

# KRİZLERİN GÜNAH KEÇİSİ: AÇIĞA SATIŞ

Kriz dönemlerinde özellikle siyasetçilerin kamuoyuna piyasa oyuncularını şikayet etmek üzere kullandıkları en etkili enstrümanlardan biri açığa satışlar. Önce ABD şimdi de AB'de birçok ülkede yasaklanan açığa satışlar, serbest düşüşleri gerçekten de durdurabilir mi?

**GÖKHAN UGAN**

VOB Gözetim Müdürü

# A

vrupa'da yaşanan ekonomik sıkıntılara paralel olarak yurt içi ve yurt dışı piyasalar son dönemlerde hızlı fiyat düşüşlerine sahne oluyor. Özellikle banka hisselerindeki aşırı değer kayıpları karşısında Avrupa'daki düzenleyici otoriteler peşi sıra aldıkları kararlarla açığa satış işlemlerine yasak getirdi. Bazı uzmanlar alınan bu kararın yerinde olduğunu savunurken, sayıları hiç de azımsanmayacak boyuttaki başka bir grup ise açığa satış yasasının piyasalara faydasından çok zararlı olduğunu iddiasını ortaya atıyor.

Açığa satış işlemleri nedir ve nasıl yapılır, hangi amaca hizmet eder, piyasaya ne gibi etkileri olur, açığa satış yasası gerçekten bir işe yarıyor mu, mevcut ve geçmiş dönem uygulamaları nasıl? Bu yazıda açığa satış işlemleri ve açığa satış yasası ile ilgili kafanıza takılan birçok sorunun cevabını bulabileceksiniz.

## AÇIĞA SATIŞ İŞLEMİNİN TANIMI VE MEVZUATTA Kİ YERİ

Sermaye piyasalarında açığa satış, satıcının sahibi olmadığı menkul kıymetleri piyasada satması işlemidir. İşlemi gerçekleştiren yatırımcının piyasa beklentisi düşüş yönündedir. Bu nedenle fiyat düşüşünden yararlanmak için göreceli olarak yüksek fiyatlardan belirli bir vadede geri almak kaydıyla menkul kıymet satışı yapılır. Beklenti gerçekleşir ve fiyatlar düşerse menkul kıymetler geri alınarak pozisyon karlı bir şekilde kapatılır. Beklenti gerçekleşmez ve fiyatlar yükselirse geri alım fiyatı daha fazla olacağı için işlem zararlı sonuçlanır. Açığa satış işlemi her zaman spekülasyon amaçla yapılmaz. Satın alınmış bir menkul kıymet veya sermaye piyasası aracındaki fiyat düşüş riskine karşı korunabilmek veya fiyatlar arası farkı sabitleyebilmek



amacıyla aralarında yüksek oranlı fiyat ilişkisi bulunan başka bir menkul kıymet açığa satılabilir.

Açığa satış işlemi satış anında menkul kıymetin mevcut olup olmasına göre iki farklı şekilde yapılabilir. Karşılığı olmayan açığa satış işleminde (naked short selling) satış anında menkul kıymet mevcut değildir; satışa konu menkul kıymetler daha sonra piyasadan ödünç veya satın alınır. Takas gününe kadar satılan menkul kıymetler tedarik edilememişse açığa satan yatırımcı temerrüde düşer. Karşılığı olan açığa satış işleminde ise (covered short selling) açığa satılacak menkul kıymetler satış öncesi piyasadan ödünç alınmıştır. Bu tür açığa satış işleminin vadesi genellikle ödünç menkul kıymet işleminin vadesiyle paralellik gösterir. Karşılığı olmayan açığa satış işlemleri, temerrüde düşme riski bulunduğu için, genellikle çok kısa vadeli dönemlerde meydana gelebilecek fiyat düşüşlerinden spekülasyon amaçlı yararlanmak üzere tercih edilir. Karşılığı olan açığa satış işlemleri ise daha çok orta ve uzun vadeli spekülasyon, arbitraj ve riskten korunma maksadı gerçekleştirilir.

Açığa satış işlemleri, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:V No: 65 "Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ" ile düzenlenmiştir. Açığa satış işlemi söz konusu Tebliğ'in 24. maddesinde "sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını ya da satışa ilişkin emrin verilmesi" şeklinde tanımlanmıştır. Satışa ilişkin takas yükümlülüğünün ödünç alınan sermaye piyasası araçları ile yerine getirilmesi de açığa satış sayılır. Açığa satış işlemi Borsaya iletilen emrin açığa satış emri olduğuna açıkça belirtilir. Açığa satış işleminin yapılabilmesi için sunu fiyat hareketinin yukarı yönlü olması gerekir. Bu kurala yukarı fiyat sınırı (up-tick) kuralı adı verilir.

