



**SERMAYE PİYASASI KURULU**

**DENETLEME DAİRESİ**

**AÇIĞA SATIŞ İŞLEMLERİ**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Serkan KARABACAK**  
Uzman Yardımcısı

**İSTANBUL, 2002**

## İÇİNDEKİLER

<b>GRAFİKLER</b> .....	<b>İV</b>
<b>ŞEKİLLER</b> .....	<b>İV</b>
<b>YÖNETİCİ ÖZETİ</b> .....	<b>V</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>I. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA AÇIĞA SATIŞIN TEORİK TEMELLERİ</b> .....	<b>3</b>
I.1 Kazanma Bazlı Talep (GBD) .....	3
I.2. Korku Bazlı Talep (FBD).....	5
I.3 Toplam Açığa Satış Talebi.....	6
I.4. Gelecek Dönemlerde Oluşacak (t+1 dönemi) Açığa Satış Talep Eğrisi.....	7
<b>II. AÇIĞA SATIŞIN İŞLEYİŞİ</b> .....	<b>9</b>
<b>III. AÇIĞA SATIŞIN TÜRLERİ</b> .....	<b>11</b>
<b>IV. AÇIĞA SATIŞ İŞLEMLERİNİN NEDENLERİ</b> .....	<b>12</b>
IV.1. Korunma Amaçlı Olarak Yapılan Açığa Satışlar .....	13
IV.1.1 Eksiksiz Korunma .....	13
IV.1.2 Eksik Korunma ( <i>Imperfect Hedging</i> ).....	15
IV.1.2.1 Eksik Korunma Durumunda Zarar Oluşumu .....	15
IV.1.2.2 Eksik Korunma Durumunda Kar Oluşumu .....	16
IV.2. Arbitraj Amaçlı Açığa Satışlar.....	18
IV.2.1. Farklı Piyasalar Arasında Yapılan Açığa Satışlar .....	18
IV.2.2. Değiştirilebilir Menkul Kıymetler Arasında Arbitraj Amaçlı Açığa Satışlar .....	19
IV.2.3. Risk Arbitrajı Şeklinde Yapılan Açığa Satışlar .....	20
IV.3. Açığa Satışın Diğer Nedenleri .....	22
<b>V. AÇIĞA SATIŞ İŞLEMLERİNDEN KAYNAKLANAN RİSKLER VE KORUNMA YÖNTEMLERİ</b> .....	<b>23</b>
V.1. Hisse Senedi Satın Alma Opsiyonları Yoluyla Riskin Sınırlandırılması .....	24
V.2. Diğer Risk Sınırlandırma Yöntemleri .....	25
<b>VI. AÇIĞA SATIŞ İŞLEMLERİNİN EKONOMİK ETKİLERİ</b> .....	<b>26</b>
VI.1. Açığa Satış İşlemlerinin Arzı Artırması.....	26
VI.2. Açığa Satış İşlemlerinin Likidite Sağlaması .....	28

VI.3. Açığa Satış İşlemlerinin Fiyat Etkinliğini Artırması .....	28
VI.4. Diğer etkileri .....	30
<b>VII. AÇIĞA SATIş İşLEMLERİ HAKKINDAKİ ALEYHTE GÖRÜşLER.....</b>	<b>30</b>
VII.1. Açığa Satış İşlemlerinin Satma Opsiyonu ile İkame Edilebilirliği .....	30
VII.2. Açığa Satış İşlemlerinin Piyasadaki Düşüş Trendini Hızlandırması.....	31
VII.3. Açığa Satış İşlemleri ile İlgili olarak Aleyhteki Diğer Görüşler.....	33
<b>VIII. AÇIĞA SATIş İşLEMLERİYLE İLGİLİ OLARAK GELİşMİş ÜLKE DÜZENLEMELERİ</b> .....	<b>33</b>
<b>IX. AÇIĞA SATIş İşLEMLERİNE İLİşKİN MEVZUATIMIZIN DEĞERLENDİRİLMESİ VE</b> <b>ÖNERİLER.....</b>	<b>35</b>
<b>SONUÇ .....</b>	<b>38</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>40</b>

## GRAFİKLER

Grafik 1: Hisse başına potansiyel kazanç/kayıp grafiği .....	4
Grafik 2: Kazanma bazlı açığa satış talep eğrisi .....	4
Grafik 3: Fiyat mali durum grafiği .....	6
Grafik 4: Korku bazlı açığa satış talep eğrisi .....	6
Grafik 5: Toplam açığa satış talep eğrisi .....	6
Grafik 6: Toplam açığa satış talep eğrisinin örnekle gösterilmesi .....	7
Grafik 7: Toplam açığa satış talep eğrisinin kayması .....	8
Grafik 8: Eksiksiz korunma durumu .....	14
Grafik 9: Eksik korunma durumunda zarar oluşumu .....	15
Grafik 10: Eksik korunma durumunda kar oluşumu .....	17
Grafik 11: Uzun pozisyon talep eğrisi .....	23
Grafik 12: Kısa pozisyon talep eğrisi .....	23
Grafik 13: Açığa satış işlemlerinin satma opsiyonu ile ikamesi .....	31

## ŞEKİLLER

Şekil 1: Açığa satış işleminin işleyişi .....	10
Şekil 2: Açığa satış öncesi durum .....	26
Şekil 3: Açığa satış sonrası durum .....	27

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Sermaye piyasası araçlarının alım satımı düşük fiyattan satın alıp yüksek fiyattan satma ilkesine dayanır. Açığa satış işlemleri de bu ilkedен farklı değildir. Açığa satış işlemlerindeki fark söz konusu işlem sırasının tersten uygulanmasıdır. “İlk önce yüksek fiyattan sat daha sonra düşük fiyattan satın al” ilkesine dayandırabilecek bu mekanizmanın piyasa etkinliğine birçok katkısı bulunmaktadır. Alım ve satım işlemlerinin yürütüldüğü her türlü ortamda işlevselliği sağlayan en önemli faktör likiditedir. Likidite alım veya satım yapmak istendiği anda piyasanın bu isteğe cevap verebilme yetisidir. Açığa satış işlemleri herhangi bir piyasanın likiditesine katkı sağlamakla birlikte, fiyatların denge noktasına daha çabuk ulaşmasını sağlamaktadır. Piyasaya olan pozitif etkilerinden ötürü birçok ülke açığa satışın risklerine karşılık bu tür işlemleri yasaklama yoluna gitmemiş, ama öz düzenleyici kurumları vasıtasıyla getirmiş olduğu kısıtlamalarla açığa satış işlemlerinin risklerinden korunma ve açığa satışın piyasalara olan faydalarından yararlanma yoluna gitmişlerdir. Bu çalışma ile açığa satış teorisi günümüz teorik gelişmeleri de dikkate alınmak suretiyle birçok yönden tekrar ele alınmıştır. Açığa satış işlemlerinin türleri ve işleyiş mekanizması açıklandıktan sonra bu işlemlerin neden yapıldığı konusuna değinilmiş ve açığa satış işlemlerinden kaynaklanan risklerden korunma yolları üzerinde durulmuştur. Daha sonraki bölümlerde açığa satışının piyasalara olan etkileri tartışılmış ve olumlu yönlerinin yanında aksaklıkları da sunulmaya çalışılmıştır. Buna ek olarak gelişmiş ülkelerdeki öz düzenleyici kuruluşların açığa satışla ilgili olarak yapmış oldukları son çalışmalara değinilmiş ve bazı önerilerde bulunulmuştur.

Çalışmanın yapıldığı tarih itibariyle açığa satış işlemleri hakkında tebliğ taslağı çalışmaları bitirilmiş ve Kurulumuza görüşe sunulmuştur. Söz konusu taslağın mevcut Tebliğimiz düzenlemelerine sağladığı en büyük katkı açığa satış işlemlerinin tanımının değiştirilmesi yönünde olmuştur. Getirilen yeni düzenlemenin en önemli noktası piyasada bir hayli yapılan fakat mevcut Tebliğimiz düzenlemesi çerçevesinde açığa satış işlemi olarak kabul edilemeyen gün içi işlemler sonucunda net pozisyonun sıfırlanması durumunun açığa satış olarak kabul edilme imkanının sağlanmasıdır. Ayrıca, çalışmada da bahsedildiği üzere ödünç menkul kıymet işlemi yapmak isteyen

aracı kurumlar arasında ödünç menkul kıymet işlemlerini ekranda izleyebilmelerine olanak sağlayacak bir sistemin kurulması ödünç kıymet işlemlerinin işleyişini hızlandıracaktır. Buna ek olarak, herhangi bir menkul kıymetin açığa satış işlemlerinin o menkul kıymetin dolaşımdaki hisse senedi miktarına olan oranı piyasa katılımcılarına söz konusu menkul kıymetin fiyatlarıyla ilgili piyasa beklentilerini yansıtacağından mevcut Tebliğimizdeki “*Borsada gerçekleşen, açığa satış işlemlerine ilişkin bilgiler ilgili Borsa tarafından yayınlanır*” hükmüne yeni Tebliğimizde de yer verilmesi uygun olacaktır. Ayrıca, piyasalardaki hareketlerin normale döndüğü dönemlerde kredili işlemlere ve açığa satış işlemlerine konu olan menkul kıymet listelerindeki menkul kıymet sayıları arasında eşitlik bulunmalıdır. Bu anlamda Seri:V; No:18 Tebliğimiz hükümleri kapsamında, İMKB'nin her iki menkul kıymet listesini eşitleyecek şekilde karar almasının Kurulumuz tarafından İMKB'den istenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

## Giriş

Sermaye piyasalarında yatırım yapılırken normal şartlarda herhangi bir yatırımcı ilgili menkul kıymetin gelecekteki fiyatının yükseleceği beklentisi ile hareket etmekte ve kendisi tarafından evvelce daha düşük fiyattan satın alınmış olan menkul kıymetin fiyatı ile yükselen fiyatlar arasındaki farktan kazanç elde etmeyi arzulamaktadır. Oysa ki piyasanın veya ilgili menkul kıymetin fiyatının düşmesi ile de kazanç elde etmek mümkündür. Açığa satış işlemleri bu düşünce ile yapılmaktadır. Diğer bir deyişle açığa satış işlemi yapanlar ilgili menkul kıymetin veya piyasanın fiyatlarının düşeceğinden hareket etmekte ve yüksek olduğunu düşündükleri fiyat seviyesinden, bir başka kişi veya kurumdan ilgili menkul kıymeti ödünç almak suretiyle satış yapmakta daha sonra fiyatların düşmesi ile ilgili menkul kıymeti daha düşük fiyattan satın alıp ödünç aldıkları kişiye geri vermekte ve aradaki fiyat farkından kazanç sağlamaktadırlar. Bu durumda açığa satışın tanımını **ilerde fiyat düşüşü olacağı beklentisiyle ödünç alınan menkul kıymetin satılması işlemidir** şeklinde yapmak mümkündür.

Açığa satış işlemlerinin hem yatırımcılar hem de piyasalar açısından bazı riskler oluşturduğu açık olmakla birlikte açığa satış işlemlerinin işlem hacmini artırmasından fiyat etkinliğini sağlamasına katkıda bulunmasına kadar çok çeşitli yönlerden piyasanın doğru oluşumuna destek olmasından ötürü hemen her ülke öz düzenleyici kurumları detaylı veya çok genel olarak açığa satış düzenlemeleri yapmıştır. Ülkemizde de açığa satış işlemleri Seri:V; No:18 Tebliği ile düzenlenmiş buna karşılık, 1994 tarihli söz konusu Tebliğ'in yerine piyasanın gelişimi ile paralel olarak yeni bir Tebliğ yazılmasına gerek duyulmuş, tebliğ taslağı çalışmaları bitirilmiş ve görüşe sunulmuştur.

Çalışmamızın amacını her geçen gün değişen ve gelişen dinamik finans piyasalarında, açığa satış işlemlerinin her yönünü günümüz teorik altyapısı çerçevesinde değerlendirmek ve Kurulumuzca yürütülen açığa satış tebliğ taslağı çalışmalarına katkıda bulunmak oluşturmaktadır.

Bu amaçla, çalışmamızın birinci bölümünde açığa satışın mikroekonomik temelleri üzerinde durulmuş ve günümüz koşulları çerçevesinde geliştirilen yeni açığa satış talep eğrisi tanıtılmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın ikinci ve üçüncü bölümünde açığa satış işlemlerinin işleyiş mantığı ve bu tür işlemlerin çeşitleri verilmeye çalışılmış, dördüncü bölümde açığa satışın nedenleri ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Bu bölümde açığa satışın piyasalardaki gerekliliği vurgulanmıştır.

Çalışmanın giriş bölümünde de ifade edildiği üzere açığa satış işlemleri bazı riskleri bünyesinde taşımaktadır. Bu amaçla çalışmanın beşinci bölümü açığa satış işlemlerinden kaynaklanan risklerin tanıtılmasına ayrılmış ve bu risklerden korunma yolları verilmiştir.

Altıncı bölümde ise, açığa satışın piyasada meydana getirdiği ekonomik etkiler açıklanmaya çalışılmıştır. Bu bölüm açığa satış işlemlerinin lehindeki görüşleri içermektedir. Bir sonraki bölüm ise açığa satış işlemlerinin piyasada meydana getirebileceği risklere diğer bir deyişle olumsuz taraflarının açıklanmasına ayrılmış ve açığa satış işlemlerinin neden piyasada bazı kısıtlamalar dahilinde gerçekleştirilmesi gerektiği vurgulanmıştır.

Çalışmanın sekizinci bölümünde ise açığa satış ile ilgili olarak gelişmiş ülkelerdeki düzenlemelerden önemli görülenler incelenmiştir. Bu bölümde en detaylı düzenlemeye sahip olan Amerika Birleşik Devletleri düzenlemelerine özel bir önem atfedilmiş bunun yanında İsveç gibi açığa satış işlemlerini çok genel olarak ele alan ülkelere de yer verilmiştir.

Dokuzuncu bölüm açığa satış işlemlerinin Ülkemiz mevzuatı karşısındaki durumunu ele almış, tebliğ taslağında getirilen yeni kurallar incelenmiş ve taslağın bazı maddelerine ek öneriler sunulmuştur.

Sonuç bölümünde ise çalışmanın kısa bir özetine yer verilmiştir.



## I. Hisse Senedi Piyasalarında Açığa Satışın Teorik Temelleri

Piyasadaki yatırımcıların açığa satış talepleri genel olarak iki ayrı kısma ayrılmak suretiyle incelenebilir. Bunlardan ilki, herhangi bir hisse senedinin<sup>1</sup> piyasa fiyatının normalden fazla değerlenmiş (overvalued) olduğunun düşünülmesidir. Teorik olarak hangi senetlerin fazla değerlenmiş olduğuna yönelik araştırmalar yapılmış olmasına rağmen (fiyat/kazanç oranı, fiyat/defter değeri oranları gibi) açığa satış talebinin bu türü tamamen öznel ölçütler taşımaktadır.

Açığa satış talebinin ikinci gerekçesi bir şirketin finansal durumunun parlak olmamasıdır. Eğer herhangi bir yatırımcı şirketin iflas riski olduğunu düşünürse bu şirketin fiyatlarının düşeceği beklentisi içine girer (Platt.2001:6).

Yukarıdaki açıklamaları genelleştirecek olursak, açığa satış talebinin insan doğasında bulunan iki ayrı güdüden meydana geldiğini söylemek mümkündür. Bunlardan ilki piyasadaki normal alım satım paternlerinde görülen güdüyle aynı sayılabilecek **kazanma bazlı taleptir** (greed based demand-GBD). GBD yukarıda açıklanmış olan ilk durumun yani hisse senetlerinin fiyatlarının değerinin olması gerekenden fazla olduğunun, bir başka deyişle doğru fiyatlanmamış olduğu düşünülen hisse senetlerinin bulunduğu ve gelecekte bu fiyatların geri döneceğinin varsayılmasından oluşmuş taleptir. Yukarıda açıklanan ikinci durum yani finansal durumunun kötü olduğu düşünülen bir firmanın fiyatlarının gelecekte düşeceğinden hareket edilerek oluşan talep ise **korku bazlı talep** (fear based demand- FBD) olmaktadır (Platt.2001:6).

