

**T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ve BANKACILIK DOKTORA
PROGRAMI**

**Açığa Satış, Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri,
Türkiye ve Dünya Uygulamalarının
Karşılaştırılması**

Doktora Tezi

MİNE AKSOY

İstanbul, 2008

**T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ve BANKACILIK DOKTORA
PROGRAMI**

**Açığa Satış, Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri,
Türkiye ve Dünya Uygulamalarının
Karşılaştırılması**

Doktora Tezi

MİNE AKSOY

Danışman : PROF. DR. İLHAN ULUDAĞ

İstanbul, 2008

GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyadı	: Mine Aksoy
Anabilim Dalı	: Ekonomi
Programı	: Finans ve Bankacılık
Tez Danışmanı	: Prof. Dr. İlhan Uludağ
Tez Türü ve Tarihi	: Doktora – Ekim 2008
Anahtar Kelimeler	: Açığa Satış, Menkul Kıymet Ödünç İşlemi

ÖZET

“AÇIĞA SATIŞ, MENKUL KIYMET ÖDÜNÇ İŞLEMLERİ, TÜRKİYE VE DÜNYA UYGULAMALARININ KARŞILAŞTIRILMASI”

Sahip olunmayan bir menkul kıymetin satılması anlamına gelen açığa satış uzun yıllardan beri piyasalarda bir yatırım stratejisi olarak yer almaktadır ve tüm dünyada hisse senedi piyasalarında bu konu hakkında farklı fikirler ve yoğun tartışmalar yaşanmaktadır. Açığa satış işlemleri ile ilgili üç ayrı yaklaşım bulunmaktadır. İlki piyasa etkinliğini arttırdığı yönündedir, ikincisi piyasalar için faydalı olduğu fakat kontrollü olması gerektiğidir, üçüncüsü ise piyasaları iyileştirmenin ötesinde zarar verdiği yönündedir. Bu yaklaşımlar ile paralel olarak açığa satış işlemleri için farklı düzenleyici uygulama ve yaklaşımlar geliştirilmiştir. Açığa satış ile ilgili geliştirilecek yaklaşım ve düzenleyici uygulamalara karar verirken İMKB hisse senedi piyasasında yapılan açığa satış işlemlerinin karakteristiğinin ve genel olarak İMKB hisse senedi piyasasının özelliklerinin dikkate alınması gerektiği düşünülmüştür. İMKB hisse senedi piyasasında günlük açığa satış ile ilgili olarak yayınlanan veri kullanılarak açığa satış işlemlerinin genel karakteristiği incelenmiştir. Bu çalışmada amaçlanan açığa satış işlem stratejisi kullanılarak yapılan yatırım aktivitesini ve bu kapsamda İMKB hisse senedi piyasasının özelliklerini anlayabilmektir. Menkul kıymet ödünç işlemleri ve açığa satış menkul kıymet piyasalarında daima birlikte uygulanmakta olduğundan bu çalışmada her iki konu birlikte ele alınmıştır.

GENERAL INFORMATION

Name & Surname : Mine Aksoy
Field : Economics
Program : Finance and Banking
Supervisor : Professor İlhan Uludağ
Degree Awarded and Date : PhD – September 2008
Keywords : Short Selling, Securities Lending

ABSTRACT

“SHORT SELLING, SECURITIES LENDING, WORLD APPLICATION AND AN OVERLOOK ON TURKEY”

Short selling, broadly defined as the sale of securities that the seller does not own, has long been a practice on which there have been sharply differing views. Some consider it a practice that adds to market efficiency; others see it as a practice that benefits markets but which also calls for controls; yet others consider that, on balance, it is a practice more likely to damage markets than enhance them. As a result, different jurisdictions have developed different regulatory approaches to short selling. The study of the characteristics of İMKB market in terms of short selling will help jurisdictions for developing a regulatory approach and making enhancements. We used available short selling data to take a close look at several day-to-day aspects of short selling in İMKB. This study reveals important information about this form of investing, enhances understanding of the İMKB itself. Because securities lending and short selling are practiced together across markets all around the world, both are studied together in this work.