Açığa satış öncesi %50 oranında özkaynak yatırılması zorunludur. Diğer bir deyişle, yatırımcı açığa satılacak menkul kıymetlerin piyasa değerine eşit tutarda nakit veya Tebliğ'in 12. maddesinde belirtilen kıymetlerden getirmek zorundadır. Özkaynak oranı aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilir:

A: Açığa Satışa Konu Sermaye Piyasası

## AVRUPA'NIN BİRCOK ÜLKESİNDE AÇIĞA SATIŞ İŞLEMLERİNE YASAKLAMA GETİRİLDİ. GEÇİCİ YASAKLAR KALICI HALE GELDİ.

Araçlarının Cari Piyasa Değeri  
B: Açığa Satıştan Elde Edilen Hasılat  
C: Özkaynak Olarak Yatırılan Nakit veya Sermaye Piyasası Aracının Cari Piyasa Değeri

SPK'nın 11 Ağustos 2011 tarihli basın duyurusunda açığa satış işlemleri için başlangıçta bulundurulması gereken asgari özkaynak oranının %70'e çıkarıldığı açıklandı. Bu durumda yatırımcı piyasa değeri getirdiği özkaynağın yaklaşık %43'üne eşit miktarda menkul kıymeti açığa satabilir. Açığa Satışa Konu Sermaye Piyasası Araçlarının Cari Piyasa Değerinin yükselmesi neticesinde özkaynak oranı %35'in altına düşerse açığa satış yapan yatırımcıya özkaynak tamamlama bildirimini yapılarak özkaynak oranını başlangıçtaki seviyesine yükseltecek şekilde ek özkaynak getirmesi talep edilir.

### AÇIĞA SATIŞ İŞLEMLERİ NEDEN YASAKLANIYOR?

Açığa satış işlemleri, yatırımcılara aşağı yönlü piyasa hareketlerinden yararlanma imkânı sunar. Piyasadaki arz/talep dengesizliği nedeniyle aşırı

yükselmiş fiyatların yeniden makul seviyelere gelmesine yardımcı olur. Piyasa likiditesini artırır. Bu faydaları nedeniyle dünyanın her yerinde normal bir alım-satım aktivitesi olarak kabul edilir. Ancak açığa satış işlemleri kimi zaman piyasaya bilinçli olarak asılsız kötü haber yayıp yatırımcıları paniğe sevk ederek ortaya çıkan olumsuz durumdan haksız kazanç elde etme operasyonunun bir parçası olarak da kullanılabilir. Sil-süpür (trash-and-cash) adı verilen bu manipülatif teknikte operasyonu yapacak grup tarafından başlangıçta yüklü miktarda menkul kıymet açığa satılır. Satışlar devam ederken çeşitli kanallardan satış yapılan menkul kıymete ilişkin olumsuz haberler yayılır. Zararı durdur (stop-loss) tipindeki emirlerin de tetiklenmesiyle birlikte panik satışlar piyasaya geldiğinde dip seviyelerden açığa satılan menkul kıymetler toplanarak, pozisyon kârli bir şekilde kapatılır. Düzleyenici otoriteler özellikle belirsizliğin hakim olduğu dönemlerde açığa satış işlemleri yasaklayarak spekülasyon ve manipülatif atakların menkul kıymet fiyatlarını olumsuz etkilemesini engellemeye çalışır. Menkul kıymet fiyatları aşırı düşmüş şirketlerin kredibilitesi de aynı oranda azalacağı için ekonomik aktiviteyi döndürmek için gerekli kaynakları yaratmada yaşanabilecek zorluklar, onları iflasın eşliğine getirebilir. Diğer taraftan menkul kıymet fiyatlarındaki aşırı düşüş, sermaye piyasalarına yatırım yapmış kitle için fakirleşme anlamına da gelir. Karşılığı olmayan açığa satış işlemlerinde satış anında menkul kıymet bulunmadığı için sumi olarak arttırılan menkul kıymet arzının fiyat