Değişik yatırımcıların GBD ile FBD eğrilerinin toplanması sonucunda piyasadaki toplam açığa satış miktarı oluşmaktadır. Hemen düşünülebileceği üzere açığa satış arzı ise piyasada dolaşımda bulunan hisse senetlerinin toplamı olacaktır.

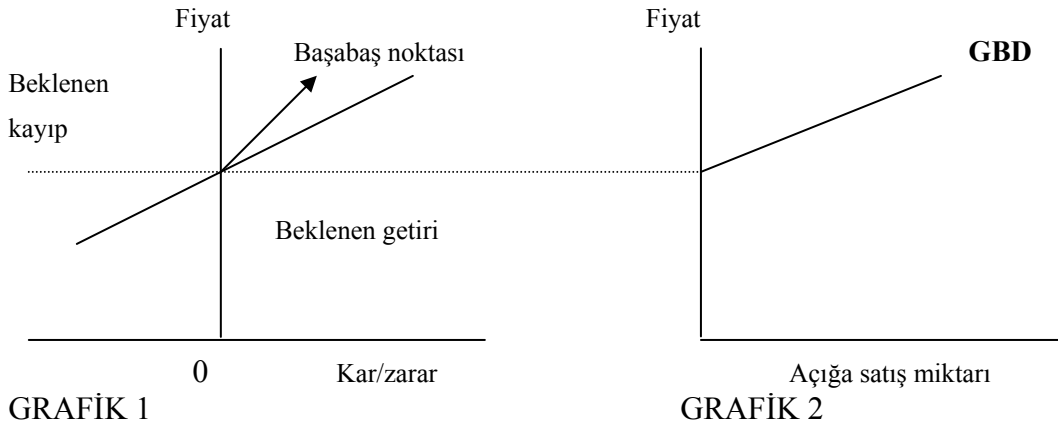
### I.1 Kazanma Bazlı Talep (GBD)

Yukarıda da açıklanndığı üzere bir şirketin hisse senetleri fiyatlarının aşırı fiyatlanmış olduğu durumda kazanma bazlı talep şeklindeki açığa satış talebi artmaktadır. Bu noktada söz konusu talep eğrisi ile ilgili olarak iki ayrı varsayım bulunmaktadır. Bunlardan ilki yatırımcıların ilgili şirketin hisse senedinin

---

<sup>1</sup> Model hisse senetlerinin açığa satışından hareket etmektedir.

gelecekteki fiyat seviyeleri hakkındaki beklentilerini gösteren ve öznel ve nesnel kriterleri bulunmakta olduğu, ikincisi de hisse senedinin yatırımcıların beklentileri doğrultusunda belli bir noktaya doğru hareket edeceğidir. Bu iki varsayım doğrultusunda açığa satış yapan yatırımcı hisse senedinin fiyatının beklentisi paralelinde düşme göstermesi durumunda kazanç sağlayacaktır. Aşağıdaki grafiklerde yatırımcının hisse senedi açığa satışı yapması durumunda sağlayacağı potansiyel kazanç/kayıp olasılıkları dağılımları verilmiştir (Platt.2001:10).



Grafikteki başabaş noktası (başabaş fiyatı) yatırımcının beklediği kazanç seviyesinin sıfır olduğu noktayı ifade etmektedir. Buna göre fiyatlar arttıkça yatırımcının açığa satış yapmasından ötürü beklediği kazanç tutarı da artacaktır. Söz konusu sonuç talebin özelliğinden ileri gelmektedir. Yatırımcı fiyatın olması gerekenden fazla olduğunu düşünmekte ve açığa satış yapmaktadır. Şekle dönecek olursak hipotetik yatırımcı orijininde sağ noktalarında açığa satış yapacaktır çünkü bu noktalarda yatırımcı hisse senedinin fiyatının fazla şişkin olduğunu ve ileride hisse senedinin fiyatında beklediği şekilde aşağıya doğru bir düzeltme olacağını düşünmektedir. Dolayısıyla hipotetik yatırımcı tarafından yapılacak olan açığa satış miktarını cari fiyat seviyesi ve tabii ki yatırımcının risk profili ile bütçe olanakları belirleyecektir. Şeklin sol tarafındaki noktalarda ise yatırımcı açığa satış yapmamakta çünkü hisse senedinin fiyatının olması gerekenden düşük olduğunu ve daha da düşmeyeceğini varsaymaktadır (Platt.2001:10).

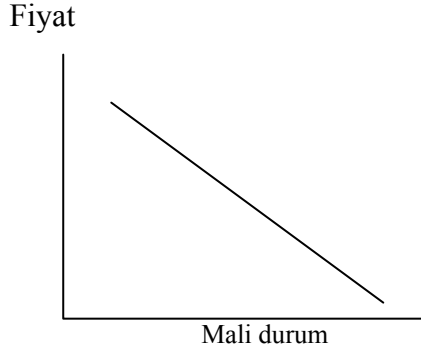
Her yatırımcının tek bir başabaş noktası vardır ve bu noktalar her bir yatırımcının gelecekteki fiyat beklentilerinden türetilmektedir. Bu anlamda başabaş noktası her bir yatırımcı için kişisel bir fiyat hedefi olmaktadır ki söz konusu nokta

(fiyat) seviyesinde yatırımcı açığa satış pozisyonu açacak veya kapatacaktır. Bu fiyat hedefleri yatırımcılara göre değişmektedir ve bunun sonucu olarak ta herbir piyasa fiyatında bireysel davranışlar değişecektir. Bazı yatırımcılar açığa satış pozisyonlarını kapatırken diğerleri ise o noktada açığa satış yapmak isteyeceklerdir. Sonuç olarak tüm yatırımcıların bireysel açığa satış talepleri piyasadaki toplam GBD talep eğrisini verecektir. GDB eğrisi grafikten de anlaşılacağı üzere pozitif eğimlidir diğer bir deyişle fiyat artıkça talepte artacaktır.

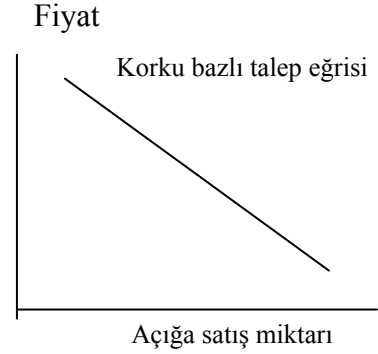
## **I.2. Korku Bazlı Talep (FBD)**

Açığa satış işleminde için korku bazlı talep ise, mali yönden iyi durumda olmayan şirketlerin gelecekte iflas riski bulunması ve hisselerinin değerinin düşeceği beklentisinden türetilmektedir. Buna göre yüksek fiyata sahip olan hisse senetlerinin mali yönden sağlıklı olduğu, buna karşılık düşük fiyata sahip olan hisse senetlerinin ise mali yönden sıkışıklık arzettiği düşünülmektedir. Bu anlamda mali yönden durumunun kötü olduğu düşünülen şirketlerin söz konusu durumu bozulma gösterdikçe bu şirketlerin açığa satılan hisse senedi miktarı artacaktır çünkü gelecekte bu hisse senetlerinin değerinin düşeceği beklentisi vardır (Platt.2001:11).

Yatırımcılar bir şirketin mali durumundaki bozulmayı şirketin hisse senetlerinin piyasadaki fiyatının bir fonksiyonu olarak görmektedirler. Dolayısıyla FBD eğrisi negatif eğimli olmaktadır. Bu talep eğrisi aynı zamanda şirketin yönetim kalitesi veya içinde bulunduğu endüstri gibi diğer karakteristiklerini de yansıtmaktadır. Şirketteki bu karakteristikler sabit bırakıldığında FBD hisse senedinin piyasa fiyatıyla ters yönlü hareket etmektedir. Dolayısıyla mali durumu kötü olan bir başka deyişle fiyatı düşük olan şirketler ile aynı durumda olupta fiyatı daha yüksek olan şirketlerle karşılaştırıldığında hisse senedinin değeri daha düşük olan şirketlerin hisseleri daha fazla açığa satılacaktır. Aşağıdaki grafikte yukarıdaki açıklamalar ışığında FBD eğrisi verilmektedir (Platt.11:2001)



GRAFİK 3



GRAFİK 4

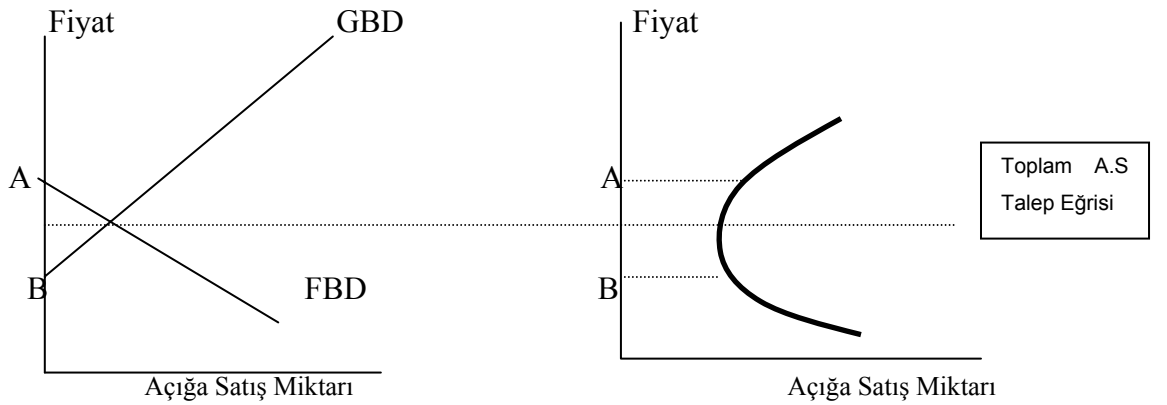
Grafik 3 den de anlaşılacağı üzere, fiyat şirketin mali durumunun bir fonksiyonu olup düştükçe mali mali durumunda bozulma artmaktadır. Grafik 4 te ise FBD eğrisi verilmiştir. Buna göre şirketin hisse senedinin fiyatı düştükçe açığa satış miktarı artmaktadır (Platt.11:2001). FBD eğrisi genel olarak literatürde açıklanmış olan fiyat yükseldikçe açığa satış miktarı artar tezine karşı bir görüş getirmektedir. Açığa satış talebinin iki ayrı psikolojik güdüden kaynaklandığını gördükten sonra aşağıdaki bölümde açığa satış toplam talebi incelenecektir.

### I.3 Toplam Açığa Satış Talebi

Toplam açığa satış talebi yukarıda açıklanan iki ayrı talep miktarının toplanmasıyla elde edilebilir. Matematiksel gösterimi:

$$D = \Sigma(\text{GBD}, \text{FBD}) \text{ şeklindedir.}$$

Aşağıdaki şekil toplam açığa satış talep eğrisini vermektedir.

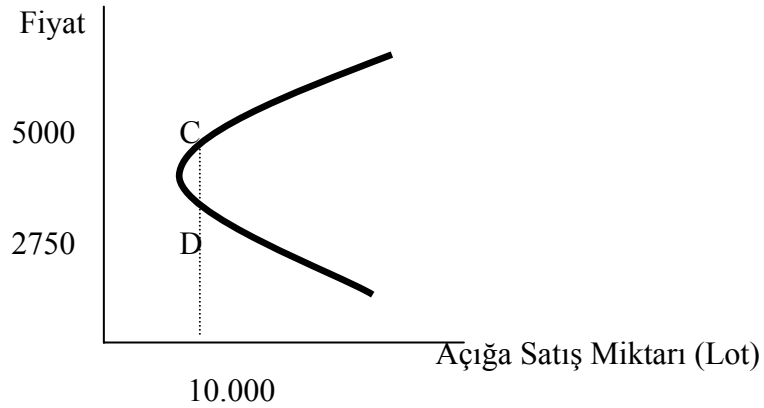


GRAFİK 5

Grafik 5 bütünleşik açığa satış talebini vermektedir. Söz konusu talep eğrisi korku ve kazanma bazlı talep eğrilerinin eğimlerine göre değişebilmektedir (Platt.2001:12).

Grafikten de görüleceği üzere B noktasına kadar açığa satış talep eğrisi negatif eğimlidir. Dolayısıyla fiyat düştükçe yapılan açığa satış miktarı da artırmaktadır. Söz konusu durum yukarıdaki bölümlerde de anlatıldığı üzere korku bazlı açığa satış yapılması anlamına gelmektedir. Bu noktanın altında korku bazlı talep eğrisi mevcuttur. A noktasından itibaren ise açığa satış miktarının fiyat arttıkça arttığı görülmekte olup talep eğrisi kazanma bazlı talep eğrisini göstermektedir. Dolayısıyla bu talep eğrisinin eğimi pozitifdir. A ile B noktasının arasındaki bölgede ise hem korku hem de kazanma bazlı talep eğrilerinin etkisi bulunmaktadır (Platt.2001:12).

Aşağıdaki şekilde bütünleşik açığa satış talep eğrisi bir örnekle gösterilmektedir.



GRAFİK 6

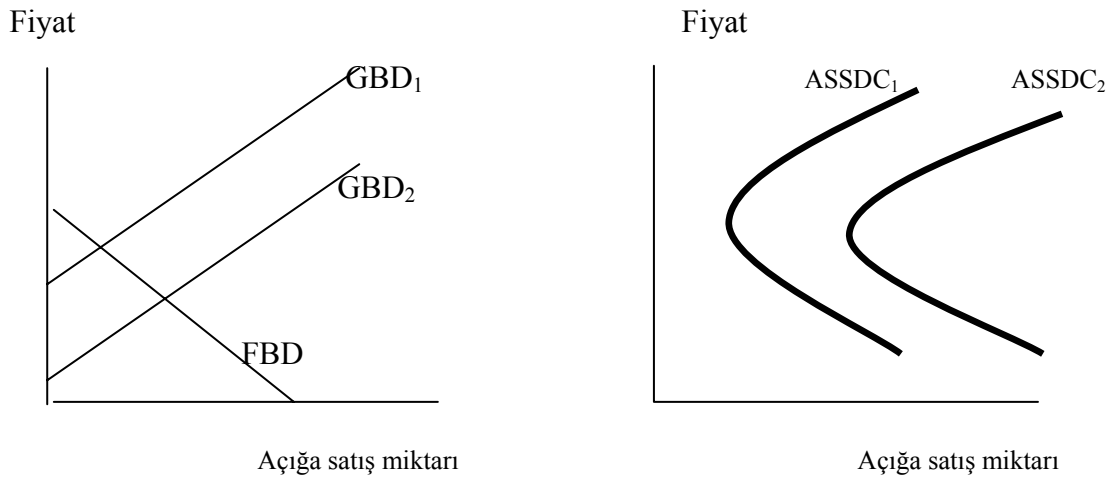
Grafikten de anlaşıldığı üzere, hisse senedinin fiyatı 2.750 iken 10.000 lot açığa satış yapılmakta buna karşılık fiyatın 5.000 TL. seviyesine yükselmesi durumunda da aynı miktar açığa satış yapılmaktadır.

Geleneksel açığa satış teorilerinde hisse senedinin fiyatı arttıkça açığa yapılan satış miktarının da artacağı düşünülmektedir. Buna karşılık yukarıdaki örnekte de görüldüğü üzere iki ayrı fiyat seviyesinde aynı miktarda açığa satış yapılmıştır.