ÖNSÖZ

Finansal sistemin bir parçası olan sermaye piyasaları ekonomik gelişme ve kalkınmada önemli bir fonksiyona sahiptir. Sahip olunmayan bir menkul kıymetin satılması anlamına gelen açığa satış işlemleri, sermaye piyasalarında kullanılan bir işlem stratejisidir ve piyasa etkinliğine birçok katkısı bulunmaktadır. Açığa satış işlemleri piyasaların likiditesine katkı sağlamakla birlikte, menkul kıymet fiyatlarının denge noktasına daha çabuk ulaşmasını sağlamaktadır. Ancak açığa satış işlemleri birtakım riskler taşımaktadır. Piyasaya olan pozitif etkilerinden dolayı birçok ülke açığa satış işlemlerinin risklerine karşılık bu tür işlemleri yasaklama yoluna gitmemiş, ama düzenleyici kurumları vasıtasıyla getirmiş olduğu kısıtlamalarla açığa satış işlemlerinin risklerinden korunma ve açığa satışın piyasalara olan faydalarından yararlanma yoluna gitmişlerdir. Menkul kıymet ödünç işlemleri de açığa satış ile birlikte uygulanmakta, açığa satış ve benzeri arbitraj stratejilerine imkan sağlamaktadır.

Bu çalışmada açığa satış işlem stratejisi kullanılarak yapılan yatırım aktivitesi ve bu kapsamda İMKB hisse senedi piyasasının özellikleri incelenmiştir. Menkul kıymet ödünç işlemleri ve açığa satış, sermaye piyasalarında daima birlikte uygulanmakta olduğundan her iki konu birlikte ele alınmıştır. Açığa satış uygulaması bu çalışmada sadece hisse senetleri açısından incelenmiştir. Bu çalışmanın açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemleri ile ilgili geliştirilecek yaklaşım ve düzenleyici uygulamalara yardımcı olması amaçlanmıştır.

Bu çalışmayı sonuçlandırmamda görüşleri ile katkıda bulunan danışman hocam Prof. Dr. İlhan Uludağ'a, doktora programı sürecinde gösterdikleri anlayış ve verdikleri destekten dolayı Takasbank'taki ve İMKB'deki çalışma arkadaşlarıma, değerli çalışma arkadaşım Özgür Uysal'a, Gültekin Bayar'a ve desteğini esirgemeyen aileme çok teşekkür eder, çalışmamın tüm ilgili kişi, kurum ve kuruluşlara yararlı olmasını dilerim.

İstanbul, 2008

Mine AKSOY

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

TABLO LİSTESİ	viii
ŞEKİL LİSTESİ	ix
KISALTMALAR	x
GİRİŞ	1
1. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA AÇIĞA SATIŞ VE MENKUL KIYMET ÖDÜNÇ İŞLEMLERİ	5
1.1. Finansal Sistem	5
1.1.1. Finansal Piyasalar	5
1.1.1.1. Finansal Araçların Vadelerine Göre Piyasalar	6
1.1.1.1.1. Para Piyasaları	6
1.1.1.1.2. Sermaye Piyasaları	8
1.1.1.2. Finansal Araçların Türlerine Göre Piyasalar	12
1.1.1.2.1. Hisse Senedi Piyasaları (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)	12
1.1.1.2.2. Vadeli İşlem Piyasaları	13
1.1.2. Finansal Araçlar	15
1.2. Açığa Satış İşlemleri	17
1.2.1. Açığa Satışın İşleyişi	17
1.2.2. Açığa Satışın Nedenleri	20
1.2.3. Açığa Satışın Türleri	21
1.2.4. Açığa Satışın Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri İle İlişkisi	34
1.2.5. Açığa Satış İşlemlerinin Ekonomik Etkileri	37
1.3. Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri	45
1.3.1. Menkul Kıymet Ödünç Piyasaları	46
1.3.1.1. Menkul Kıymetlere Dayalı Piyasalar	46
1.3.1.2. Nakde Dayalı Piyasalar	46
1.3.2. Menkul Kıymet Ödünç İşlemlerinin İşleyişi	47
1.3.3. Menkul Kıymet Ödünç İşlemlerinin Piyasaya Olan Etkileri	52
1.4. Açığa Satış ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemlerinde Karşılaşılan Riskler ve Risklerin Yönetimi	57
1.4.1. Genel Olarak Karşılaşılan Riskler	57
1.4.1.1. Kredi Riski	59
1.4.1.2. Operasyonel Risk	62
1.4.1.3. Piyasa Riski	63
1.4.1.4. Likidite Riski	64
1.4.1.5. Takas Riski	66
1.4.1.6. Emanet/Saklama Riski	66
1.4.1.7. Manipülasyon	67