### AÇIĞA SATIŞ YASAĞININ DÜNÜ VE BUGÜNÜ

Açığa satış işlemlerinin piyasa otoritelerince yasaklanması çok eskiden beri tartışılan bir tedbir. 1600'lü yılların başında Isaac Le Maire adlı bir spekülatörün organize ettiği bir grup işleminin, Hollanda Doğu Hindistan Şirketi (Dutch East India Company) hisse senetlerinde bir taraftan blok satış yaparken diğer taraftan açığa satış yapmaları ve şirket aleyhinde bazı söylentiler yayarak fiyatı baskı altına almasını nedeniyle hisse senedi fiyatı

anormal bir şekilde düşmüş ve birçok yatırımcının mağdur olmasına sebebiyet vermiştir. Bu işlemler neticesinde 27 Şubat 1610 tarihinde satıcının sahip olmadığı hisse senetlerini satması bir tebliğ ile yasaklanmıştır. Bu yasağı takiben 1621 yılında çıkarılan başka bir tebliğ ile "Frederick Sarrt" adı verilen bir imtiyaz açığa satış anlaşmalarında alıcı tarafa sözleşmeden doğan yükümlülüğü yerine getirmekten imtina edebileceği hakkı tanınmıştır.



dengesi üzerinde olumsuz bir etkisi olabileceğinden bu tür işlemler otoriteler tarafından daha riskli olarak kabul edilir. Dünyadaki örnekler bakıldığında düzenleyici kuruluşların karşılığı olmayan açığa satış işlemlerine daha az tolerans gösterdikleri, bu tür işlemlere dönük daha katı tedbirler uyguladıkları görülüyor.

Geçmişte olduğu gibi bugün de düzenleyici kuruluşlar açığa satış gerekli görülen lüzum üzerine yasaklayabiliyor. 2008 yılında yaşanan ve yatırım bankası Lehman Brothers'ın batmasına neden olan kriz sırasında da önce İngiltere'deki sermaye piyasası düzenleyici otoritesi The Financial Services Authority (FSA), hemen ardından Amerika Birleşik Devletleri'ndeki muadil kuruluş olan The Securities and Exchange Commission (SEC), 19 Eylül 2008 tarihinde finansal sektöre ait hisse senetlerinde açığa satış işlemlerini yasaklamıştı. Kamuyu ona yapılan açıklamada açığa satış yasağı kararının "sermaye piyasalarının kalitesini

ve bütünlüğünü korumak, yatırımcı güvenliğini güçlendirmek" amacıyla alındığı bildirilmişti. Bu yasağın ardından 19 Mayıs 2010 tarihinde Almanya banka hisselerinde karşılığı olmayan açığa satış işlemlerinin yasaklandığını duyurmuştu. Almanya'nın tek başına almış olduğu bu karar her ne kadar Avrupa Birliğine üye diğer ülke otoritelerini kızdırmış olsa da, açığa satış yasağı 2011 yılının Ağustos ayında Yunanistan, İspanya, Belçika ve İtalya'ya da çıçradı.

Aslına bakılırsa açığa satış işlemleri yasaklanmasa da otoriteler tarafından çok yakından takip edilen bir işlem türü. Avrupa Birliği düzenleyici otoritesi European Securities and Markets Authority (ESMA) tarafından yayınlanan güncel dokümanında üye ülkelerin açığa satış işlemlerine ilişkin alınmış tedbirler özetleniyor. Bu tedbirler incelenecek olursa birçok Avrupa ülkesinin;

- Şirket sermayesinin belirli bir oranı üzerinde tutulan net kısa pozisyonların

bildirime tabi tutulması veya yasaklanması,

- Karşılığı olmayan açığa satış işlemlerinin cezaya tabi tutulması veya yasaklanması,
- Açığa satış işlemlerinin sadece en likit hisse senetleriyle sınırlandırılması gibi kısıtlayıcı uygulamalara başvurduğu görülüyor.

Türkiye 2008 yılından bu yana süre gelen dönemde açığa satış yasağına başvurmadı. SPK Başkanı Prof. Dr. Vedat Akçiray, 13 Eylül 2011 tarihinde yaptığı açıklamada "açığa satış işlemlerinin piyasaya likiditesinin bir parçası olduğunu" belirterek "Bu tür işlemleri yasaklamak yerine mevzuata uygun bir şekilde yapıldığından emin olmak daha doğru bir yaklaşım olacak" dedi. İMKB Başkanı Hüseyin Erkan da 10 Ağustos 2011 tarihinde verdiği beyanatta, açığa satış yasağının yerli ve yabancı yatırımcı arasında fırsat eşitsizliği yaratmaktan öte bir fayda sağlamayacağını ifade ederek

açığa satış işlemlerinin kurallar dahilinde yapılması halinde likiditeyi artırıcı bir etkisi olduğunu savundu.