#### **I.4. Gelecek Dönemlerde Oluşacak (t+1 dönemi) Açığa Satış Talep Eğrisi**

Açığa satış teorisini ortaya koyan yukarıdaki açıklamalarda hipotetik bir yatırımcının t dönemindeki bir başka deyişle sadece şimdiki fiyat seviyelerini dikkate

alması durumunda oluşan açığa satış talep eğrileri verilmiştir. Buna göre yatırımcı yatırım kararı verirken ilgili şirketin hisse senedinin fiyatlarını incelemekte ve hisse senedinin fiyatının düşük (Korku Bazlı Talep) veya yüksek olması (Kazanma Bazlı Talep) durumlarına bakarak açığa satış kararı vermektedir. Buna karşılık açığa satış teorisinde piyasanın genel olarak gelecekte nasıl hareket edeceğine yönelik beklentiler de rol oynamaktadır. Sözelimi herhangi bir yatırımcı ileride makroekonomik durumda bir bozulma olacağı öngörüsünde bulunursa hisse senetleri piyasasında genel bir düşüşün olacağı beklentisi içine girebilir ve bu durumda da açığa satış yapma kararını verebilir. Bu durumu teorik olarak hipotetik bir yatırımcının fiyat hedefleriyle açıklamak mümkündür. Fiyat hedefleri ortalama yatırımcıların gelecekteki fiyat seviyeleri hakkındaki beklentilerini ifade etmektedir. Söz konusu fiyat hedefleri 0 ile sonsuz arasında değerler alabilir. Bu durumda herhangi bir yatırımcı bir şirketin fiyatının yükseleceği beklentisindeyse bu durumda şirketin hisse senetleri için uygun bir açığa satış imkanının bulunmadığını düşünecektir. Buna karşılık, beklentileri şirketin hisse senedinin düşeceği yönündeysen yatırımcı açığa satış yapacaktır. Hemen anlaşılacağı üzere, gelecekteki fiyat seviyelerinin nasıl hareket edeceğini kestiren ve bu hareketlerden fayda sağlamaya çalışan bir yatırımcının talep eğrisi kazanma bazlı talep eğrisinden başka bir şey değildir. Dolayısıyla, korku bazlı kazanma talebi sabit kalacak, kazanma bazlı talep eğrisinde değişme olacaktır (Platt.2001:13). Aşağıdaki grafikler söz konusu duruma bir örnek olarak verilmektedir.



GRAFİK 7

Grafik 7'den de görüleceği üzere, hipotetik bir yatırımcı iki ayrı hisse senedi için ayrı fiyat hedefleri belirlemiştir. Buna karşılık, korku bazlı açığa satış talebinin sabit olduğu varsayılmıştır. Görüleceği üzere yatırımcı tarafından düşük fiyat seviyesi beklentisi oluşan hisse senedinde yapılan açığa satış miktarı artmaktadır (Platt.2001:14).

Platt tarafından yapılan çalışma fiyatı yüksek olan hisse senetlerinin yanında düşük fiyatlı hisse senetlerinin de açığa satışının yapılacağı konusunda fikir vermesi açısından önemlidir. Platt bu çalışmasında spekülatif amaçlı açığa satış talebini incelemiştir.

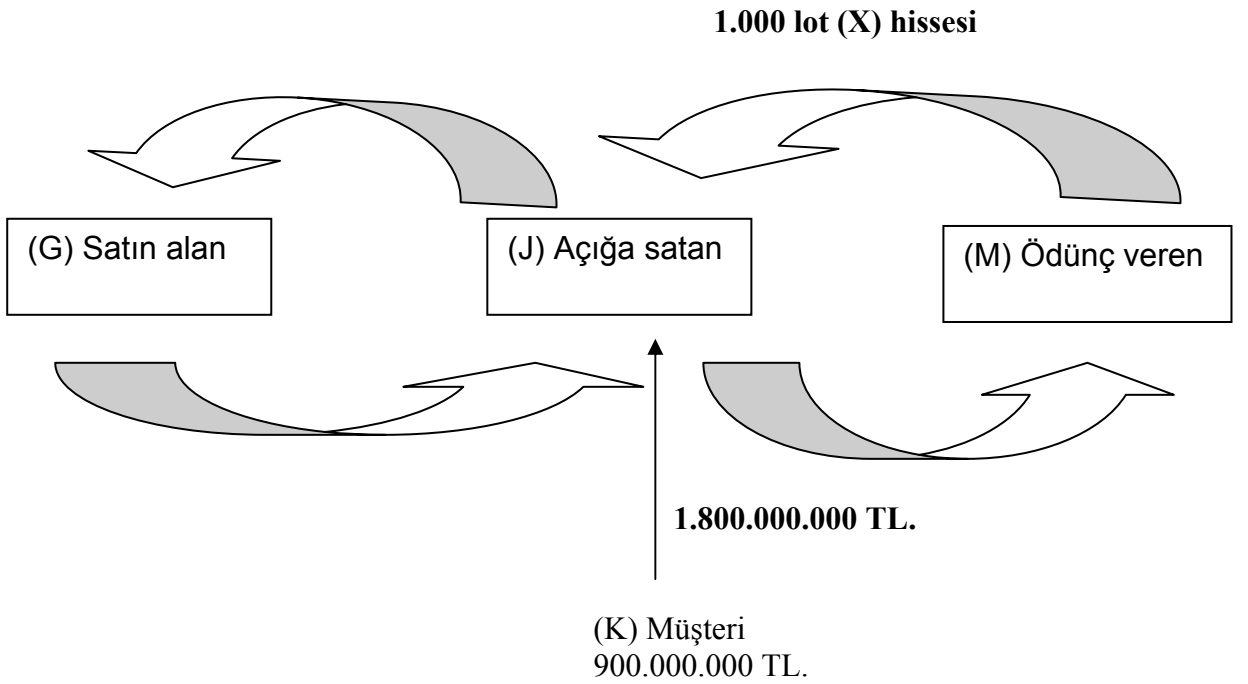
## **II. Açığa Satışın İşleyişi**

Açığa satış işleminde sahip olunmayan bir menkul kıymetin satılmasıyla kazanç elde edilmesi planlanmaktadır. Açığa satışı yapılacak olan menkul kıymet ödünç alınmakta bir başka deyişle borçlanılmaktadır. Daha sonra açığa satış yapan kişi tarafından ilgili menkul kıymet satın alınmakta ve ödünç alınan kişiye olan menkul kıymet borcu ödenmekte ve açığa satış yapan yatırımcı bu işlemlerden kazanç elde etmeyi beklemektedir.

Genel olarak açığa satışı bir futures işlemine benzetmek mümkündür. Açığa satış işleminde de aynı futures işlemlerinde olduğu gibi gelecek dönemlere dair varsayım yapılmaktadır. Açığa satış yapan yatırımcı bu süre içerisinde ilgili menkul kıymeti ödünç almaktadır. Bununla birlikte açığa satış işlemlerinde yatırımcının menkul kıymete sahip olmaması ve bunu ödünç almak suretiyle takasını gerçekleştirilmesi şart değildir, çalışmanın bir sonraki bölümünde de değinileceği üzere bazı durumlarda yatırımcı açığa satış yapmak istediği menkul kıymetlere sahip olmakta buna karşılık elindeki menkul kıymetleri takas tarihinde teslim etmek istememektedir.

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, açığa satış işleminin iki yönü bulunmaktadır. Bunlardan birincisi menkul kıymetlerin borçlanılmak suretiyle satılması, yani pozisyon açılması, ikincisi de borçlanılıp satışı yapılmış olan menkul kıymetlerin satınalınıp borçlanılan tarafa teslim edilmesi yani pozisyonun kapatılması işlemidir. Aşağıda açığa satışın aşamaları bir örnek yardımıyla açıklanmaya çalışılmaktadır (Alp1991:46).

(J) isimli aracı kurumun müşterisi olan (K) 1.000 lotluk (X) hissesi açığa satmak istemektedir. Bu durumda (J) aracı kurumu söz konusu (X) hisselerini ödünç almak durumundadır. Bunun için herhangi bir müşterisinden ya da diğer bir aracı kurumdan ödünç alabilme imkanı bulunmaktadır. (M) aracı kurumunun ödünç veren aracı kurum olduğunu düşünelim. Buna ek olarak (X) hisse senetlerinin mevcut durumdaki piyasa fiyatının 1.800 TL. olduğunu varsayalım. Açığa satış işlemi aşağıdaki şekildeki gibi olacaktır.



ŞEKİL 1

Yukarıda da ifade edildiği üzere, açığa satış yapan (J) (G)'ye 1.000 lot (X) hissesini 1.800 TL.'den satmıştır. (J) aracı kurumunun müşterisi (K) açığa satış düzenlemeleri çerçevesinde açığa satışı yapılan hisse senetlerinin %50'si tutarındaki özkaynağı yatırmak zorunda olduğundan dolayı aracı kurumuna 900.000.000 TL. yatırmaktadır. Takas tarihinde (M) isimli aracı kurum 1.000 lot (X) hisse senedini (J)'ye ödünç olarak vermektedir. Aynı zamanda (G) aracı kurumu da satın aldığı (X) hisse senetlerinin değeri olan 1.800.000.000 TL.'yi hisseleri satın almış olduğu (J) aracı kurumuna vermektedir. Daha sonra (J)'de söz konusu tutarı hisse senetlerini ödünç almış olduğu (M)'ye teminat olarak vermektedir. Bir süre sonra, (X) hisse



senedinin değerinin 1.600 TL.'ye dūştüğünü ve beklentileri gerçekleŐen yatırımcının açık pozisyonunu kapatmak istediğini varsayalım. Bu yatırımcı 1.000 lot (X) hisse senedini 1.600.000.000 TL.'den (komisyonlar dikkate alınmamıŐtır.) satın alacaktır. Daha sonra satın alınmıŐ olan bu hisse senetleri ödünç vermiŐ olan aracı kurum olan (M)'ye geri verilecektir. Bu iŐlemden yatırımcı 200.000.000 TL. kazanç saęlamıŐtır. Örneęimizde (J)'nin müŐterisi için ödünç vereceği hisse senedinin bulunmadığı varsayılmıŐ hisse senetlerini diğer bir aracı kurumdan saęlamıŐtır. (M) aracı kurumunun söz konusu hisseleri ödünç vermesinin sebebi ise teminat olarak almıŐ olduğu 1.800.000.000 TL.'lik tutarı faizsiz olarak saęlamıŐ olmasıdır. Söz konusu tutarı müŐterilerinin kredili hisse senetleri alımlarını finanse etmede kullanabileceği gibi repo gibi enstrümanlarda da değerlendirme fırsatı vardır. Buna ek olarak ödünç olarak vermiŐ olduğu hisse senetleri müŐterileriyle yapmıŐ olduğu anlaşma gereğince aracı kurumun müŐterilerine aittir. Bir baŐka deyiŐle ödünç olarak vermiŐ olduğu hisse senetleri kendisine ait olmayabilmektedir. Dięer yandan (J) aracı kurumu da müŐterisi ile yapmıŐ olduğu söz konusu aracılık faaliyetinden komisyon almakta ve müŐterisinin yatırmıŐ olduğu özkaynağı kullanmaktadır. Görüleceęi üzere açığa satıŐ iŐleminin yapılmasıyla taraflardan herbiri kazanç elde edebilmektedir.

### **III. Açığa Satışın Türleri**

Açığa satışı çok basit bir Şekilde ödünç alınmış bir menkul kıymetin satılması işlemi olarak tanımlamak mümkündür. Bu tanımdan hareketle açığa satış işleminin esas noktasını ödünç alma işlemi oluşturmaktadır. Dolayısıyla açığa satış işlemi yapan yatırımcının satmak istediği menkul kıymetlere sahip olması halinde bile ödünç mekanizması ile açığa satış yapması mümkün olmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde açığa satış işlemini ikiye ayırmak mümkündür. Bunlardan yatırımcının sattığı menkul kıymetlere sahip olmamasına, bir başka deyişle takas yükümlülüğünü mutlaka ödünç almak suretiyle gerçekleŐtireceęi satış işlemine çıplak açığa satış (naked short sale) denilmektedir.

Açığa satışın ikinci bir türü ise yatırımcının sahip olduğu fakat bazı nedenlerden ötürü sahip olduğu menkul kıymetleri teslim etmeyip, ödünç almak suretiyle takas yükümlülüğünü yerine getirdiği türdür ki bu tür açığa satış işlemine hesaba rağmen açığa satış (short sale against the box) denilmektedir. Hesaba rağmen

yapılan açığa satışın birçok nedeni bulunmaktadır. Örnek olarak bir şirkette büyük bir hacimde hissesi olan bir başka deyişle kontrol gücü bulunan fakat ileride piyasada genel bir düşüş olacağını kestiren herhangi bir yatırımcı bu düşüşün kendi şirketini de etkileyeceğini dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatlarının düşeceğini varsaymakta olduğunu düşünelim. Buna karşılık, söz konusu yatırımcı hisse senetlerini genel düşüşten kazanç elde etmek amacıyla satmak isteyecek, buna karşılık bu satış neticesinde şirketindeki sahiplik derecesini düşürecektir. Şirketinin kontrolünü kaybetmek istemeyen bu durumdaki bir yatırımcı elindeki senetleri açığa satabilir. Hesaba rağmen açığa satış olarak tanımlanan söz konusu açığa satış türünde yatırımcı elindeki satmış olduğu hisse senetlerinin takasını ödünç almak suretiyle gerçekleştirecektir. Bunun neticesinde yatırımcı hem şirketinin kontrolünü yitirmeyecek hem de piyasadaki genel düşüşten kazanç sağlamış olacaktır (Walker.1991:63).

Yukarıdaki örnekte hesaba rağmen açığa satış korunma (hedge) amaçlı olarak yapılmıştır. Hesaba rağmen açığa satışın uygulama bulduğu diğer bir alan vergi yükünün ertelenmesidir. Herhangi bir yatırımcının hesap döneminin son ayında uzun pozisyonda olduğu hisse senetlerinden kağıt üzerinde 50.000.000.000 TL. karlı olduğunu, buna karşılık bu yatırımcının çok kısa bir zaman zarfında bir fiyat düşüşü yaşanacağını düşündüğünü varsayarsak yatırımcı bu gibi bir durumda hisse senetlerini satma yoluna gidecektir. Buna karşılık yatırımcı elindeki hisse senetlerini satması durumunda karı efektif hale gelecek ve bunun üzerinden vergi ödemek zorunda kalacaktır. Yatırımcı bu işleminden dolayı olan vergi yükünü bir dönem sonraya erteleyebilmek ve ayrıca fiyat düşüşünden korunabilmek için hesaba rağmen açığa satış yapabilir. Böyle bir durumda yeni hesap döneminde yatırımcı hem kısa hem de uzun pozisyonlarını kapatacak eğer fiyat düşüşü yaşanmışsa yapmış olduğu açığa satış işlemi uzun pozisyonundan doğan zararını telafi edecektir. Ayrıca vergilendirebilir kazancını da diğer yıla ertelemiş olacaktır.

#### **IV. Açığa Satış İşlemlerinin Nedenleri**

Açığa satış işlemleri çalışmanın bir sonraki bölümünde ayrıntılı olarak değinileceği üzere teorik olarak sınırsız bir risk taşımaya rağmen bu tür işlemlerinin yapılmasının arkasında yatan birçok neden bulunmaktadır. Bunlardan ilki fiyat

düşüşünden fayda sağlamaktır. Bir başka deyişle açığa satış işlemi yapılmasının arkasında spekülâtif amaçlar bulunmaktadır. Buna karşılık açığa satış işleminin arkasında yatan diğer neden finansal piyasalarda risk almış olan yatırımcıların söz konusu risklerini azaltma amacıdır. Risk almış olan yatırımcılar açığa satış işlemleri yapmak suretiyle bu risklerinden tamamen ya da kısmen kaçınabilmektedirler. Açığa satış işlemlerinin uygulandığı bir diğer alan ise arbitraj işlemleridir. Söz konusu işlemler ile yatırımcı piyasalar arasındaki geçici nitelikteki farklılıklardan kazanç elde etme amacındadır. Çalışmanın bu bölümü açığa satış işlemlerinin arkasında yatan nedenlerin incelenmesine ayrılmıştır.