1.4.2. Risklerin Yönetimi	69
1.4.2.1. Kredi Değerliliği ve Kredi Limitlerinin Belirlenmesi	69
1.4.2.2. Hukuki Sözleşme ve Taahhütnameler	69
1.4.2.3. Teminatlandırma	71
1.4.2.4. Zararların Ödenmesi	72
1.5. Futures ve Opsiyon İşlemleri	72
1.5.1. Futures İşlemleri	73
1.5.2. Açığa Satış ve Futures İşlemleri	76
1.5.3. Opsiyon İşlemleri	77
1.5.4. Açığa Satış ve Temel Opsiyon Stratejileri	82
2. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA AÇIĞA SATIŞ VE MENKUL KIYMET ÖDÜNÇ İŞLEMLERİNİN TEORİK VE AMPİRİK ALT YAPISI	86
2.1. Genel Açıklama	86
2.2. Teorik Yaklaşımlar	86
2.2.1. Açığa Satış Yapma Nedenleri	87
2.2.2. Açığa Satış Kısıtlamalarının Hisse Senedi Fiyatları ve Getirileri Üzerindeki Etkileri	88
2.2.3. Açığa Satış İle İlgili Kısıtlamalar	95
2.2.4. Açığa Satışın İçerdiği Bilgi	97
2.2.5. Diğer Teorik Yaklaşımlar	101
2.3. Ampirik Uygulamalar	103
2.3.1. Açığa Satış Oranını Belirleyen Faktörler: Stratejiler, Karlılık, ve Bilgi İçeriği	103
2.3.2. Açığa Satışın Hisse Senedi Fiyatları ve Getirileri Üzerindeki Kısa ve Uzun Dönemli Etkileri	104
2.3.3. Açığa Satış ile İşlem Hacmi ve Volatilite Arasındaki İlişki	104
2.3.4. Açığa Satışın Maliyeti	107
2.3.5. Global Perspektifte Açığa Satışlar	111
2.4. Diğer Çalışmalar	111
3. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA AÇIĞA SATIŞ VE MENKUL KIYMET ÖDÜNÇ UYGULAMALARI	118
3.1. Yurt Dışında Açığa Satış İle İlgili Uygulamalar	118
3.1.1. Açığa Satış İşlemlerine Genel Bir Bakış	118
3.1.2. Açığa Satış İle İlgili Düzenleyici Yaklaşımlar Ve Uygulamalar	119
3.1.2.1. İngiltere’de Açığa Satış İle İlgili İzlenen Yaklaşım	119
3.1.2.2. Amerika Birleşik Devletleri’nde Açığa Satış İle İlgili İzlenen Yaklaşım	123
3.1.2.3. Açığa Satış İle İlgili Diğer Ülke Uygulamaları	125
3.2. Türkiye’de Açığa Satış	128
3.2.1. Sermaye Piyasası Kurulu Düzenlemeleri	128
3.2.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri	130
3.2.2.1. Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemlerini Yapabilecek Kuruluşlar	131
3.2.2.2. İşlem Konusu Menkul Kıymetler ve İşlem Sınırı	131
3.2.2.3. Açığa Satış İşlemleri	133
3.2.2.4. Sermaye Piyasası Ödünç Alma ve Verme İşlemleri	135

