanbul Ticaret Odası (2006)** *Vadeli İşlemler Ve Opsiyon Borsaları*, İstanbul: İTO.

**Kayacan, Murad, Cahit Sönmez, Mehmet Civan, Ahmet Çayıroğlu (2010)** *SPK Türev Araçlar Lisanslama Sınavına Hazırlık*, Ankara: Siyasal.

**Naacke, Grégoire, Eleanor Penistone, Tatiana Chekanova (2015)** *WFE/IOMA 2014 Derivatives Market Survey (World Federation Of Exchanges/ International Options Market Association)*, <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/19/Derivatives/33/2014%20IOMA%20Derivatives%20Market%20Survey.pdf>, Erişim Tarihi: 18 Mart 2016.

**Uzunlar, Evcan (1998)** *Opsiyonlar Ve Fiyatlandırılması*, İstanbul: Filiz.

**Yavilioğlu, Cengiz ve Güven Delice (2006)** “Tezgah-Üstü Türev Piyasaları: Bir Değerlendirme”; *Maliye Dergisi*, (151), s. 63-84, <http://www.sgb.gov.tr/Sayfalar/MaliyeDergisi.aspx>, Erişim Tarihi: 5 Ekim 2014.

**Yıldırak, Kasırga, Nilüfer Çalışkan, Şirzat Çetinkaya (2008)** *Türev Ürün Fiyatlama Teknikleri*, Literatür.

**Yılmaz, Mustafa Kemal (1998)** *Hisse Senedi Opsiyonları Ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Uygulanabilirliği*, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

**Yumurtacı, Gülçe (2012)** “Opsiyon Sözleşmeleri”; *TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem*, (121), s.5-19, [http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/AIM\\_Gundem/gundem\\_201209.pdf](http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/AIM_Gundem/gundem_201209.pdf), Erişim Tarihi: 24 Eylül 2014.

**Yumurtacı, Gülçe (2013)** “Opsiyon Piyasaları”; *TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem*, (125), s.8-21, [http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/AIM\\_Gundem/gundem\\_201301.pdf](http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/AIM_Gundem/gundem_201301.pdf), Erişim Tarihi: 24 Eylül 2014.

**Yükçü, Süleyman ve Tülay Yücel (1995)** *Bankacılıkta Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durum Ve Yapılması Gerekenler*, İzmir: Türkiye Bankalar Birliği.