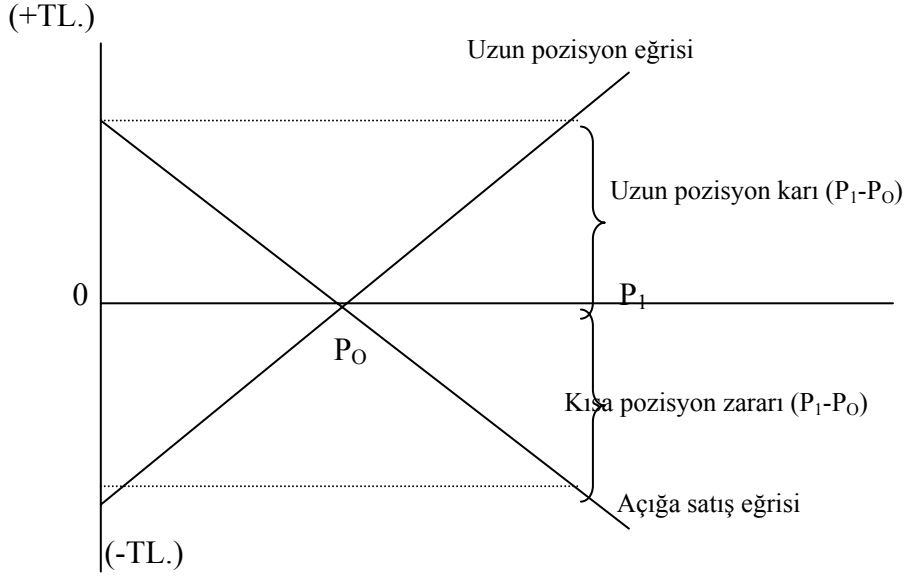
#### **IV.1. Korunma Amaçlı Olarak Yapılan Açığa Satışlar**

Korunma amaçlı olarak yapılan açığa satış işlemlerinin amacı açığa satış yapmak suretiyle uzun pozisyondan kaynaklanan risklerin minimize edilmesidir. Korunma (hedging) iki ayrı pozisyonu olan bir yatırımcının bir pozisyonunda maruz kalacağı potansiyel riski diğer pozisyonunda sağlayacağı kazançla dengelemesi anlamına gelmektedir. Korunma kar ve zarar dengelemesi amacıyla kullanılmakla birlikte, zararın azaltılması ve kar elde etmek amaçlarına da hizmet edebilmektedir (Francis.1991:219).

Finansal literatürde ise korunma eksiksiz korunma (perfect hedging) ve eksik korunma (imperfect hedging) olarak ikiye ayrılmıştır (Francis.1991:219). Açığa satış işlemleri her iki türde de yapılmakta olup, şartları ve sağladığı faydalar aşağıdaki bölümlerde verilmektedir.

##### **IV.1.1 Eksiksiz Korunma**

Korunmanın finans teorisindeki en belirgin anlatımı eksiksiz korunmadır. Eksiksiz korunma yapılan yatırım sonucunda ne kazanç ne de zararın oluştuğu bir korunma yöntemidir. Aşağıdaki şekilde bunun nasıl yapıldığı anlatılmaktadır. Şekildeki eğriler uzun ve kısa pozisyonu bulunan bir yatırımcının kar zarar eğrileridir (Francis.1991:220).



GRAFİK 8

Yukarıdaki grafikte yatırımcının  $P_0$  değerinden yatırım yaptığı varsayılmaktadır. Buna ek olarak yatırımın yapılmasından sonra fiyatların  $P_1$  değerine ulaştığı görülmektedir. Böyle bir hipotetik durumda yatırımcının kar ve zararı birbirine eşittir. Diğer bir deyişle yatırımcı eksiksiz korunmuştur. Yatırımcının kısa pozisyonundan uğradığı zarar uzun pozisyonundan elde etmiş olduğu kar ile aynı tutardadır. Buna karşılık piyasada ters bir hareket yaşandığı varsayılırsa açığa satış işlemlerinin yapılmasının arkasında yatan rasyonel daha iyi anlaşılacaktır.

Örnek olarak yatırımcının (A) hisse senedinden 1.000 lotluk uzun pozisyonda olduğunu, uzun pozisyonunu 3.500 TL.'den açtığını, tam tersi bir durum olarak aynı hisse senedinden 1.000 lotluk açığa satış yaptığını varsayacak olursak bu yatırımcının teorik olarak eksiksiz bir korunma sağlamış olacağını söyleyebiliriz. Çünkü böyle bir durumda fiyatlardaki hiçbir hareket zarar oluşluğu oluşturmayacaktır. Sözelimi eğer (A) hisse senedinin fiyatı belli bir süre zarfında 2.750 TL.'ye düştüğünü düşünürsek yatırımcı uzun pozisyonundan ötürü 750.000.000 TL. zarara uğramış olacak buna karşılık açık pozisyonunu kapatmasından ötürü bu fiyattan satın alacağı hisse senetleri nedeniyle aynı miktarda tutarı kazanacaktır. Dolayısıyla yatırımcının toplam kar zararı sıfır TL. olarak gerçekleşecektir.

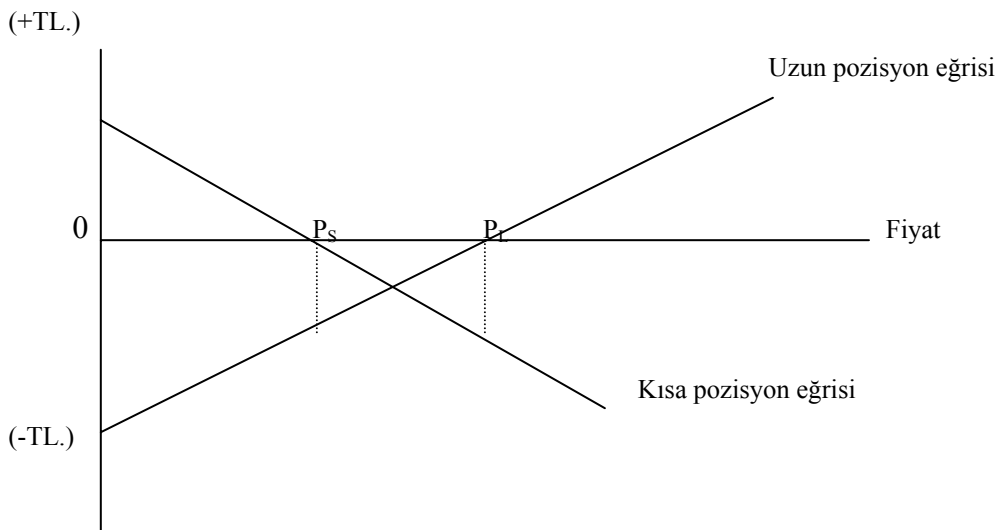
Hemen anlaşılacağı üzere, herhangi bir yatırımcının eksiksiz korunma sağlayabilmesi için iki temel ön şartın bulunduğu kabul edilmektedir. Bunlardan birincisi, uzun ve kısa pozisyon açan yatırımcının her iki pozisyonu için aynı tutarda parayı yatırmasının zorunlu olması, ikincisi de uzun pozisyonun açılması sırasında yatırımcının hisse senedine vermiş olduğu fiyat ile açığa satışının fiyatının eşit olması gerektiğidir (Francis.1991:220).

#### IV.1.2 Eksik Korunma (Imperfect Hedging)

Eksik korunma ile kastedilen yatırımcının uzun ve kısa pozisyonlarının tam olarak dengelenmemiş olması bir başka deyişle uzun pozisyon fiyatı ile açığa satış fiyatı arasında farkın olmasıdır. Eksik korunma durumlarında yatırımcının kar elde etme olasılığı bulunmasına karşılık zarar etmesi olasılığı da bulunmaktadır.

##### IV.1.2.1 Eksik Korunma Durumunda Zarar Oluşumu

Aşağıdaki şekilde eksik korunmanın yatırımcıya zarar ettirdiği durum gösterilmektedir. Buna göre eksik korunma durumunda zarar edilmesi için uzun pozisyonun açıldığı fiyatın açığa satış yapılan fiyattan mutlaka yüksek olması gerekmektedir. Böyle durumlarda aşağıdaki şekilde de anlatılacağı üzere fiyat değişimleri mutlaka yatırımcının zarar etmesi ile sonuçlanmaktadır (Francis.1991:221).



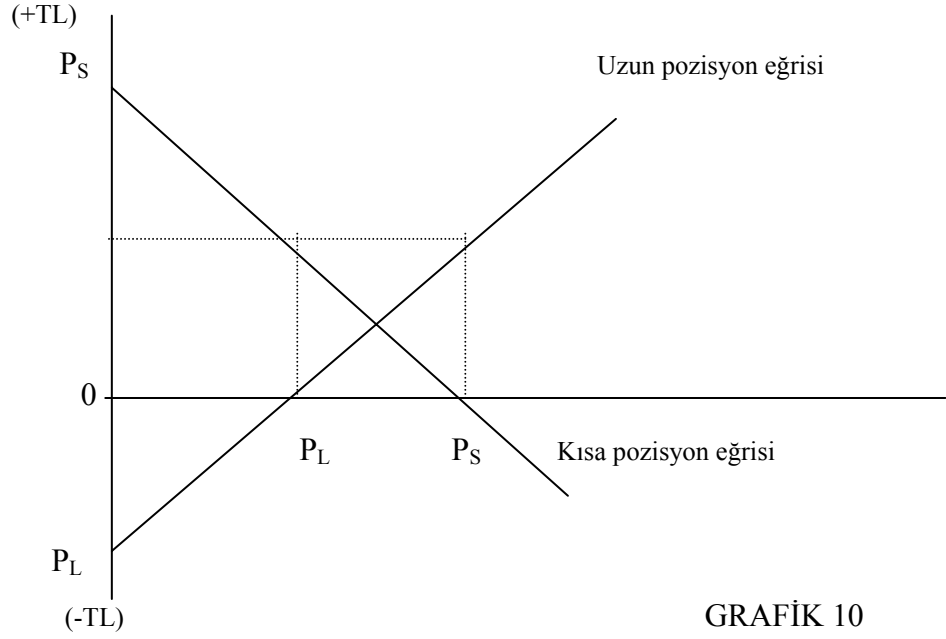
GRAFİK 9

Grafik 9’da da gösterildiği üzere, uzun pozisyonun açılması için ödenen fiyat ( $P_L$ ) açığa satış fiyatından ( $P_S$ ) daha büyüktür. Başka bir deyişle yatırımcı tarafından herhangi bir menkul kıymeti satın alırken ödediği satınalma fiyatı korunma amaçlı olarak yaptığı açığa satış fiyatından daha yüksektir. Örnek vermek gerekirse; bir yatırımcının 2.500 TL.’den (D) hisse senedini satın aldığını varsayalım. Yatırımcı yatırım yaptığı hisse senedinde meydana gelebilecek herhangi bir düşüşten kendisini korumayı arzulamaktadır. Bunun için açığa satış yapma kararını vermiştir. Örneğimizde yatırımcının bu hisse senedinde 2.250 TL.’den açığa satış yaptığını varsayalım. Hisse senedinde düşüş olması durumunda örneğin hisse senedinin fiyatının 2.000 TL.’ye kadar gerilemesi durumunda yatırımcı uzun pozisyonundan ötürü 500 TL. zarar edecek buna karşılık kısa pozisyonundan dolayı da 250 TL. kar elde edecektir ve uzun pozisyonundan elde ettiği zararın yarısını yapmış olduğu açığa satış ile azaltacaktır. Yatırımcının bu durumda maruz kaldığı zarar toplamı 250 TL. olmuştur. Buna karşılık hisse senedinin fiyatı 3.000 TL.’ye yükselmesi durumunda uzun pozisyonundan 500 TL. kazanç elde edecek fakat piyasada beklediği düşüş gerçekleşmediği için yapmış olduğu açığa satış karını zarara çevirecek ve toplam olarak 250 TL. zarar edecektir. Görüleceği üzere, yatırımcının uzun pozisyonunun fiyatı kısa pozisyonunun fiyatından yüksek olması durumunda yatırımcı her durumda zarar etmektedir. Burada dikkat çekilmesi gereken nokta örneğimizdeki yatırımcının açığa satış işlemini spekülatif amaçlı olmaktan ziyade korunma amaçlı yaptığı buna karşılık beklentilerindeki bir başka deyişle öngörülerindeki hata yüzünden uzun pozisyonda kar elde edebilecekken gerçekleştirmiş olduğu açığa satış dolayısıyla zarar etmiş olduğudur. Buna karşılık yatırımcının beklentileri doğrultusunda gelişen fiyat düşüşleri açığa satış işlemlerinin korunma amacını yerine getirdiğini kanıtlamaktadır. Bununla birlikte yatırımcının piyasadaki fiyat düşüşü beklentisine karşılık uzun pozisyonunu neden kapatmadığı sorusunun cevabı, gerek düşündüğü aşağı fiyat hareketinin geçici nitelikte olacağı beklentisi, gerekse de elindeki şirketin hisse senetlerini bazı nedenlerden ötürü elinden çıkartmama isteği olarak düşünülmelidir.

#### **IV.1.2.2 Eksik Korunma Durumunda Kar Oluşumu**

Eksik korunma durumunda zarar olumunun tersine bu şekilde yapılan korunma amaçlı açığa satış işleminde açığa satışı yapılan fiyatın uzun pozisyon

açılması durumunda ödenen fiyattan mutlaka yüksek olması gerekmektedir. Aşağıdaki şekil uzun pozisyonun fiyatının açığa satış yapılan fiyattan düşük olduğu durumu açıklamak üzere verilmektedir (Francis.2001:221).



Grafikten de görüleceği üzere kısa pozisyon eğrisinin fiyat eksenini kestiği noktada oluşan  $P_S$  fiyatı, uzun pozisyon eğrisinin fiyat eksenini kestiği  $P_L$  fiyatından daha büyüktür. Bunun anlamını örnekle açıklayalım. Herhangi bir yatırımcının 5.000 TL.'den bir hisse senedi satın aldığını varsayalım. Yatırımcı hisse senedinde meydana gelebilecek herhangi bir düşüş hareketinden ötürü kendini korumak istemekte ve bundan ötürü açığa satış yapmaktadır. Daha önceki açıklamalarımızda eksik korunma durumunda kar elde etmenin ön şartının açığa satış fiyatının uzun pozisyonda elde edilen hisse senetlerinin fiyatından yüksek olması gerektiği olduğunu vurguladığımızdan ötürü, yatırımcının açığa satış yapmış olduğu fiyatın 5.500 TL. olduğunu varsayalım. Fiyatlarda yatırımcının öngörüsü doğrultusunda bir düşüş olduğu ve hisse senedinin fiyatının 4.750 TL.'ye gerilediği varsayıldığında yatırımcının açığa satış yapmasının kendisi açısından fayda sağladığı anlaşılmaktadır. Yatırımcı uzun pozisyonunda olan hisse senetlerinden 250 TL. kaybetmiş buna karşılık, kısa pozisyonundan ötürü 750 TL. kazanç elde etmiştir.

Böylece yatırımcı açığa satış yapmasıyla fiyat düşüşünden net 500 TL kazanç sağlamış olmaktadır.

Örneğimizde fiyatların düştüğü varsayılmıştır. Eğer fiyatlar yukarı hareket etmiş olsaydı örneğin 5.000 TL.'den alınan hisse senedinin fiyatı 5.750 TL.'ye yükselmiş olsaydı yatırımcı uzun pozisyonundan 750 TL. kar elde etmiş olacak buna karşılık, kısa pozisyonundan 250 TL. zararı olacaktı ve net olarak 500 TL. kazanç sağlayacaktı. Görüleceği üzere açığa satış fiyatı uzun pozisyon fiyatından yüksek olduğu durumlarda mutlaka kar elde edilmektedir.

#### **IV.2. Arbitraj Amaçlı Açığa Satışlar**

Arbitraj amaçlı açığa satış ile kastedilen aynı veya farklı menkul kıymetlerin piyasalardaki farklılıklar dikkate alınmak suretiyle kazanç elde etmek amacıyla alım ve satımıdır. Arbitraj yapan yatırımcı herhangi bir menkul kıymeti satın alıp aynı anda bunu daha yüksek fiyatla satmak arzusundadır. Arbitraj genel olarak üç biçimde yapılmaktadır. Birincisi piyasalar arasındaki coğrafi farklılıklardan ortaya çıkabilen fiyat farklılıklarından ikincisi birbirlerinin yerine ikame edilebilir menkul kıymetler arasında meydana gelen fiyat farklılıklarından kaynaklanabilmektedir. Söz konusu iki arbitraj türünde işlemler her zaman kazanç ile sonuçlanmaktadır. Üçüncüsü ise finans literatüründe risk arbitrajı olarak tanımlanmıştır (Walker.1991:61). Risk arbitrajı adından da anlaşılacağı üzere bünyesinde risk barındırmaktadır ve yatırımcı bu arbitraj türünde açığa satış yapılan diğer arbitraj türlerinden farklı olarak kayıplara maruz kalabilmektedir. Her üç arbitraj çeşidinde de kazanç elde edebilmek amacıyla yatırımcılar açığa satış işlemleri gerçekleştirmektedirler. Bir başka deyişle arbitraj işlemlerinden kazanç elde edilmesi için açığa satış işlemleri yapılması zorunludur. Aşağıdaki bölümlerde herbir arbitraj amaçlı açığa satış türü detaylı olarak açıklanacaktır.