3.2.2.5. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) Kredili Menkul Kıymet ve Açığa Satış İşlemleri Süreci	138
3.2.3. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) yapılan Açığa Satış İşlemlerinin Analizi	139
3.3. Yurt Dışı Menkul Kıymet Ödünç Uygulamaları	141
3.3.1. Menkul Kıymet Ödünç Piyasalarına Genel Bir Bakış	142
3.3.2. Menkul Kıymet Ödünç Piyasalarının Genel Yapısı	152
3.3.3. Menkul Kıymet Ödünç Uygulamaları ile İlgili Önerilen Standartlar	158
3.3.3.1. Uluslararası Standartlar	158
3.3.3.2. Ülke Uygulamaları	160
3.4. Türkiye’de Menkul Kıymet Ödünç Uygulamaları	164
3.4.1. Genel Açıklama	164
3.4.2. Sermaye Piyasası Kurulu Düzenlemeleri	164
3.4.3. İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. Aracılığında Ödünç Pay Senedi Piyasası	165
3.4.3.1. İşleyiş Esasları	166
3.4.3.2. Teminatlarla İlişkin Esaslar	168
3.4.3.3. Emirler	170
3.4.3.4. Takas ve Ödemeler	173
3.4.3.5. Ödünce Konu Kıymetten Doğan Haklar	174
3.4.3.6. Temerrüt	177
3.4.4. Aracı Kurumların Bünyesinde Geçekleştirilen Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri	180
3.4.5. Takasbank ÖPSP Piyasasının Analizi	181
3.5. Açığa Satış ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri İle İlgili Öneriler Ve Standartlar	185
3.5.1. Dünya Genelinde Düzenleyici Otoritelerin Standartları ve Önerileri	185
3.5.2. Türkiye’de Piyasa Katılımcılarının Talep Ettiği Değişiklikler	186
4. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA AÇIĞA SATIŞ VE MENKUL KİYMET ÖDÜNÇ İŞLEMLERİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA	188
4.1. İMKB’de Yapılan Açığa Satış İşlemlerinin Genel Analizi	188
4.1.1. Genel Metodoloji	188
4.1.1.1. Kümeleme Analizi	189
4.1.1.2. Korelasyon Analizi	192
4.1.2. Çalışmanın Kısıt ve Varsayımları	193
4.1.3. Açığa Satışa Konu Hisse Senetleri İçin Kümeleme Analizi	196
4.1.4. Açığa Satış İşlemleri İçin Genel İstatistik Analizler	204
4.1.4.1. Açığa Satış Dağılımının Analizi	204
4.1.4.2. Açığa Satış ve Fiyat Performansı	207
4.1.4.3. Açığa Satış ve Likidite	211
4.1.4.4. Açığa Satış ve Volatilité	213
4.1.4.5. Gün İçerisinde Oluşan Ağırlıklı Ortalama Açığa Satış Fiyatının Seans Ağırlıklı Ortalama ve Kapanış Fiyatları ile Karşılaştırmalı Analizi	215
4.1.4.6. Açığa Satış ve Takasbank ÖPSP Piyasası	217
4.1.4.7. İMKB’de Yapılan Açığa Satış İşlemlerinin Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkisinin Analizi	221
4.1.4.8. Açığa Satış ve Halka Arz	222
4.1.5. Bulgular	224
5. SONUÇ	227

EKLER	236
KAYNAKÇA	275
KAYNAKÇA	276

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 1 Açığa Satış İle İlgili Ülke Uygulamaları	126
Tablo 2 Menkul Kıymet Ödünç İşlem Tiplerinin Karşılaştırılması	151
Tablo 3 Kümeleme Analizine Konu Hisse Senetleri	195
Tablo 4 Açığa Satış İşlem Miktarı Kümeleme Analizi Birleştirme Planı Ve Dendrogramı	196
Tablo 5 Toplam İşlem Miktarı Kümeleme Analizi Birleştirme Planı Ve Dendrogramı	200
Tablo 6 Açığa Satış Dağılımı İstatistikleri	205
Tablo 7 Açığa Satış ve Fiyat Performansı İstatistikleri	209
Tablo 8 Açığa Satış ve Fiyat Performansı Karşılaştırmalı Getiri Grupları İstatistikleri	210
Tablo 9 Açığa Satış ve Likidite İMKB Endeks Grupları Karşılaştırmalı İstatistikleri	213
Tablo 10 Açığa Satış ve Volatilite Grupları Karşılaştırmalı İstatistikleri	214
Tablo 11 Açığa Satış Fiyatı ile Seans Ağırlıklı Ortalama Fiyatlarının Karşılaştırılması	216
Tablo 12 Açığa Satış Fiyatı ile Kapanış Fiyatlarının Karşılaştırılması	216
Tablo 13 Takasbank ÖPSP Piyasasındaki Ödünç İşlemlerinin İMKB AÇIĞA Satışı İşlemlerini Karşılama Oranları	220
Tablo 14 Takasbank ÖPSP Piyasasındaki Ödünç İşlemlerinin İMKB AÇIĞA Satış İşlemleri İle Korelasyonu	220
Tablo 15 Analizlere Dahil Edilmiş Bankalar	222
Tablo 16 Analizlere Dahil Edilmiş Halka Arz Edilen Hisse Senetleri	224