## AÇIĞA SATIŞ YASAĞI GERÇEKTEN ETKİLİ BİR TEDBİR MİDİR?

Her şeyden önce açığa satış yasağı, hisse senedi fiyatlarını gerçek değerlerinden sapıran satışları izin verilmeceğine yönelik otoritelerce alınmış kararlı tutumun önemli bir göstergesidir. Bu nedenle açığa satış yasağının aşırı spekülasyon ve manipülatif hareketler için caydırıcı bir etkisi olduğu söylenebilir. Diğer taraftan karşılığı olmayan açığa satış işlemlerinden ödün alınmaması menkul kıymetlerin satışı yapıldığından bu tür işlemlerin yasaklanması, hisse senedi üzerindeki satış baskısını azaltmak yönünde etkili bir tedbir olabilir. Almanya Ekonomi Bakanı Philipp Roesler, Avrupa Birliği'ne dahil ülkelerde uygulanmaya başlanan açığa satış yasağının yeterli olmadığını, aşırı spekülasyon işlemlerini engellemek amacıyla söz konusu yasağının tüm G7 ülkelerinde uygulanması gerektiğini savunuyor.

Ancak sorusu bir gerçek ki, açığa satışa getirilen kısıt ve yasaklar sistem içinde kalan yerli hesaplar için tam anlamıyla uygulanabilirken, sistem dışında kalan yabancı hesaplar herhangi bir engelle karşılaşmadan açığa satış işlemlerini gerçekleştirebiliyor. Başka bir ülkeden kontrol edilen hesaplar üzerinden iletilen satış emirlerinin hesap sahibi tarafından beyan edilmediği mevcut bir yatırımcıya ait gerçek bir satış mı, yoksa yeni bir yatırımcıya ait açığa satış mı olduğunu belirlemesi, ancak uzun ve zahmetli bir denetim süreci sonunda mümkün olabilmektedir. Altı hesap detayı bilinemediğinden yabancı hesaplar gerçekte açığa satış işlemi yapıyor olsa bile, bu işlemi alım-satım sistemine normal bir satış emri gibi gönderebiliyor. Bu nedenle de açığa satış bildirimini yapmadan ve yukarı fiyat sınırı kuralına takılmadan işlem yapabiliyor.

Yasak nedeniyle spot piyasada açığa satış yapamayan yatırımcılar soluğu türev piyasalara alacaktır. Türev piyasalarda pozisyon limitleri haricinde kısa pozisyon alınmasına yönelik herhangi bir kısıtlayıcı tedbir bulunmamaktadır. Fransa finansal hisse senetlerinde açığa satış yasağı getirildikten sonra bir çok

## AÇIĞA SATIŞ YASAKLARININ İŞE YARAYIP YERAMADIĞI İLE İLGİLİ OLARAK TARTIŞILAR BİTMEK BİLMİYOR.

yatırımcı içinde banka hisseleri bulunan CAC 40 endeksi üzerine düzenlenen vadeli işlem sözleşmelerinde kısa pozisyon alarak endekse dahil finansal olmayan tüm hisselerini spot piyasada satın almış, böylece dolaylı olarak banka hisselerinde kısa pozisyona geçmiştir. Durumu fark eden Fransa'nın finans piyasaları otoritesi AMF, endeks sözleşmelerinin vade sonuna doğru açığa satış yasağını gevşetmek zorunda kalmıştır.

Opsiyon sözleşmelerinin işlem gördüğü bir piyasada sentetik olarak da hisse senedi açığa satmak mümkündür. Put-Call paritesinden hareketle bir hisse senedi üzerine düzenlenen başa baş (at-the-money) durumdaki Avrupa tipi satım (put) opsiyonu alınıp, alım (call) opsiyonu satılarak ve opsiyonların kullanım fiyatının bugünkü değeri kadar bir nakdi borçlanarak belirli bir vade için o hisse senedi sentetik olarak açığa satılabilir.

$$-S = P - C - Ke - r(T-t)$$

Sadece hisse senetleri piyasasında açığa satış yasağı getirilmesi durumunda spot ve vadeli piyasalar arasındaki arbitraj bağının "spot kısa-vadeli uzun" bacağı çalışmayacaktır. Piyasalar arasındaki arbitraj bağının kopması ve açığa satış nedeniyle mevcut satış baskısının türev piyasalara yönelmesi, vadeli piyasalarda alıcı taraftaki spekülasyonların fiyat üzerinde belirleyici rol oynamaları için uygun ortam yaratacaktır. Bu durum ise yanlış fiyatlamaya yol açarak, piyasaların fiyat keşi fonksiyonunu tam olarak yerine getirememesine neden olacaktır.