##### **IV.2.1. Farklı Piyasalar Arasında Yapılan Açığa Satışlar**

Açığa satışın bu biçimi arbitraj amaçlı açığa satışların en kolay ve sade türüdür. Bu yöntemde herhangi bir menkul kıymet birden fazla piyasada işlem görmektedir. Söz konusu piyasalarda işlem gören menkul kıymetin fiyatında bazı



nedenlerden ötürü farklılıklar oluşabilmektedir. Bu farklılıklar açığa satış yöntemi kullanılmak suretiyle yatırımcıya kazanç elde etme imkanı vermektedir.

Örneğin (X) hisse senedinin iki ayrı piyasada işlem gördüğünü düşünelim. Sözelimi bunlardan birisi (A) diğeri de (B) Borsası olsun. (X) hisse senedi A'da 1.750.000 TL., (B)'de ise 1.775.000 TL. karşılığına denk gelen bir fiyat düzeyinde işlem görmekte ise bunu fark eden herhangi bir yatırımcı derhal (B)'de satış (A)'da ise alım yapacaktır. Söz konusu işlemlerden ötürü yatırımcı hiçbir para ödmeden (komisyonlar dikkate alınmadığında) her bir hisse senedi için 25.000 TL. kazanç elde edecektir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta yatırımcının (B)'de yaptığı satış işleminin açığa satış olmasıdır. Örneğimizdeki yatırımcı her iki piyasadaki fiyatlar eşitleninceye değin aynı işlemleri yapacaktır. Dikkat edilirse bu örnekteki yatırımcının durumunun kar amaçlı eksik korunma yönteminde açıklanan yatırımcının durumuna benzediği anlaşılacaktır. Buradaki yatırımcının yapmış olduğu açığa satışın fiyatı diğeri piyasadaki satın almış olduğu hisse senedinin fiyatından yüksek olduğundan ötürü her zaman kar elde etme imkanına sahip olmaktadır. Örneğin yurtdışında (özellikle Almanya'da) işlem gören Türk hisse senetleri bazı yatırımcılar tarafından takip edilmekte, döviz kuru hareketleri ya da piyasalar arasındaki fiyat farklılıkları önemli büyüklüğe ulaştığında yurtdışından satın alınıp İMKB'de satılmaktadır.

Arbitrajın piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarını azaltıcı etkisi bulunmaktadır ve bu tür işlemler fiyatlar eşitlenene kadar devam etmektedir.

#### **IV.2.2. Değıştirilebilir Menkul Kıymetler Arasında Arbitraj Amaçlı Açığa Satışlar**

Bu türdeki arbitraj amacıyla gerçekleştirilen açığa satış işlemleri hisse senetleri ile hisse senetleriyle değıştirilebilir tahviller arasında yapılmaktadır. Örneğin (X) şirketi %50 oranında faiz veren hisse senedi ile değıştirilebilir tahvil (bundan böyle tahvil olarak adlandırılacaktır.) ihraç etmiştir. Bu şirketin piyasadaki hisse senetlerinin fiyatının ise 2.000 TL. olduğunu düşünelim. Ayrıca dönüştürme oranının 500 olduğunu varsayarsak bu durumda her bir tahvil için 500 adet hisse senedi verilmesi durumunda değışim gerçekleşmektedir. Böyle bir hipotetik durumda yatırımcı için denge söz konusudur. Buna karşılık tahvil ve hisse senetlerinin

fiyatında bir değişme olduğunu düşünürsek arbitraj amaçlı açığa satış imkanının doğduğunu söyleyebiliriz. Örneğin tahvilin piyasa fiyatının 1.250.000 TL.'ye yükseldiğini buna karşılık hisse senedinin fiyatının ise 3.000 TL.'ye çıktığını varsayalım. Böyle bir durumda yatırımcı hemen tahvilde uzun pozisyona girecek, hisse senetlerinde ise 500 adet açığa satış yapacaktır. Yatırımcının hisse senetlerini açığa satmasından elde edeceği hasılat tutarı 1.500.000 TL. olarak gerçekleşecek bunun karşılığında ise tahvile ödediği tutar 1.250.000 TL. olduğundan ötürü net kazancı 250.000 TL. olarak gerçekleşecektir. Yatırımcının net kazancının arkasında yatan mantık ise 1.250.000 TL. ödeyerek satın aldığı tahvile karşılık dönüştürme oranının 500 olmasından ötürü bir hisse senedinin maliyetinin aslında yatırımcıya 2.500 TL.'ye denk gelmesidir. Yatırımcının açığa satış işlemi yapması karşılığında aslında herbir hisseden 500 TL. tutarında kar elde etmesi fırsatı oluşmuştur. Bu örnekten de anlaşılacağı üzere yatırımcı arbitraj amaçlı açığa satış yaparak herhangi bir maliyete katlanmadan (alım satım komisyonları dikkate alınmamıştır.) kazanç elde etme fırsatı bulmuştur. Bu yatırım tekniğinde de yatırımcının sahip olmadığı hisse senetlerini satmasından ötürü yatırım stratejisi açığa satışa dayanmaktadır. Son olarak yatırımcının hisse senedine dönüştürülebilir tahvil satın aldığını ve söz konusu tahvilleri açığa satmış olduğu hisse senetlerinin takasında kullanacağını dolayısıyla yatırımcı tarafından herhangi bir ödünç alma işlemi gerçekleştirmeyeceği belirtilmelidir.

Yukarıdaki açıklamalara ek olarak, finansal piyasalarda bu şekilde arbitraj imkanları çok nadiren meydana gelmektedir. Böyle bir imkan bulunsa bile sofistike donanımlara sahip olan işlemciler (trader) tarafından bu farklılıklar hızla sıfırlanmaktadır.

#### **IV.2.3. Risk Arbitrajı Şeklinde Yapılan Açığa Satışlar**

Arbitraj amaçlı olarak yapılan açığa satış işlemlerinin diğer iki çeşidinde kayıp olasılığı bulunmamakta iken risk arbitrajında yatırımcının açığa satış işleminden kayba maruz kalma olasılığı bulunmaktadır. Buna karşılık, bazı durumlarda risk arbitrajı yönteminin kullanılması sonucunda yatırımcı piyasadaki gelişmeleri lehine çevirebilmektedir. Bu tür arbitraj çeşidinde de açığa satış belirgin rol oynamaktadır (Walker.1991:61).

Risk arbitrajı piyasadaki iki ayrı hisse senedi arasında herhangi bir sebepten ötürü bir ilişki meydana geldiğinde gerçekleştirilmektedir. Örneğin (X) şirketinin (Y) şirketinin hisselerini satın alacağını açıkladığını varsayalım. Söz konusu birleşmenin koşullarına göre (X) şirketi (Y) şirketinin hisse senedinden elinde bulunduranlara (Y) şirketinin iki adet hissesi karşılığında kendi şirketinin bir adet hissesini vereceğini ifade etmiştir. (X) ve (Y) şirketlerinin piyasa fiyatlarının sırasıyla 5.000 ve 2.250 TL. olduğunu varsayarsak bu durumda yatırımcı için arbitraj imkanı doğmuş olmaktadır. Örneğimizde belirlenen şartlar çerçevesinde, yatırımcı (Y) şirketinin hisse senetlerinde uzun pozisyon buna karşılık (X) şirketinin hisselerinde kısa pozisyon alacak bir başka deyişle (X) şirketinin hisselerini açığa satacaktır. Yatırımcının (Y) hisselerinden 2 adet satın aldığını, (X) hisselerinden ise bir adet açığa sattığını varsayarsak bu işlemlerden ötürü satın aldığı (Y) hisselerinin tutarı olan 4.500 TL. ödemede bulunacak, açığa satış yaptığı (X) hisselerinden ise 5.000 TL. hasılat elde edecektir. Yatırımcı daha sonra satın aldığı iki adet (Y) hissesini (X) şirketine verecek ve bunun karşılığında (X) şirketinin yapmış olduğu açıklama çerçevesinde bir adet (X) hissesi elde edecektir. Yatırımcının bundan sonra yapacağı işlem açığa sattığı (X) hisselerindeki pozisyonunu kapatmak olacaktır. Yatırımcı yukarıda anlatılan işlemlerden ötürü net 500 TL. kar elde etmiştir (komisyon ve diğer masraflar dikkate alınmamıştır).

Bununla birlikte birkaç hafta sonra söz konusu anlaşmanın bazı nedenlerden ötürü iptal edildiğini düşünelim (iptal nedenleri arasında örnek olarak Rekabet Kanunu hükümleri verilebilir). Bu durumda, (Y) hisselerinin değerinin 2.250 TL.'den 1.750 TL.'ye kadar gerilediğini, (X) hisselerinin fiyatında ise herhangi bir değişimin gerçekleşmediğini varsayarsak yatırımcının satın almış olduğu (Y) hisselerinden ötürü 500 TL. zararının oluştuğu, (X) hisselerinde ise herhangi bir değişim olmadığından ötürü yapmış olduğu açığa satış işleminden zarar etmediği veya kar elde edemediği, dolayısıyla yatırımcının toplam 500 TL net zarara maruz kaldığı anlaşılmaktadır. Bununla birlikte böyle bir gelişmenin olmadığı düşünüldüğünde, risk arbitrajı yapılmak suretiyle gerçekleştirilen açığa satış işleminin yatırımcı açısından kazançlı olduğu anlaşılmaktadır. Buna karşılık risk arbitrajı yapılmak suretiyle açığa satış yapan herhangi bir yatırımcının pozisyonunun

diğer örneklerde görüldüğü üzere her zaman kesin olarak kazançla kapatılacağı olasılığı bulunmamaktadır.

### **IV.3. Açığa Satışın Diğer Nedenleri**

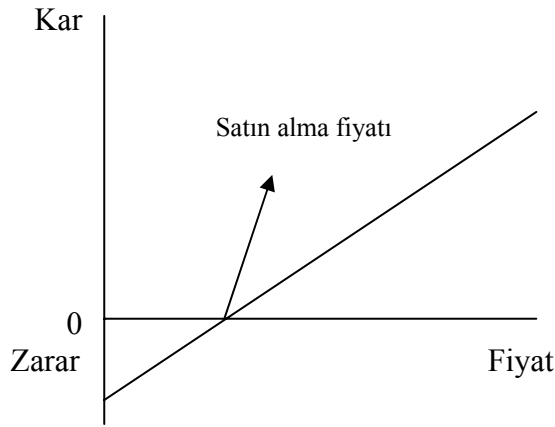
Çalışmanın önceki bölümlerinde de ifade edildiği üzere yatırımcıların açığa satış işlemleri yapmalarının arkasında yatan en önemli nedenler, fiyat düşüşlerinden yararlanmak amacıyla yapılan spekülatif nitelikteki açığa satış işlemleri ile riskten korunma amaçlı olarak yapılan açığa satış işlemleriydi. Bununla birlikte piyasalarda açığa satış yapılmasının diğer bir nedeni de arbitraj imkanlarının değerlendirilmesi amacıydı. Buna karşılık şimdiye kadar inceleme kapsamına alınmış olan tüm açığa satış işlemlerinde ortak nokta yatırımcının açığa satmış olduğu hisse senetlerine sahip olmamasıdır. Diğer bir deyişle yatırımcının çıplak açığa satış yaptığı varsayılmıştır. Buna karşılık, açığa satışın türleri kısmında da açıklandığı üzere, açığa satışın hesaba rağmen açığa satış (short sale against the box) şeklinde, yatırımcının açığa sattığı menkul kıymetlere sahip olmasına rağmen takas yükümlülüğünü ödünç aldığı menkul kıymetlerle yerine getirmesi söz konusudur. Bunun nedenleri ise yatırımcının geçici nitelikte olacağına inandığı piyasa düşüşlerine karşı kendini korumak istemesi ama aynı zamanda uzun pozisyonunu da bozmamak istemesidir. Ayrıca ilgili kısımda da açıklandığı üzere vergi yükümlülüğünü bir sonraki döneme kaydırmak amacını da taşımaktadır.

Açığa satışın uygulama alanı bulunduğu diğer bir durum ise aracı kurumların çeşitli nedenlerden ötürü açığa satış yapmalarının kendileri açısından daha kazançlı olacağını düşünmeleridir (Walker.1991:52). Sözelimi, (A) aracı kurumunun büyük ve kurumsal bir müşterisinin 20.000 lot (X) hissesinden satın almak istediğini varsayalım. Söz konusu alım işleminden aracı kurum yüksek tutarda komisyon geliri elde edecektir. Buna karşılık (X) hissesinden kurumsal yatırımcının istediği fiyattan sadece 17.000 lot mevcut olduğunu düşünürsek aracı kurumun söz konusu büyük müşterisinin talebini yerine getirememelik yapmak yerine geriye kalan 3.000 lotluk (X) hissesini müşterisine açığa satış yapmak suretiyle sağlayacaktır. Böyle bir durumda aracı kurum açığa satış yapmakla müşterisinden yüklü bir komisyon geliri elde etmiştir. Aracı kurumun hisse senedindeki fiyat yükselmelerinden

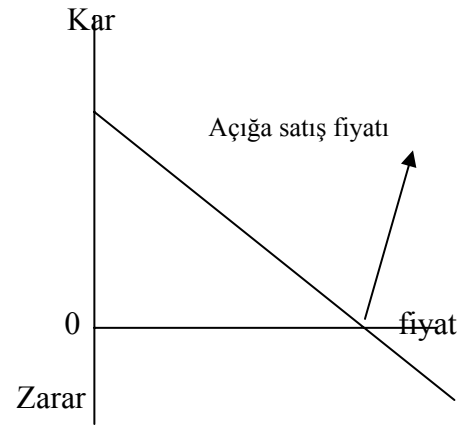
kayanaklanabilecek riskleri bulunsa da aracı kurum bu risklerden çeşitli korunma (hedging) yöntemleri ile sakınabilmektedir.

## V. Açığa Satış İşlemlerinden Kaynaklanan Riskler ve Korunma Yöntemleri

Normal şartlarda yapılan yatırımda (uzun pozisyon) yatırımcı satın almış olduğu menkul kıymetlerin fiyatının artmasını beklemektedir. Uzun pozisyonda olduğu menkul kıymetlerin fiyatları arttıkça elde edeceği kazancı da artmaktadır. Buna karşılık açığa satış yapan bir yatırımcı için durum tam tersidir. Aşağıdaki şekillerde her iki pozisyon için kar/zarar eğrileri verilmektedir (Francis.1991:211).



GRAFİK 11



GRAFİK 12

Grafik 11 uzun pozisyonda olan bir yatırımcının kar zarar eğrisini göstermektedir. Eğri pozitif eğimlidir, bir başka deyişle fiyat attıkça yatırımcının karı artmaktadır. Dikkat edilecek olursa, yatırımcının zarar riskinin bir limiti vardır. Şekilde bu nokta eğrinin kar zarar eksenini kestiği nokta olmaktadır.

Grafik 12 ise kısa pozisyonu olan bir yatırımcının durumunu göstermektedir. Hemen anlaşılacağı üzere eğri negatif eğimlidir ve fiyat attıkça yatırımcı bir zarara maruz kalmaktadır. Şekildeki en önemli husus açığa satış yapacak olan yatırımcının karının bir limitinin bulunmasına karşılık zararında herhangi bir sınırın bulunmamasıdır.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde açığa satış yapan herhangi bir yatırımcının yapmış olduğu yatırımda teorik olarak sınırsız riske maruz kalmaktadır.

Buna karşılık, açığa satış yapan yatırımcılar söz konusu risklerini sınırlandırabilmekte, bazı durumlarda sıfırlayabilmektedirler (alım satım komisyonları dışarıda tutulmaktadır). Bunun çeşitli yolları olmakla birlikte en önemlisi opsiyonların (options) kullanılmasıdır.