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1 : Kazanç-Kayıp Grafikleri.....	26
Şekil 2 : Fiyat Riskinden Tam Korunma (Perfect Hedge).....	27
Şekil 3 : Kar Zarar Durumları (Imperfect Hedge)	29
Şekil 4 : Açığa Satış ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemi İlişkisi	36
Şekil 5 : Menkul Kıymet Ödünç İşlemi.....	37
Şekil 6 : Açığa Satış ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemlerinde Karşılaşılan Riskler	58
Şekil 7 : Açığa Satış ve Temel Opsiyon Stratejileri.....	83
Şekil 8 : Miller'in Hisse Senedi Talep ve Arz Eğrileri	90
Şekil 9 : Miller'in Hisse Senedi Talep ve Arz Eğrileri Kötümser Yatırımcının Halka Açık Bilginin Farkında Olmaması Durumu.....	93
Şekil 10 : İMKB Hisse Senedi Piyasası Açığa Satış İşlem Miktarları ve Toplam İşlem Miktarları (2006-2007).....	140
Şekil 11 : İMKB Hisse Senedi Piyasası Açığa Satış İşlem Miktarlarının Sektör Bazında Dağılımı (2006-2007).....	140
Şekil 12 : Menkul Kıymetler İle Teminatlandırılmış Bir Ödünç İşlemi	143
Şekil 13 : Nakit İle Teminatlandırılmış Bir Ödünç İşlemi	145
Şekil 14 : Takasbank ÖPSP Piyasasında İşlem Yapan Kurumlar.....	182
Şekil 15 : Takasbank ÖPSP Piyasasında Ödünç Alan Kurumlar	183
Şekil 16 : Takasbank ÖPSP Piyasasında Ödünç Veren Kurumlar.....	183
Şekil 17 : Takasbank ÖPSP Piyasası Ödünç İşlem Miktarları	184
Şekil 18 : Takasbank ÖPSP Piyasası Ödünç İşlem Miktarlarının Sektör Bazında Dağılımı.....	184
Şekil 19 : İMKB(XUTUM) Endeksinin 03/09/2007-30/11/2007 Tarihleri Arasında Kapanış Değerleri.....	211

KISALTMALAR

<i>ABD</i>	: Amerika Birleşik Devletleri
<i>AGM</i>	: Annual General Meeting
<i>bk.</i>	: Bakınız
<i>DBV</i>	: Delivery by Value
<i>DİBS</i>	: Devlet İç Borçlanma Senedi
<i>DVD</i>	: Teslim Karşılığı Teslim
<i>DVP</i>	: Ödeme Karşılığı Teslim
<i>FBI</i>	: Federal Bureau of Investigation
<i>GMRA</i>	: Global Master Repurchase Agreement
<i>IOSCO</i>	: International Organization of Securities Commissions
<i>IPO</i>	: Initial Public Offering
<i>ISLA</i>	: International Securities Lending Association
<i>ISMA</i>	: International Securities Market Association
<i>İMKB</i>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<i>md.</i>	: Madde
<i>MKK</i>	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
<i>NASD</i>	: National Association of Securities Dealers Inc.
<i>NYSE</i>	: New York Stock Exchange
<i>OECD</i>	: Organization for Economic Co-operation and Development
<i>OSLA</i>	: Overseas Securities Lending Agreement
<i>OTC</i>	: Over The Counter Market
<i>ÖPSP</i>	: Ödünç Pay Senedi Piyasası
<i>SEC</i>	: Security and Exchange Commission
<i>SPK</i>	: Sermaye Piyasası Kurulu

<i>SPKn</i>	: Sermaye Piyasası Kanunu
<i>TBMA</i>	: The Bond Market Association (New York, NY)
<i>TCMB</i>	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
<i>USD</i>	: United States Dollar