Sermaye piyasası otoriteleri satış baskısının türev piyasalara yönelerek piyasada dengesizlik yaratmaması için açığa satışa değil, net kısa pozisyona yasak getirmeyi tercih etmektedir. Net kısa pozisyon hesabında sadece hisse senedinde değil, hisse senedi üzerine

düzenlenmiş vadeli işlem, opsiyon, hisse senedine çevrilebilir tahvil ve kredi riskli sigortası (CDS) gibi diğer sözleşmelerde tutulan pozisyonlar da dikkate alınmaktadır. Örneğin bir yatırımcı A hissesi üzerine düzenlenmiş bir vadeli işlem sözleşmesinde 1000 adetlik uzun pozisyona sahipse, açığa satış yasağı olsa bile o yatırımcının A hisse senedinde 1000 adetlik kadar açığa satış yapmasında herhangi bir sakınca yoktur. Avrupa'daki örneklerine baktığımızda sermaye piyasası otoritelerince getirilen açığa satış yasağı, genellikle yeni net kısa pozisyon alınmaması ve mevcut net kısa pozisyonların artırılmaması yönündedir.

Her ne kadar piyasada tutulan net kısa pozisyonlar kontrol altına alınmaya çalışılsa da, organize olmayan tezgah üstü piyasalarda alınan pozisyonların takibi ve bildirimini tam olarak yapılamadığından kimin gerçekte ne kadar kısa pozisyon tuttuğunu tam olarak bilmek neredeyse



imkansızdır. Tezgaah üstü piyasalar daha şeffah hale getirilmeden açığa satış yasağının tam olarak uygulanabileceğini iddia etmek pek mümkün değildir.

Piyasa katılımlarının birçoğu düzenleyici otoritelerin sorunun asıl nedeni olan sistemin temel zayıflıkları gidermek ve aşırı derecede yüksek kaldıraç oranlarını kontrol altına almak yerine açığa satış yasağı getirenake faturayı yatırımcıya kestiğini düşünmektedir. Açığa satış yasağının banka hisselerindeki fiyat düşüşünü durdurma konusundaki başarısı da tartışma konusudur. İngiltere 2008 yılında finansal hisse senetlerinin açığa satışını yasakladıktan sonra piyasa 4 ay içinde %15 düşerken, banka hisseleri %41 oranında değer kaybına uğramıştır. STOXX Europe 600 Banka Endeksi ise açığa satış yasağının Avrupa Birliği'ne üye ülkelerde uygulamaya konduğu tarih olan 12 Ağustos 2011'den itibaren 15 gün içinde %7,5 oranında değer kaybetmiştir. Aynı

dönemde Avrupa genel piyasasını yansıtan endeks yaklaşık %3 düşmüştür. Banka hisselerinde açığa satış yapamayan uluslar arası yatırımcılar, benzer risk grubunda yer alan yüksek fiyat ilişkisine sahip diğer ülkelerdeki bankaların hisse senetlerinde açığa satış yaparak riskin başka yerlere de sıçramasına neden olmaktadır.

Açığa satış yasağı üzerine yapılan akademik çalışmaların sonuçları da söz konusu uygulamanın etkinliği hakkında soru işaretleri oluşturmaktadır. Boehmer, Jones and Zhang'ın 2009 yılında yapmış oldukları çalışmada ABD'de 2008 yılında uygulanan açığa satış yasağı sırasında yasak getirilen hisse senetlerinin performansı ile yasak getirilmeyen hisse senetlerinin performansı karşılaştırılmış, açığa satış yasağı getirilen hisse senetlerinin likiditesinin önemli bir şekilde erozyona uğradığı tespit edilmiştir. Açığa satış yasağı getirilen banka hisselerinde meydana gelen yüksek fiyat