### **V.1. Hisse Senedi Satın Alma Opsiyonları Yoluyla Riskin Sınırlandırılması**

Bilindiği üzere, opsiyonlar sahibine bir menkul kıymeti daha önceden belirlenmiş bir fiyattan satın alma veya satma hakkını veren sözleşmelerdir. Tanımdan da anlaşılacağı üzere, opsiyon sözleşmelerinde sözleşmenin yerine getirileceğine dair herhangi bir zorunluluk bulunmamakta buna karşılık bir risk primi ödemesi zorunluluğu bulunmaktadır. Diğer bir deyişle opsiyon sözleşmesi satın alan herhangi bir yatırımcı bu opsiyonunun gereklerini yerine getirecek olan tarafa sözleşmedeki satın alma veya satma hakkını kullanmasa da sözleşmede belirlenen şartlar çerçevesinde bir tutarı ödemekle yükümlüdür. Bu tutar opsiyon sözleşmelerindeki maksimum riski oluşturmaktadır. Opsiyonlar satın alma ve satma opsiyonları olarak ikiye ayrılmaktadır.

Herhangi bir hisse senedinde açığa satış yapmış olan bir yatırımcı bu hisse senedinin fiyatının düşmesi beklentisi içindedir. Buna karşılık fiyatının yükselmesi olasılığına karşın yapabileceği en iyi korunma metodu söz konusu hisse senedinde satın alma opsiyonu sözleşmesi satın almak olacaktır (Francis.1991:678).

Örnek olarak herhangi bir yatırımcının (A) hisse senedinden 5.000 TL.'den 100 lot açığa satış yaptığını varsayalım. Yatırımcı (A) hisse senedinde düşüş olursa kazanç elde edecektir. Bununla birlikte örneğimizde yatırımcının bir satın alma opsiyon sözleşmesi aldığını ve sözleşmenin şartlarında kendisine, (A) hissesinden üç ay içinde 5.000 TL.'den 100 lot satın alma hakkı verildiğini ve bu satın alma hakkının maliyetinin sözleşmenin değerinin %3'ü tutarında olduğunu varsayalım. Bu durumda yatırımcının açığa satıştan kazanmış olduğu hasılat 500.000.000 TL.'dir. Satın alma opsiyonu sözleşmesi satın almasından dolayı katlanmak zorunda olduğu maliyet sözleşmenin %3'ü olduğundan ötürü 15.000.000 TL.'dir. Şimdi fiyatlar hakkındaki her iki olasılığı inceleyecek olursak;

1. (A) hisse senetlerinin fiyatının yatırımcının beklentileri doğrultusunda 4.500 TL.'ye gerilediğini varsayalım. Yatırımcı bu hisselerden satın almak suretiyle

pozisyonunu kapatacak, dolayısıyla açığa satış işleminden elde ettiği kazancı 50.000.000 TL. olacak, bununla birlikte satın alma opsiyonunu fiyat düşüşü olduğundan dolayı kullanmayacak ama bu sözleşmeyi yapmasından ötürü katlanması gereken 15.000.000 TL.'lik maliyeti olacaktır. Sonuçta yatırımcı net olarak 35.000.000 TL. kazanç elde edecektir.

2. (A) hisse senetlerinin fiyatının yatırımcının beklentilerinin aksine yükseldiğini ve fiyatının 5.750 TL.'ye çıktığını varsayalım. Bu durumda yatırımcının yapmış olduğu açığa satış işleminden olan zararı 75.000.000 TL. tutarında olacaktır. Buna karşılık, yatırımcının satın alma opsiyon sözleşmesinden dolayı (A) hisse senetlerini 5.000 TL.'den satın alma opsiyonu bulunmaktadır. Piyasa fiyatının opsiyon fiyatının üstünde olmasından ötürü yatırımcı bu opsiyonunu kullanacaktır. Dolayısıyla yatırımcının 75.000.000 TL. kazancı olacaktır. Dolayısıyla kazancı ve kaybı birbirini sıfırlamaktadır. Yatırımcının net zararı satın alma sözleşmesinden dolayı ödeyeceği komisyon maliyeti olan 15.000.000 TL. olacaktır.

Görüleceği üzere teorik olarak zararın fiyatlar yükseldikçe artması riski bulunan açığa satış işlemlerinde satın alma opsiyonunun kullanılması zararı sadece işlem maliyeti ve sözleşmeden doğan komisyon gideri ile sınırlı tutmaktadır. Beklentileri gerçekleşmeyen yatırımcı için fiyatların yükselmesi ile katlanmak zorunda olduğu zarar satın alma opsiyonu sözleşmesi ile fiyatların yükselmesi ile paralel yönde gelişen kar ile dengelenmektedir. Bir başka deyiş ile yatırımcı fiyat yükselmesiyle maruz kaldığı zararının aynı tutarını satın alma opsiyonu ile telafi etmektedir.

Satın alma opsiyonları açığa satış işlemleri yapan yatırımcılar için bir nevi sigorta fonksiyonunu üstlenmiştir.

## **V.2. Diğer Risk Sınırlandırma Yöntemleri**

Açığa satış işlemlerinden doğan sınırsız riskten korunmanın diğer bir yöntemi finansal bir teknik kullanmaktan ziyade yatırımcının kendi öznel kriterleri ve seçimleri çerçevesinde hareket etmek suretiyle zararını bir seviyeden sonra durdurması kararını vermesidir. Finans teorisinde söz konusu durum zararı durdurma emri (stop loss order) olarak adlandırılmaktadır. Adından da anlaşılacağı üzere yatırımcı açığa satış işlemi yapmasından sonraki aşamada öngörülerinin

gerçekleşmediğini anlaması durumunda daha önceden belirlemiş olduğu herhangi bir fiyat seviyesinde kısa pozisyonunu kapatma yoluna gidebilecektir. Ayrıca, bu tür emirler elde edilen kazancın düzeyini koruma amaçlı olarak da kullanılabilir. Örneğin 5.000 TL.'den açığa satış işlemi yapmış olan bir yatırımcının hisse senedinin 4.500 TL.'ye kadar gerilediğini varsayalım. Yatırımcının beklentisinin fiyatın %20 oranında düşeceği olmasına rağmen yatırımcının %10'luk kazanç ile pozisyonunu kapatabilmektedir.

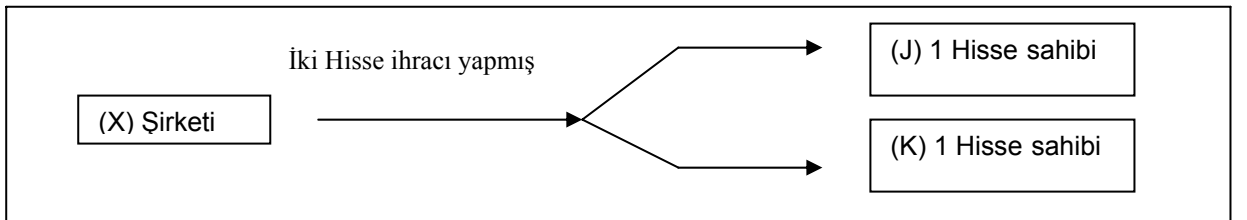
Anlaşılacağı üzere bu tür risk sınırlandırma yöntemi bir teknik olmaktan ziyade öznel görüşleri yansıtmaktan öteye gidememektedir.

## VI. Açığa Satış İşlemlerinin Ekonomik Etkileri

Açığa satış işlemlerinin ekonomik olarak en önemli etkisi piyasadaki arzı artırmasıdır. Bununla birlikte bir diğer etkisi açığa satış yapılan piyasadaki likiditenin bir başka deyişle alım satım hacminin yükseltmesidir ki likiditenin piyasalardaki önemi açıktır. Ayrıca açığa satış işlemleri yapılmak suretiyle fiyat etkinliği de sağlanmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde açığa satış işlemlerinin piyasalara olan etkileri üzerinde durulacaktır.

### VI.1. Açığa Satış İşlemlerinin Arzı Artırması

Açığa satış işlemlerinin en önemli özelliği, herhangi bir şirket tarafından ihraç edilmiş ve dolaşımda olan hisse senetlerinin sayısını arttırmasıdır. Bunun nasıl işlediği aşağıdaki örnekte verilmektedir (Apfel.2001:9).

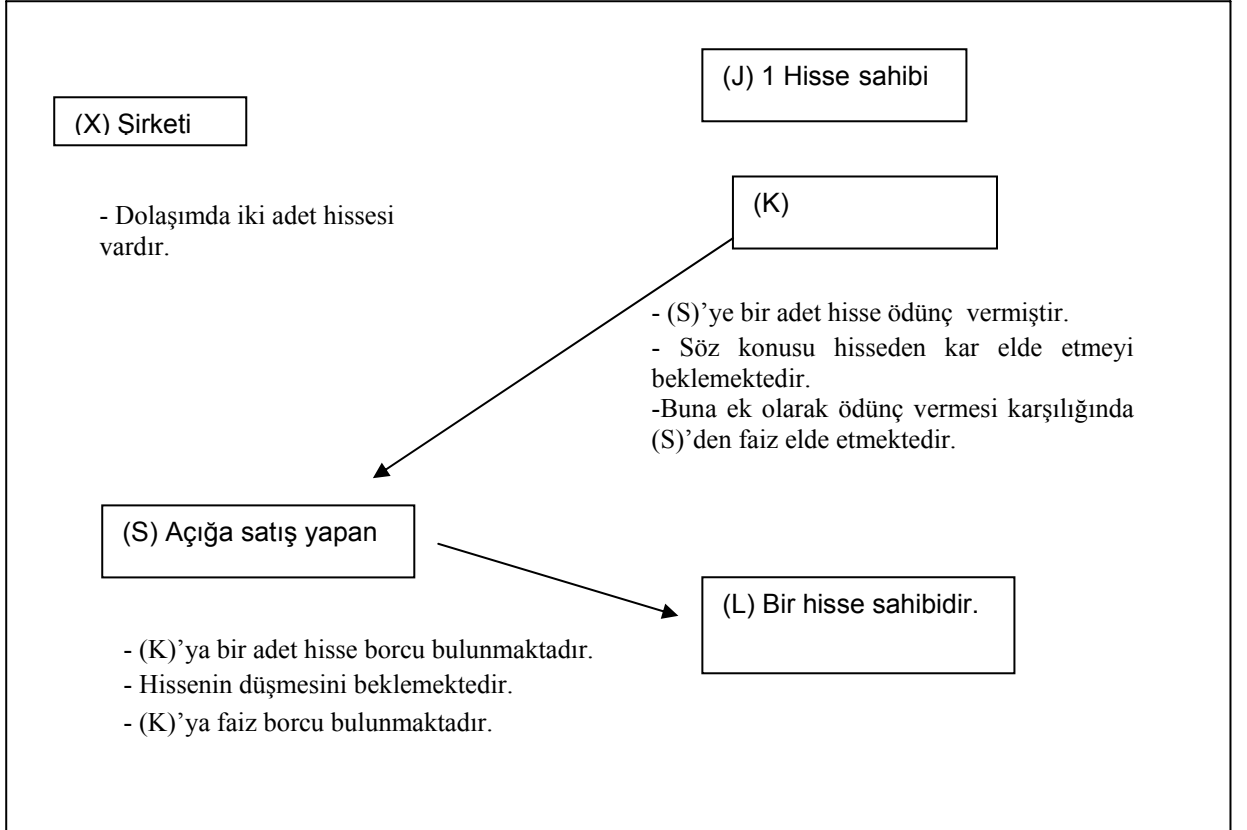


ŞEKİL 2: Açığa Satış Öncesi Durum

Şekil 2 kısaca açığa satış öncesindeki durumu resmetmektedir. Buna göre (X) şirketinin iki adet hisse senedi ihraç ettiği ve bu senetleri (J) ve (K) isimli



şahısların satın aldığı varsayılmıştır. Kayıtlarda bu iki şahsın isimleri bulunmaktadır. Bir sonraki şekilde ise açığa satışın gerçekleşmesinden sonraki durumu anlatmaktadır (Apfel.2001:9).



ŞEKİL:3 Açığa satış sonrası durum

Şekil 3'de ise açığa satış sonrası durum verilmiştir. Şekilden de anlaşılacağı üzere, açığa satış yapan kişi olan (S) (K)'dan bir hisse ödünç almakta ve bunu (L)'ye satmaktadır. Burada dikkat edilecek olan husus, ödünç alınan hisselerin üçüncü bir tarafa satılmış olmasının normal şartlarda iki hisse sahibi olan şahısların sayısını üçe çıkarmasıdır. Aslında tek bir hisse bulunmasına karşılık bu hisse senedi iki şahıs tarafından sahip olunmaktadır.

Görüldüğü üzere (X) şirketi aslında iki adet hisse senedi ihraç etmiş olmasına rağmen açığa satış işlemi yapılmasından sonra hisse senedi sahibi sayısı bir artmıştır. Bir diğer deyişle hisse senedi arzı açığa satış pozisyonunun açıldığı tarihten kapatıldığı tarihe kadar yapay olarak artmıştır.

## VI.2. Açığa Satış İşlemlerinin Likidite Sağlaması

Açığa satış işlemlerinin piyasalardaki en önemli etkisi likidite sağlamasıdır. Bilindiği üzere, normal şartlarda herhangi bir yatırımcı uzun pozisyon açıp satın almış olduğu menkul kıymetlerin fiyatlarında yükselme bekleyecek ve daha sonra pozisyonunu kapatacaktır. Buna karşılık açığa satış işlemleri ile piyasalardaki yatırımcılara fiyatların düşmesi beklentisi mevcutken de yatırım yapma imkanı verilmektedir. Dolayısıyla piyasadaki her iki fiyat hareketi olasılığı karşısında uzun ve kısa pozisyonlar açılmak suretiyle işlem hacminin artmasına imkan sağlanmış olmaktadır. Ayrıca fiyatlarda düşme beklentilerinin bulunduğu herhangi bir piyasada düşüş yönündeki beklentilerin tersine dönmesi ile birlikte açığa satış işlemi gerçekleştirmiş olan yatırımcıların kısa pozisyonlarını kapatmaları da işlem hacmini artırmaktadır. Bununla birlikte evvelce de belirtildiği üzere açığa satış işlemleri sadece spekülatif amaçlı yapılmamakta, korunma ve arbitraj amaçlı olarak da kullanılmaktadır. Söz konusu kullanım alanları piyasadaki işlem hacminin artmasına olanak sağlamaktadır.

## VI.3. Açığa Satış İşlemlerinin Fiyat Etkinliğini Artırması

Açığa satış işlemleri piyasalardaki fiyat etkinliğini de artırmaktadır. Bilindiği üzere, bir hisse senedinin değeri en basit olarak gelecekte sağladığı nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle elde edilmektedir. Buna göre herhangi bir hisse senedinin değeri;

$$BD: V_{IT} : \frac{\text{Nakit Akım}_1}{(1+k)^1} + \frac{\text{Nakit Akım}_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{\text{Nakit Akım}_N}{(1+k)^N}$$

Yukarıdaki formül genel olarak en basit anlatımıyla bir hisse senedinin değerini belirlemektedir. Hisse senedinin değerine karar verilmesiyle birlikte yatırımcı hisse senedinin piyasa fiyatını bulduğu değer ile karşılaştıracak ve yatırım kararını verecektir.