GİRİŞ

Finansal sistem, genellikle gelişmiş olan ekonomilerde, belirli kurumların ve pazarların bir arada ve karşılıklı olarak birbirlerini etkileyen temel fonksiyonlarını gerçekleştirmek amacıyla bir araya gelmeleri sonucu oluşmaktadır. Gelişmiş bir ekonomide iyi işleyen finansal sistemin üstlendiği rol tartışılmazdır. Finansal sistemin bir parçası olan sermaye piyasaları da ekonomik gelişme ve kalkınmada önemli bir fonksiyona sahiptir. Sermaye piyasalarının fonksiyonlarını başarılı bir şekilde yerine getirebilmesi ve gelişip büyüebilmesi için en önemli niteliklerden biri likiditedir, yani büyük montanlı yatırım pozisyonlarını hızlı, düzgün, minimum piyasa etkisi ile satabilme ve alabilme yetisidir.

Sermaye piyasası araçlarına yatırım düşük fiyattan satın alıp yüksek fiyattan satma ilkesine dayanır. Açığa satış işlemleri de bu ilkedен farklı değildir. Açığa satış işlemlerindeki fark söz konusu ilkenin tersten uygulanmasıdır. Açığa satış sahip olunmayan veya sahip olunduğu halde teslim edilmek istenmeyen bir menkul kıymetin ödünç alınarak satılmasını ifade etmektedir. Açığa satış işlemi, fiyatlarda düşüş beklentisine sahip olduğunda gerçekleştirilmektedir. Beklentinin gerçekleşmesi durumunda elinde bulunmayan menkul kıymeti satmış olan yatırımcı, aynı menkul kıymeti daha ucuz bir fiyatla satın alarak ödünç verene iade etmektedir. Yani menkul kıymet piyasalarında genelde uygulanmaya çalışılan “düşük al-yüksek sat” stratejisi yine uygulanmakta fakat işlemlerin sırası değişmektedir. Teknik olarak açığa satış, açığa satılacak olan menkul kıymetlerin borçlanılmasıyla başlar. Çünkü açığa satış yapan taraf açığa satışı yapılacak olan menkul kıymete ya hiç sahip değildir veya sahip olduğu halde bunları elinden çıkarmak istememektedir. Yani her iki durumda da açığa satışı yapan kişi karşı tarafa takas günü teslimat yapabilmek için menkul kıymeti ödünç almak durumundadır.

Açığa satış yükselen bir piyasada hisse senedinin gereğinden fazla değerlenmesini engellediği gibi, düşen bir piyasada da düşüşü değiştirmek için gereken talebi de yaratabilmektedir. Piyasada iyileşmenin ilk işaretlerinden biri açığa satılan hisse senetlerinin geri alınması sonucunda bu hisse senedinin fiyatında meydana gelen artıştır. Açığa satış konjonktürün her iki yönünde de dengeleyici rol oynayabilmektedir.

Açığa satışın piyasa etkinliğine birçok katkısı bulunmaktadır. Açığa satış işlemleri herhangi bir piyasanın likiditesine katkı sağlamakla birlikte, fiyatların denge noktasına daha çabuk ulaşmasını sağlamaktadır. Yatırımcılar fiyatını düşük buldukları hisse senetlerini satın alıp, fiyatını yüksek buldukları hisse senetlerini açığa satarak istedikleri spekülâtif pozisyonu alabilmektedirler. Söz konusu işlemler için de gerekli bilgileri toplamakta ve piyasanın bilgisel etkinliğinin artmasına etkide bulunmaktadır. Açığa satış engellenirse yatırımcı iyi beklentileri olan hisse senetlerini satın alacak, ancak kötü beklentileri olan hisse senetleri ile ilgili olarak hiçbir şey yapamayacaktır. Açığa satışların engellendiği böyle bir piyasada fiyatlar olması gereken düzeyin üzerine çıkabilecektir.

Likiditeyi arttıran en önemli faktörlerden biri de menkul kıymet ödünç alma ve verme fonksiyonlarının gelişimidir. Menkul kıymet ödünç işlemleri bir likidite kaynağıdır, açığa satış ve benzeri arbitraj stratejilerine imkan sağlamaktadır. Menkul kıymet ödünç işlemleri sadece açığa satışta değil hisse senedi bazlı türev ve diğer sermaye piyasası araçlarının kullanımından doğan riskleri hedge etmek amacıyla da kullanılmaktadır.