artışları ile uygulama arasında yakın bir ilişki tespit edilmekle birlikte, bu dönemde açıklanan bankaları kurtarma programının söz konusu fiyat artışına etki etmiş olabileceği düşünülmektedir. Beber ve Pagano tarafından 2010 yılında yapılan başka bir çalışmada Avrupa'da açığa satış yasağı uygulanan hisse senetlerinin fiyatlarında ABD'dekinin aksine yasak uygulanmayan hisselerle göre önemli bir artış neden olmadığı, özellikle karşılığı olan açığa satış işlemlerine yasak getirilen hisse senedi fiyatlarının ortalamının altında bir fiyat artışı gösterdiği ifade edilmiştir. Aynı çalışmada likidite üzerinde de olumsuz etkilerinin yanında açığa satış yasağının yeni gelen haberele hisse senedi fiyatının verdiği reaksiyonda azalmaya neden olduğu, bu sebeple fiyat keşfi fonksiyonunu yavaşlattığı iddia edilmektedir.

## AMACA YÖNELİK ALINABİLECEK DİĞER ÖNLEMLER

Fiyat düşüşlerinin toplumsal fakirleşmeye ve şirket iflaslarına yol açması, nakit ödüncünün menkul kıymet ödüncünden daha kolay olması gibi sebeplerle olsa gerek düzenleyici otoriteler açığa satış işlemlerinin olumsuz etkileri üzerinde durdukları kadar kredili alım işlemlerinin piyasa bozucu etkileri üzerinde pek durmamaktadır. Bu yaklaşımın bir örneği SPK'nın Seri:V No:65 Tebliği'nde de görülebilir. Tebliğ'in 30. maddesinde sermaye piyasası aracı ihraç eden şirketin yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey personeli ve %10 veya daha fazla paya sahip ortakları ile bu kişilerle birlikte hareket ettiği tespit edilen kişiler ve bu kişilerin eş ve velayeti altında bulunanların söz konusu ihraççının sermaye piyasası aracında açığa satış işlemi yapmalarına yasak getiriliyor. Bu kişilerin kredili alım yapmalarına ise herhangi bir yasak getirilmemiştir. Oysa düşen bir piyasada kredili alım işlemi gerçekleştirilen ve özkaynak tamamlama bildirimini alan yatırımcıların yükümlülüklerini yerine getiremezse, kredi ile alınan kıymetler piyasada satılacağı için hisse senedi fiyatları olması gerekenden daha hızlı ve sert bir şekilde düşebilir. Bu nedenle düzenleyici otoritelerin hisse senetlerinde açığa satış pozisyonlarıyla birlikte kredili alınan hisselerdeki pozisyonları da yakından



“

## AÇIĞA SATIŞLARDAKİ YUKARI FİYAT SINIRI UYGULAMASI YERLİ VE YABANCI YATIRIMCI FARKLILIĞI NEDENİYLE TARTIŞILYOR.

”

izlemeleri, piyasadaki kaldıraç oranlarını kontrol altında tutmaları gerekir.

Alınabilecek diğer bir önlem ise hisse senedi işlemlerinde nakit ve kıymet kontrolünün alım-satım sistemi içine çekilmesidir. Bu şekilde yatırımcılar parası olmadan hisse senedi alamayacak, kıymeti olmadan da hisse senedi satamayacaktır. Açığa satış yapmak isteyen yatırımcılar öncelikle ödünç aldığı menkul kıymetlerin kendi kıymet hesaplarına virman edilmesini beklemek zorunda kalacaktır. Alım-satım sistemine eklenecek bu kontroller karşılığı olmayan açığa satış işlemlerinin önüne geçilmiş olacaktır.

Eğer alım-satım sistemi tarafından kıymet kontrolü yapılmıyorsa, açığa satış işlemi bildirimi yapılmadan alış öncesi gerçekleştirilen satışlar için brüt takas uygulamasına geçilmesi, açığa satış nedeniyle ortaya çıkabilecek olumsuzlukların giderilmesinde tercih edilebilir.

Bu uygulamada gün içerisinde kıymet bakiyesini sıfır altına düşüren satış işlemleri için netleştirme yapılmaz. Örnek vermek gerekirse bir yatırımcının bir hisse senedinde sırasıyla 5 adet satış, 8 adet alış, 2 adet satış, 4 adet alış, 6 adet satış ve 1 adet alış yaptığını varsayalım. Yatırımcı gün içerisinde 13 adet alış ve 13 adet satış yaptıktan alış ve satış işlemleri netleştirileceği için kıymet alacağı veya borcu bulunmayacaktır. Oysa yatırımcı 5 adetlik satış yaptığından kıymet bakiyesi sıfırdır. Ayrıca 6 adetlik satış yaptığında ise bakiyesinde sadece 5 adet hisse senedi vardır. Bu durumda yatırımcı takas günü satış yaptığı anda bulunmayan toplam 6 adetlik hisse senedini getirmekle yükümlü olacaktır.