Hisse senedinin piyasa değerinin  $P_{IT}$  olduğunu kabul edelim. Yatırımcının hisse senedinin ekonomik değerini yukarıdaki şekilde belirledikten sonra önünde üç ayrı seçenek olacaktır. Buna göre;

- A)  $P_{IT} < V_{IT}$  Satın al  
B)  $P_{IT} = V_{IT}$  İşlem yapma  
C)  $P_{IT} > V_{IT}$  Sat veya açığa sat

A seçeneği, piyasada oluşmuş olan fiyatların hisse senedinin gerçek değerini yansıtmadığını, bir diğer deyişle fiyatlarının düşük olduğunu dolayısıyla satın almak gerektiğini, B seçeneği fiyatların doğru belirlendiğini, herhangi bir değişme olmayacağını dolayısıyla alım ya da satım yapılmamasını, C seçeneği ise fiyatların aşırı değerli olduğunu, gelecekte muhtemelen gerçek değerine geleceğini dolayısıyla satış veya açığa satış yapılmasının zorunlu olduğunu ifade etmektedir.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde bir hisse senedinin ekonomik değeri (fiyatı) ile piyasa fiyatının eşit olması durumunda fiyat etkinliğinin sağlandığı kabul edilmektedir. Diğer durumlarda fiyatlar tam etkin değildir. Açığa satış fiyat etkinliğini bir hisse senedinin piyasa fiyatının o hisse senedinin ekonomik fiyatından bir başka deyişle olması gereken fiyatından yüksek olduğu durumlarda söz konusu hisse senedinin satılması yönünde bir baskı oluşturmak ve fiyatını düşürmek suretiyle gerçekleştirmektedir. Açığa satış hacminin artması ile birlikte, söz konusu hisse senedinin fiyatının olması gerekenden fazla olduğunun veya söz konusu şirketin mali sıkıntıda<sup>2</sup> olduğunun düşünüldüğü anlaşılmakta ve bu diğer yatırımcılar için bir çeşit sinyal özelliği taşımaktadır. Ayrıca, açığa satış işlemleri yapılmasından bir süre sonra yatırımcıların hisse senedindeki kısa pozisyonlarını kapatmaları da hisse senedi fiyatının gerçek değerinden düşük olduğu, bir diğer deyişle düşüş trendinin sona erdiği şeklinde algılanacak ve bu sefer yukarı doğru bir hareket yaşanacak, fiyatlar tam etkin düzeye gelecektir. Özetle, açığa satış işlemleri piyasaya herhangi bir hisse hakkında bilgi sağlamakta ve piyasadaki fiyatların normal düzeylerine gelmesine yani fiyat etkinliğinin sağlanmasına katkıda bulunmaktadır.

---

<sup>2</sup> Hisse Senedi Piyasalarında Açığa Satışın Teorik Temelleri bölümüne bakınız.

#### **VI.4. Diğer etkileri**

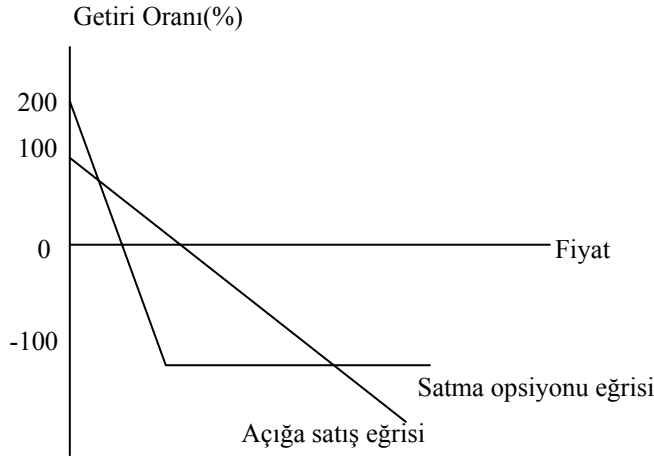
Açığa satış işleminin yapılabilmesi açığa satış yapanların diğer yatırımcılardan ödünç menkul kıymet alabilmeleriyle mümkündür. Açığa satış yapanlar piyasadaki uzun pozisyonda olan yatırımcılardan ödünç menkul kıymet almaktadır. Bu noktada uzun pozisyonları olanlar mevcut pozisyonlarını bozmaksızın açığa satış işlemi gerçekleştiren yatırımcılara menkul kıymetlerini ödünç vermektedirler ve bunun karşılığında bir faiz geliri elde etmektedirler. Bu durum piyasada kazanç çeşitliliği oluşturmakta ve uzun vadeli hisse talebini olumlu etkilemektedir.

#### **VII. Açığa Satış İşlemleri Hakkındaki Aleyhte Görüşler**

Açığa satış işlemlerinin piyasalara çok olumlu etkileri bulunmasına karşılık, aleyhinde sayılabilecek birçok olumsuz görüş mevcuttur. Açığa satış işlemlerinin piyasadaki mevcut düşüşü hızlandırması ve manipülasyon amaçlı kullanılabilmesi ile açığa satış işlemlerinin satma opsiyonu tekniği ile ikame edilebilirliği ve bunun yatırımcının maruz kaldığı riski sınırlandırması kanımızca daha önemli bulunduğundan ötürü üzerinde daha fazla durulmuş ve bu durumlarda mevcut çözüm önerileri incelenmiştir.

##### **VII.1. Açığa Satış İşlemlerinin Satma Opsiyonu ile İkame Edilebilirliği**

Daha önce de ifade edildiği üzere, satma opsiyonu yatırımcıya herhangi bir menkul kıymeti önceden belirlenmiş bir fiyattan satma imkanı vermesidir. Literatürde satma opsiyonlarının açığa satış işlemine oranla daha risksiz olduğu ifade edilmektedir (Francis.1991: 412) Bunun arkasında yatan mantık aşağıdaki grafikte verilmiştir.



GRAFİK 13

Grafik 13'den de anlaşılacağı üzere, açığa satış yapan bir yatırımcının ilgili menkul kıymetin fiyatının teorik olarak sonsuza kadar yükselebileceğinden hareketle sınırsız riski bulunmaktadır. Buna karşılık, satma opsiyonu alan bir yatırımcı fiyatların yükselmesi durumunda opsiyonu kullanmayacaktır. Dolayısıyla opsiyon satın alan bir yatırımcının riski opsiyon için ödemek zorunda olduğu risk primi ile sınırlıdır.

Satma opsiyonunun riskin sınırlı olmasına rağmen bu özelliği ile açığa satış işlemleri karşısında her zaman tercih nedeni olmamaktadır. Bunun en önemli nedeni opsiyonların belli bir tarih aralığı ile sınırlandırılmalarıdır. Yatırımcı beklentilerinde haklı olsa bile belli bir tarihe kadar opsiyonu kullanması gerektiğinden ötürü beklentilerinin biraz daha geç gerçekleşmesi durumunda opsiyon sözleşmesi yatırımcıya herhangi bir getiri sağlamayacaktır. Buna karşılık açığa satış işlemi yapmış olan bir yatırımcı beklentilerinin gerçekleşmesine kadar pozisyonunu kapatmama şansına sahiptir. Dolayısıyla beklentilerinin gerçekleşeceği yönünde kuvvetli argümanları olan bir yatırımcının açığa satış işlemi yapması satma opsiyonu sözleşmesinde bir prim ödeyeceği de dikkate alınarak tercih edilebilir olmaktadır.

## VII.2. Açığa Satış İşlemlerinin Piyasadaki Düşüş Trendini Hızlandırması

Açığa satış işlemlerinin en önemli nedeninin piyasada düşüş beklentisinden kazanç elde etmek olduğu belirtilmişti. Piyasanın düşme trendinde olması ve beklentilerin fiyatların bu yönde devam edeceği yönünde oluşması sonucunda açığa satış işlemleri yapılması ile birlikte bu tür işlemlerin piyasada oluşturduğu arz

baskısının fiyatların düşüş ivmesini hızlandıracağına dair bazı endişeler oluşmasına neden olmuştur. Buna ek olarak açığa satış işlemlerinin bu özelliği piyasanın manipüle edilmesinde de önemli bir araç olabilmektedir. Böyle bir durumda açığa satış işlemleri herhangi bir menkul kıymetin piyasa fiyatını yapay olarak düşürmek ve daha sonra pozisyonunu kapatarak haksız kazanç sağlamak amacıyla yöneliktir. Ayrıca açığa satış işlemleri piyasada asılsız söylentiler yaymak suretiyle herhangi bir menkul kıymetin fiyatını aşağıya çekmek içinde kullanılabilir. Bu durumda diğer yatırımcılar söz konusu menkul kıymeti satmaya çalışacak ve açığa satış işlemi yapanlar pozisyonlarını kapatıp haksız kazanç sağlayabileceklerdir.

Açığa satış işlemlerinin yukarıda belirtilen bu özelliği açığa satış işlemleri yapmak isteyen yatırımcıların aşağı doğru hareket etmekte olan bir piyasada açığa satış işlemi yapmalarının yasaklanmasıyla giderilmeye çalışılmıştır. Bir başka deyişle açığa satış yapmak isteyen herhangi bir yatırımcı açığa satış işlemini piyasada oluşmuş fiyattan daha yüksek bir fiyat üzerinden gerçekleştirebilmektedir. Bu kurala yukarı fiyat kuralı denilmektedir (up-tick rule). Buna ek olarak eğer piyasada oluşmuş son iki fiyat arasında eşitlik varsa açığa satış ancak bu fiyatlardan önceki fiyatın bu son iki fiyattan daha düşük olması halinde gerçekleşebilmektedir. Bu kuralın adı sıfır artı kuralıdır (zero plus tick). Örnek verilecek olursa son dört seanstaki kapanış fiyatları 5.000, 5.250, 5.000 ve yine 5.000 TL. olarak gerçekleşmiş olan bir hisse senedinin açığa satışı 5.000 TL.'den yapılamayacak buna karşılık fiyatların 5.000, 4.750, 5.000 ve yine 5.000 TL. olarak gerçekleşmesi durumunda açığa satış 5.000 TL.'den gerçekleşebilecektir.

Yukarıda anlatılan söz konusu kısıtlamaların arkasında yatan mantık hisse senedi fiyatlarının piyasada oluşan arz ve talep hacmi ile belirlenmesinden hareketle açığa satış işlemlerinin arzı artırması ve fiyatları kontrolsüz biçimde düşürmesidir. Kısıtlama açığa satış işlemlerinin açığa satışı yapılacak olan menkul kıymetin piyasada gerçekleşmiş olan en son işlem fiyatından daha yüksek bir fiyattan gerçekleştirilebilmesine dayanmaktadır. Böylece açığa satış işlemi yapanların fiyatları aşağıya çekme baskısı dengelenmeye çalışılmaktadır.

### **VII.3. Açığa Satış İşlemleri ile İlgili Olarak Aleyhteki Diğer Görüşler**

Açığa satış işlemleri ile ilgili olarak öne sürülen diğer olumsuz görüşlerden bir tanesi enflasyonist ortamdır. Genel olarak piyasadaki hisse senedi fiyatlarının yukarı doğru hareket ettiği yönündeki bu görüşe göre açığa satış işlemleri piyasanın tersine doğru bir hareket sayılmaktadır. Herhangi bir şirketin hisselerinin fiyatları yükselmese bile enflasyonist ortam şirketin hisselerinde yükselişe sebep olabilecektir. Dolayısıyla açığa satış işlemlerinden uzun vadede istenilen fayda elde edilemeyecektir.

Açığa satış işlemleri ile ilgili olarak öne sürülen diğer bir olumsuz görüş ise açığa satış darlığıdır (short squeeze). Açığa satış darlığı kısaca hisse senetlerinin fiyatlarının artmaya başlaması ve tüm kısa pozisyonda olan yatırımcıların pozisyonlarını kapatmaya çalışmaları neticesinde fiyatların daha da artması olgusudur. Açığa satış darlığı genel olarak piyasada çıkan bazı haberler neticesinde veya piyasada oldukça fazla kısa pozisyonu bulunan yatırımcıların bulunduğu farkedilmesi halinde diğer işlemcilerin (trader) uzun pozisyona geçmelerinden meydana gelmektedir. Böyle bir durumda çok kısa bir süre içinde oldukça fazla kayba uğrama olasılığı bulunmaktadır.

Diğer bir olumsuz görüş ise açığa satış işlemleri yapabilmek için gerekli olan başlangıç teminatıdır. Söz konusu teminatın açığa satış işlemi yapmak isteyenlere bir alternatif maliyet getirdiği ifade edilmektedir.

Son olarak, açığa satış işlemleri ile ilgili olarak ifade edilen olumsuz bir diğer görüş hisse senetlerinin aşırı değerlendirilmiş olmaları halinde bile ekonomik değerine geri dönmesinin zaman almasıdır. Buna karşılık yatırımcının açığa satış işleminden ötürü yatırmış olduğu teminatın bir alternatif maliyeti bulunmaktadır. Bu görüş çerçevesinde yatırımcının açığa satış işleminden kazanç elde edebilmesi için beklemesi ve alternatif maliyete katlanması gerekmektedir.

### **VIII. Açığa Satış İşlemleriyle İlgili Olarak Gelişmiş Ülke Düzenlemeleri**

Açığa satış işlemleri ilgili olarak en ayrıntılı düzenleme yapmış olan ülke Amerika Birleşik Devletleridir. Securities and Exchange Commission (SEC), New York Stock Exchange (NYSE) ve National Association of Securities Dealers Inc. (NASD) açığa satış işlemleriyle ilgili olarak düzenleme yapmış olan kurumlardır.

Söz konusu kural koyucular genel olarak düşen bir piyasada açığa satış yapılmasını yasaklamışlardır. Buna ek olarak SEC açığa satış yapan yatırımcılar hakkında menkul kıymet halka arzlarında manipülasyon tehlikesine karşılık bazı kısıtlamalar getirmiştir.

1934 Tarihli Menkul Kıymetler Yasası'nın 3b-3 maddesi, açığa satış işlemlerinin tanımını yapmıştır. Buna göre açığa satış sahip olunmayan bir menkul kıymetin satılması veya menkul kıymetin takasının ödünç alınmak suretiyle yerine getirilmesidir. Aynı yasanın 10a-1 maddesi ise yukarı fiyat kuralı (up-tick rule) ile ilgilidir. Buna ek olarak NYSE'de 440B isimli bir kural altında aynı düzenlemeleri yapmıştır. 1934 sayılı Menkul Kıymetler Kanunu'nun 10a-2 maddesi müşterilerinin açığa satış işlemleri yapmaları durumunda aracı kurumların açığa satışı yapılacak olan menkul kıymetlerin ödünç alınabilir veya açığa satışı yapılan menkul kıymetlerin takasının gerçekleştirilebilir olduğu konusunda emin olmaları kuralını getirmektedir.

NASD 3350 Kuralı'nda ise NASD üyelerinin bir hisse senedi için verdikleri en iyi alım teklifinin bir önceki en iyi alım teklifinin fiyatına eşit veya en iyi alım teklifinden daha düşük olması durumunda açığa satış işlemi yapamayacaklarını düzenlemektedir.

Ayrıca 1934 tarihli Menkul Kıymetler Yasası'nda M Kuralı adı altında halka arzlarda açığa satış işlemleri düzenlenmiştir. Buna göre, açığa satış pozisyonunun menkul kıymet ihraçlarına katılmış olan yükleniciden temin edilmek suretiyle kapatılması yasaklanmıştır.

Japon Mali Hizmetler Kurumu (Financial Services Agency of Japan) açığa satış ile ilgili olarak 21.12.2001 tarihinde bazı değişiklikler yapılacağını duyurmuştur. Buna göre yeni düzenlemeyle sıfır artı kuralı (zero plus tick) getirilmiştir. Tayland'da da yukarı fiyat kuralı bulunmaktadır ve aracı kurumların yaptıkları işlemin açığa satış olduklarını belirtmeleri gereklidir. Buna ek olarak, Tayland Borsası herhangi bir menkul kıymetin açığa satış yapılabilecek miktarına sınırlama getirebilmekte ayrıca herhangi bir hisse senedinde yapılan açığa satış işlemlerinin sistem için risk oluşturabileceği düşünülmesi durumunda söz konusu hisse senedinde açığa satış işleminin yapılabilmesi tamamen yasaklanabilmektedir.



Hong Kong'taki düzenlemelerde ise farklı olarak herhangi bir açığa satış işleminde aracı kurumun açığa satış işlemini gerçekleştirmeden önce ödünç verecek olan kişiden söz konusu menkul kıymetleri ödünç verebileceğine dair bir garanti alması gerekmektedir (Menkul Kıymetler Yasası 80B(3)).

Avrupa'daki gelişmiş ülke düzenlemelerine bakıldığında Almanya ve İsveç'te açığa satış işlemleri ile ilgili olarak ayrıntılı düzenlemelerin olmadığı görülmektedir. Örneğin İsveç'te yukarı fiyat kuralı (up-tick rule) uygulanmamaktadır. Açığa satış işlemleri genel düzenlemeler bazında yapılmaktadır. İngiltere'de de yukarı fiyat kuralı bulunmamakla birlikte bu tür bir düzenlemenin yapılması gerektiği tartışılmaktadır (<http://www.fsa.gov.uk/pubs/press/2002/078.html>).