Son olarak, açığa satış işlemlerindeki yukarı fiyat sınırı uygulamasının ne derece etkili olduğunun masaya



yatırılmasında fayda vardır. Mevcut durum itibarıyla yerli ve yabancı yatırımcı işlemleri arasındaki farklılık nedeniyle yukarı fiyat sınırlaması uygulamasının herkes için eşit bir şekilde uygulanabildiğini söylemek mümkün değildir.

Bu kuralın eşit olarak uygulandığını varsaysak bile, yukarı fiyat sınırlaması özellikle likiditesi az olan hisse senetlerinde basit bir algı ile kolaylıkla aşılabılır. Yukarı fiyat sınırlamasının amacı, açığa satış işlemlerinin aşağı yönlü fiyat hareketi üzerinde ekstra bir baskı yaratmasını engellemek ise, o takdirde açığa satış işlemlerinin sadece pasif emir girişi ile gerçekleştirilmesi kuralını getirmek daha faydalı olabilir.

Devamlı düşen bir piyasada pasife girilen açığa satış emirleri gerçekleştirilemeyeceği için düşüş üzerinde herhangi bir baskı yaratmaları söz konusu olmayacaktır.

## TÜRKİYE'DE AÇIĞA SATIŞ İŞLEMLERİNİN TAKİBİ

Açığa satış işlemlerinin mevzuata uygun olarak yapılabilmesi için menkul kıymet ödünç işlemlerinin sorunsuz bir şekilde yapılabilmesi önemlidir. SPK'nın Seri V No:65 Tebliğ'inin 4. maddesinde sermaye piyasası aracı ödünç alma ve verme işlemlerinin aracı kurumlar, bankalar ve Takasbank tarafından gerçekleştirilebileceği belirtilmiştir. Menkul kıymet ödünç işlemlerinin yapılabilmesi amacıyla Takasbank bünyesinde oluşturulmuş bir ödünç pay senedi piyasası da bulunmaktadır. Bu piyasada gerçekleştirilen işlemlerin IMKB'de gerçekleştirilen işlem hacmine oranı yaklaşık olarak %0, civarında olup, ortalama vade 1-3 gün arasındadır.

İlgili Tebliğ'in 28. maddesi gereğince aracı kurumlar açığa satış işlemine konu

Avrupa'nın birçok ülkesinde kalıcı olarak başlayan açığa satış yasasını, zaman içinde kalıcı hale getirildi.



emirleri borsaya bildirirken emrin açığa satış emri olduğunu açıkça belirtmek zorundadır. Bu zorunluluk İMKB'de emir girisi sırasında "açığa satış" tuşuna basılarak yerine getirilir. İMKB her gün itibarıyla piyasalarda gerçekleşen açığa satış işlem hacmini bülten vasıtasıyla kamuoyuna duyurur. İMKB'de gerçekleşen açığa satış işlemlerinin toplam işlem hacmi içindeki payı yaklaşık olarak %5,5 civarındadır.

Mevcut durumda açığa satış işlemlerinin İMKB işlem hacmi üzerinde önemli bir etkisi yoktur. Bu husus İMKB Başkanı Hüseyin Erkan'ın 10 Ağustos 2011 tarihinde vermiş olduğu beyanatta da teyit edilmiştir. Takasbank bünyesindeki ödünç pay senedi piyasasının ise orta ve uzun vadeli arbitraj ve riskten korunma işlemlerinden daha çok takas yükümlülüklerinde meydana gelen öngörülemeyen kıymet açıklarının

kapatılması maksadıyla kullanıldığı anlaşılmaktadır. Takasbank ödünç pay senedi piyasasının karşılığı olmayan açığa satış işlemlerinden doğan yükümlülükleri yerine getirmek amacıyla kullanılan kullanılmadığı sorusuna ancak kapsamlı bir denetim sonucu cevap verilebilir.

Yurt dışı piyasalarda açığa satış işlemleri bizdeki gibi işlem hacmi olarak değil, genellikle açık pozisyon şeklinde izlenmektedir.