#### **IX. Açığa Satış İşlemlerine İlişkin Mevzuatımızın Değerlendirilmesi ve Öneriler**

Bilindiği üzere açığa satış Seri:V; No:18 Tebliğimizle düzenlenmiştir. Tebliğimizde açığa satış “sahip olunmayan menkul kıymetlerin ödünç alınmak suretiyle satılması” şeklinde tanımlanmıştır. Tebliğimizde yer alan “ödünç alınmak sureti ile” ibaresi ödünç söz konusu olmadığı durumlarda açığa satış yoktur şeklinde sonuca varılmasına neden olmaktadır. Bununla birlikte, ödünç alınma sahip olunmama durumunun doğal bir sonucudur ama açığa satış işleminin gerçekleşmesi için ön şart değildir. Nitekim gün içi alım satımlarda aynı gün pozisyonun kapatılması nedeniyle herhangi bir ödünç ihtiyacı ya da takas yükümlülüğü doğmamaktadır. Bir diğer deyişle gün sonunda net pozisyonun sıfır olacağı durumda, takas yükümlülüğü doğmayacağı için işlemi açığa satış işlemi şeklinde değerlendirmek mümkün olmayacaktır. Buna karşılık gün içi açığa satışlar da açığa satışın tüm sonuçlarını doğurmaktadır. Tebliğimizdeki tanım herhangi bir işlemin açığa satış sayılabilesinin satışı yapılan menkul kıymetlerin takas tarihi itibarıyla hesapta bulunmaması şartına bağlı olduğu sonucunu uyandırmaktadır. Bir başka deyişle açığa satış işleminin yapıldığı an baz alınmamıştır. Oysaki yukarı fiyat (up-tick rule) ve sıfır artı kuralları (zero plus tick) hep işlem anındaki durumla ilgilidir ve mevcut Tebliğimizde de yukarı fiyat kuralı geçerlidir.

Bu çerçevede, yapılan gün içi işlemler piyasa tarafından açığa satış olarak kabul edilmemekte ve işlem yapıldığı sırada ilgili menkul kıymete sahip olmayan kişi gün içinde alım yaparak pozisyonunu kapatmakta ve bu işlemin açığa satış

işlemi olduğunu zorunluluk olmasına rağmen bildirmemektedir. Ayrıca söz konusu tanıtımda “**sahip olunmayan** menkul kıymetlerin satılması” ibaresinin yer almasından ötürü, hesaba rağmen açığa satış (short sale against the box) işleminin dikkate alınmadığı anlaşılmaktadır.

Çalışmanın yapıldığı tarih itibarıyla açığa satış tebliğinde değişiklikler yapılmak üzere bir tebliğ taslağı hazırlanmış ve görüşe sunulmuştur<sup>3</sup>. Söz konusu tebliğ taslağında açığa satışın tanımı değiştirilmektedir. Buna göre, açığa satış işlemi, “*sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılması için emir verilmesi veya bu satışa ilişkin takas yükümlülüğünün ödünç alınan sermaye piyasası araçları ile yerine getirildiği satış işlemidir.*” şeklindedir. Bu tanıma göre açığa satış işlemi yapan herhangi bir yatırımcı, işlemi yaptığı anda menkul kıymete sahip olmaması durumunda işlem açığa satış olarak nitelendirilecektir. Dolayısıyla gün içi alım satım işlemleri dikkate alınmış olmakta ve gün içinde herhangi bir kurala tabi olmaksızın açığa satış yapılmak suretiyle fiyatların aşağı çekilmesinin önü kesilmektedir. Ayrıca, “satışa ilişkin takas yükümlülüğünün ödünç alınmak suretiyle yerine getirilmesi” ibaresinin yer almasıyla hesaba rağmen açığa satış türü de dikkate alınmış olmaktadır.

Tebliğ taslağı ile getirilmesi düşünülen diğer bir değişiklik “*emrin verilmesi sırasında açığa satış işlemi olduğu bildirilmeyen ya da peşin işlem olduğu bildirilen işlemlerde satım emrine konu sermaye piyasası araçlarının tamamının işlem anında müşterinin aracı kurum nezdindeki hesabında bulunmaması durumunda herhangi bir ilave bildirim ihtiyacı duyulmaksızın işlemin açığa satış olduğu kabul edilir. Ancak, müşterinin işlem anında söz konusu sermaye piyasası aracını tevdi edebilecek durumda olduğunu ve satışa konu sermaye piyasası aracını takas tarihine kadar aracı kuruma iletilmesine dair gerekli talimatı verdiğini belgelerle tevsik etmesi halinde işlemin peşin işlem olduğu kabul edilir.*” hükmünün getirilmiş olmasıdır. Söz konusu hüküm çerçevesinde yatırımcının hesabında satmak istediği menkul kıymetin bulunmaması durumunda işlem açığa satış olarak değerlendirilecek buna karşılık örneğin yabancı menşeli yatırımcıların saklama kuruluşları ile aracı kuruluşlarının farklı olduğu durumlarda yatırımcı satış yapmak istediği aracı kuruma hesap ekstresi

---

<sup>3</sup> Çalışma Tebliğ Taslağının aynen kabul edileceğinden hareket etmektedir.

ile birlikte virman talimatını ibraz etmesi gerekecektir. Söz konusu değişiklik kanımızca uygun görölmektedir.

Tebliğ taslağı ile getirilmesi planlanan diğer bir değişiklik “*sermaye piyasası aracı ihraç eden şirketin yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey personeli ve %10 veya daha fazla paya sahip ortakların açığa satış işlemi yapmaları yasaktır*” hükmüdür. Söz konusu hükmün getirilmesi ile şirketin bazı bilgilerine diğer yatırımcılardan daha önce ulaşan kişilerin söz konusu bilgilerini kullanmak suretiyle piyasadan haksız kazanç sağlamalarına engel olmaya çalışılmıştır.

Mevcut Tebliğimizde, Borsa’da gerçekleşen açığa satış işlemlerine ilişkin bilgilerin ilgili Borsa tarafından yayımlanacağı hüküm altına alınmıştır. Tebliğ taslağında bu hükme yer verilmemiştir. Buna karşılık, herhangi bir menkul kıymetin açığa satış işlemlerinin o menkul kıymetin dolaşımdaki hisse senedi miktarına olan oranı piyasa katılımcılarına söz konusu menkul kıymetin fiyatlarıyla ilgili piyasa beklentilerini yansıtacağından mevcut Tebliğimizdeki hükme yeni Tebliğimizde de yer verilmesi uygun olacaktır.

Buna ek olarak halihazırda Takasbank’tan ödünç menkul kıymet işlemi yapmak isteyen herhangi bir yatırımcı Takasbank’a ödünç menkul kıymet işlemi yapmak istediğini bildirmekte ve Takasbank’da ödünç vermek isteyen aracı kurumlara bu talebi iletmektedir. Anlaşılacağı üzere uygulamada aracı kurumların ödünç işlemi yapabilecekleri etkin bir sistem bulunmamakta işlem iki ayrı aşamada yapılmaktadır. Dolayısıyla ödünç menkul kıymet işlemi yapmak isteyen herhangi iki aracı kurum arasında bir ekranının bulunması işlemlerin daha hızlı yapılmasına imkan sağlayacaktır.

Bilindiği üzere, İMKB Başkanlığı’nın 22.03.1995 tarih ve 21 sayılı Genelgesi uyarınca kredili menkul kıymet işlemleri ve açığa satış işlemlerine konu olan menkul kıymet listeleri üçer aylık dönemler itibariyle güncelleştirilen İMKB 100 Endeksi’ne dahil olan hisse senetlerinden oluşmaktadır. Ancak deprem felaketi sonrası, İMKB Yönetim Kurulu 23.08.1999 tarih ve 689 sayılı kararı ile kredili menkul kıymet işlemlerine konu olan menkul kıymet listesini İMKB pazarlarında işlem görme koşulunu sağlayan tüm şirketleri içine alacak şekilde genişletmiştir. Buna karşılık, açığa satış işlemlerine konu olan menkul kıymetler listesi halen İMKB 100 Endeksi’ne dahil olan hisse senetlerinden oluşmaktadır.

Anlaşılacağı üzere söz konusu karar İMKB'nin düşüşünü engellemek üzere alınmış olan bir karardır. Yani uzun pozisyon almak isteyenlerin lehine olarak verilmiş bir karardır. Bu tür bir karar piyasanın işlem hacminin artırılması yönünde politikalar izlendiği dönemlere mahsus bir karar olarak kalması beklenir. Bunun tam tersi yani açığa satış işlemlerine konu olan menkul kıymet listesinin genişletilip kredili menkul kıymet işlemlerine konu olan menkul kıymetleri daraltacak şekilde bir politika yürütmek de olasıdır. Söz konusu politikalar piyasaların denge noktalarından olası sapma durumlarında uygulanabilir politikalarlardır. Dolayısıyla piyasalardaki hareketlerin normale döndüğü dönemlerde iki politika arasında eşitlik bulunmalıdır. Bu anlamda Seri:V; No:18 Tebliğimiz hükümleri kapsamında, İMKB'nin her iki menkul kıymet listesini eşitleyecek şekilde karar almasının Kurulumuz tarafından İMKB'den istenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Özetle, mevcut durumdaki açığa satış düzenlemelerimiz piyasadaki yatırımcıların açığa satış işlemlerinin tümünü kapsar durumda olmamakla birlikte, tebliğ taslağımızla getirilmesi önerilen değişiklikler bu sorunların bazılarında çözüm getirmiştir. Buna karşılık, bazı maddelerinde yapılması gerekli görülen ve yukarıda açıklanan değişikliklerin taslağa eklenmesiyle birlikte piyasadaki açığa satış işlemlerinin daha sağlıklı yürütülebilecektir.

## **SONUÇ**

Sermaye piyasası araçlarına yatırım düşük fiyattan satın alıp yüksek fiyattan satma ilkesine dayanır. Açığa satış işlemleri de bu ilkedden farklı değildir. Açığa satış işlemlerindeki fark söz konusu ilkenin tersten uygulanmasıdır. “İlk önce yüksek fiyattan sat daha sonra düşük fiyattan satın alırsın” ilkesine dayandırabilecek bu mekanizmanın piyasa etkinliğine birçok katkısı bulunmaktadır. Alım ve satım işlemlerinin yürütüldüğü her türlü ortamda işlevselliği sağlayan en önemli faktör likiditedir. Likidite alım veya satım yapmak istendiği anda piyasanın bu isteğe cevap verebilme yetisidir. Açığa satış işlemleri herhangi bir piyasanın likiditesine katkı sağlamakla birlikte, fiyatların denge noktasına daha çabuk ulaşmasını sağlamaktadır. Piyasaya olan pozitif etkilerinden ötürü birçok ülke açığa satışın risklerine karşılık bu tür işlemleri yasaklama yoluna gitmemiş, ama öz düzenleyici kurumları vasıtasıyla getirmiş olduğu kısıtlamalarla açığa satış işlemlerinin risklerinden korunma ve açığa

satışın piyasalara olan faydalarından yararlanma yoluna gitmişlerdir. Bu çalışma ile açığa satış teorisi günümüz teorik gelişmeleri de dikkate alınmak suretiyle birçok yönden tekrar ele alınmış, açığa satış işlemlerinin türleri, işleyiş mekanizması, nedenleri üzerinde durulmuş, açığa satış işlemlerinden kaynaklanan riskler belirtilmiş ve bu risklerden korunma yolları açıklanmıştır. Ayrıca, gelişmiş ülkelerdeki öz düzenleyici kuruluşların açığa satışla ilgili olarak yapmış oldukları son çalışmalara değinilmiş ve bazı önerilerde bulunulmuştur.

Çalışmanın yapıldığı tarih itibariyle açığa satış işlemleri hakkında tebliğ taslağı çalışmaları bitirilmiş ve görüşe sunulmuştur. Söz konusu taslağın mevcut Tebliğimiz düzenlemelerine sağladığı en büyük katkı açığa satış işlemlerinin tanımının değiştirilmesi yönünde olmuştur. Getirilen yeni düzenlemenin en önemli noktası piyasada bir hayli yapılan fakat mevcut Tebliğimiz düzenlemesi çerçevesinde açığa satış işlemi olarak kabul edilemeyen gün içi işlemler sonucunda net pozisyonun sıfırlanması durumunun açığa satış olarak kabul edilme imkanının sağlanmasıdır. Ayrıca çalışmada da bahsedildiği üzere ödünç menkul kıymet işlemi yapmak isteyen aracı kurumlar arasında ödünç menkul kıymet işlemlerini ekrandan izleyebilmelerine olanak sağlayacak bir sistemin kurulması ödünç kıymet işlemlerinin işleyişini hızlandıracaktır. Buna ek olarak, herhangi bir menkul kıymetin açığa satış işlemlerinin o menkul kıymetin dolaşımdaki hisse senedi miktarına olan oranı piyasa katılımcılarına söz konusu menkul kıymetin fiyatlarıyla ilgili piyasa beklentilerini yansıtacağından mevcut Tebliğimizdeki *“Borsada gerçekleşen, açığa satış işlemlerine ilişkin bilgiler ilgili Borsa tarafından yayınlanır”* hükmüne yeni Tebliğimizde de yer verilmesi uygun olacaktır. Çalışma ile getirilen diğer bir değişiklik önerisi piyasalardaki hareketlerin normale döndüğü dönemlerde kredili işlemlere ve açığa satış işlemlerine konu olan menkul kıymet listelerindeki menkul kıymet sayıları arasında eşitlik bulunmasının gerekli olduğudur. Bu anlamda Seri:V; No:18 Tebliğimiz hükümleri kapsamında, İMKB'nin her iki menkul kıymet listesini eşitleyecek şekilde karar almasının Kurulumuz tarafından İMKB'den istenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

- A. FARİNELLA, Joseph ve Başk.  
1998, Costly Short Sales On The NASDAQ, Financial Management.
- AKGÜN, Ayşegül  
1994, Hisse Senedi Piyasalarında Açığa Satış ve Türkiye Üzerine Değerlendirmeler, Yeterlik Etüdü Ankara.
- ALP, Ali  
1991, Kredili Hisse Senedi Ticareti, Yeterlik Etüdü Ankara.
- APFEL, Robert C. ve Başk.  
2001 Short Sales, Damages and Class Certification in 10b-5 Actions, Brandley Policy Research Center.
- A. WALKER, Joseph  
1991, Selling Short, John Wiley & Sons Inc.
- BOEHME, Rodney  
2002 Short Sales Constraints and Overvaluation.
- CHEN, Honghui; SİNGAL, Vijay  
Role of Speculative Short Sales İn Price Formation: Case of Weekend Effect, University of Baltimore ve Virginia Tech.
- D. PLATT, Harlan  
2001, A Fuller Theory of Short Selling.
- FARİNELLA, Joseph  
2001 Does High Short Interest Lead Underperformance, The Journal of Investing.
- FRANCİS, Jack CLARK  
1991 Investment Analysis and Management, Mc Graw- Hill International Editions
- GİMENEZ, Eduardo  
2001 Complete and Incomplete Markets with Short Sales Constraints, Universidade de Vigo, Tinbergen Institute.
- Investopedia. Com  
2002 <http://www.investopedia.com/university/shortselling/>
- J. ALEXANDER, Gordon, A PETERSON, Mark  
1997, Short Selling on the New York Stock Exchange and the Effects of the Uptick Rule, Journal of Financial Intermediation.

- J. ALEXANDER, Gordon, A PETERSON, Mark  
2001, Implications of a Reduction in Tick Size on Short Selling.
- M. DECHOV, Patricia ve başk.  
2001 Short Sellers, Fundamental Analysis and Stock returns, Journal of  
Financial Economics
- Securities and Exchange Commission  
SEC Concept Release, Short Sales.
- SEC  
2001 Short Sales Restrictions
- SHUKLA, Ravi  
1995 Investments, Syracuse University.
- WEISBACH, David  
1997 Should a Short Sale Against The Box Be a Realization Event, National  
Tax Journal
- VISWANATH, P.V.  
Short Sales and Margin Purchases, classnotes.