Diğer bir deyişle yatırımcı hem açığa satış işlemini gerçekleştirirken, hem de açığa satış pozisyonunu kapatırken Borsaya bildirimde bulunur. Böylece belirli bir hissede vadesi gelince geri satın alınacak menkul kıymet adedi sürekli olarak izlenebilmektedir. İMKB'de ise açığa satış işlemleri borsaya bildirilirken, açığa satış pozisyonlarını kapatıcı yönde yapılan alım işlemleri için herhangi bir bildirimde bulunulmamaktadır. Bu nedenle İMKB'de alınan açığa satış pozisyonlarının kapatılıp kapatılmadığı, kapatılırsa ne zaman kapatıldığı bilgisine erişmek mümkün değildir. Açığa satış işlemlerine ilişkin doğru bir risk değerlendirmesi yapmak için bu bilgiye şiddetle ihtiyaç vardır.

Açığa satış işlemleri ile kredili alım işlemleri arasındaki uygulama farklılığı, bu işlemlerin borsaya bildiriminde de göze çarpmaktadır. Açığa satış işlemlerine konu olan emirlerin aracı kurum tarafından borsaya bildirilmesi zorunlu iken, kredili alım işlemlerinde bu yükümlülük sadece müşterinin aracı kuruma beyanı şeklinde düzenlenmiştir.

Kredili alım işlemlerinin de aracı kurum tarafından borsaya bildirilmesi ve bu bilginin kamuoyu ile paylaşılması, oluşabilecek risklerin piyasa ve düzenleyici kuruluşlar tarafından doğru izlenmesi açısından son derece önemlidir.

“  
İMKB'DE AÇIĞA SATIŞ  
İŞLEMLERİNİN TOPLAM  
İŞLEM HACMİ İÇİNDEKİ  
PAYI YAKLAŞIK  
OLARAK YÜZDE 5.5  
DÜZEYİNDE...  
”

## SONUÇ

Sermaye piyasalarında açığa satış, daha sonra geri alınmak üzere sahibi olunmayan menkul kıymetlerin satışından menfaat sağlamayı amaçlayan bir alım-satım stratejisi olarak tanımlanabilir. Bu stratejinin başlıca kullanım alanları aşağı yönlü fiyat hareketlerinden spekülasyon olarak sayılabilir. Açığa satış işlemleri arz-talep dengesizliğinden ötürü aşırı değerlenmiş menkul kıymet fiyatlarının yeniden dengeye getirilmesinde de önemli rol oynamaktadır.

Açığa satış işlemleri, kimi yatırımcılar tarafından piyasaların düşüş dönemlerinde yatırımcıların para kaybetme yönündeki endişelerini panîğe çevirecek olan durumdan yararlanma amacıyla da kullanıldığı için tarih boyunca çeşitli dönemlerinde piyasa otoriteleri tarafından izin verilmeyen bir aktivite olarak karşımıza çıkmaktadır. Avrupa kıtasındaki krize paralel olarak İspanya, Yunanistan, İtalya ve Fransa'da açığa satış işlemlerine yakın geçmiştiretilen yasak halen devam etmektedir. Günümüzde uygulanan açığa satış yasası irrendeliğinde, yasagın daha çok finansal kuruluşlara ait menkul kıymetlerde alınmış veya alınacak olan net kısa pozisyona getirildiği görülmektedir.

Açığa satış yasasının piyasalar üzerine olan etkileri ayrı bir tartışma konusudur. Bu konuda oluşmuş tam bir fikir birliği olmasa da, bazı piyasa uzmanları ve akademisyenler açığa satış işlemlerinin piyasaların fiyat keşfi fonksiyonu ve likiditesi üzerinde olumsuz etkileri olduğunu savunmaktadır. Piyasa koşullarının olumsuz olduğu durumlarda karşılığı olmayan açığa satış işlemlerine yasak getirilmesine ise genel anlamda olumlu bakılmaktadır.

Açığa satış işlemleri genelde tüm dünyada yakından takip edilme ve kontrol altında tutulmaktadır. Ancak benzer nitelikte piyasa bozucu özelliği olan diğer işlemlerin aynı titizlikle izlenmemesi ve açığa satış işlemlerindeki kısıtlamaların tüm yatırımcılara eşit bir şekilde uygulanamaması, piyasaların sağlıklı bir şekilde işlemini engelleyen ve piyasa katılımcıları arasındaki fırsat eşitliğini bozan bir unsur olarak görülmektedir.