Menkul kıymet ödünç işlemleri ve açığa satış menkul kıymet piyasalarında daima birlikte uygulanmakta olduğundan bu çalışmada her iki konu birlikte ele alınmıştır. 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 düzenleyici kuruluşların açığa satışla ilgili olarak yapmış oldukları son çalışmalara değinilmiş ve bazı önerilerde bulunulmuştur. Buna paralel menkul kıymet ödünç işlemlerinin gelişmiş piyasalardaki teknik yapısı ve uygulama biçimi ele alındıktan sonra Türkiye'deki uygulama biçimi ile uygulama koşulları konusunda değerlendirme yapılmıştır.

Açığa satış işlemleri ile ilgili üç ayrı yaklaşım bulunmaktadır. İlki piyasa etkinliğini arttırdığı yönündedir, ikincisi piyasalar için faydalı olduğu fakat kontrollü olması gerektiğidir, üçüncüsü ise piyasaları iyileştirmenin ötesinde zarar verdiği yönündedir. Bu yaklaşımlar ile paralel olarak açığa satış işlemleri için farklı düzenleyici

uygulama ve yaklaşımlar geliştirilmiştir. Açığa satış ile ilgili geliştirilecek yaklaşım ve düzenleyici uygulamalara karar verirken İMKB hisse senedi piyasasında yapılan açığa satış işlemlerinin karakteristiğinin ve genel olarak İMKB hisse senedi piyasasının özelliklerinin dikkate alınması gerektiği düşünülmüştür. İMKB hisse senedi piyasasında günlük açığa satış ile ilgili olarak yayınlanan veri kullanılarak açığa satış işlemlerinin genel karakteristiği incelenmiştir. Bu çalışmada amaçlanan açığa satış işlem stratejisi kullanılarak yapılan yatırım aktivitesini ve bu kapsamda İMKB hisse senedi piyasasının özelliklerini anlayabilmektir.

Çalışmanın birinci bölümünde genel olarak hisse senedi piyasalarında gerçekleştirilen açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemleri, birlikte ele alınmıştır. Bu işlemler ile ilgili düzenlemeler, işleyiş biçimi, türleri açıklandıktan sonra bu tür işlemlerde karşılaşılabilecek riskler ve risklerin önlenmesi için yapılması gerekenler açıklanmıştır. Açığa satış işlemleri ile bağlantılı olarak organize vadeli piyasalarda asıl olarak futures ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir. Bu bölümde futures ve opsiyon sözleşmelerin açığa satış işlemleri ile bağlantısı ele alınmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde açığa satış ve bunun uzantısı şeklinde menkul kıymet ödünç işlemleri ile ilgili teorik altyapı açıklanmış ve literatür çalışması yapılmıştır. Açığa satış ile ilgili teorik ve ampirik çalışmaların büyük çoğunluğu açığa satış kısıtlamaları ve bu kısıtlamaların fiyatlamaya etkisi ve açığa satışın yatırım stratejilerini uygulamada kullanılışı hakkındadır.

Üçüncü bölümde yurt dışındaki açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemlerinin uygulamasına ilişkin bilgiler verilmiştir. Çalışmada bu konuda diğer ülkelere de rehberlik etmiş olan Amerika ve İngiltere uygulaması esas alınmıştır. Türkiye’de açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemlerine ilişkin Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ve Takasbank düzenlemeleri açıklandıktan sonra, uygulamaya ilişkin bilgiler ve istatistikler verilmiştir.

Dördüncü bölümde İMKB hisse senedi piyasasında yapılan açığa satış işlemleri ile ilgili olarak kümeleme analizi yöntemi ile bir dizi soruya yanıt aranmış, bu

işlemlerin istatistik analizleri yapılmış ve sonuçlar yorumlanmıştır. 2006-2007 tarihleri arasında iki yıllık dönem için İMKB’de işlem gören ve açığa satışı yoğun olarak konu olmuş ilk 29 adet hisse senedi, açığa satış miktarları ve işlem miktarları başlıkları altında kümelenmiştir. Analiz çalışmasının devamında Eylül-Kasım 2007 dönemine ait 3 aylık veri seti üzerinde birtakım istatistikler ile bu dönem içinde İMKB’de işlem gören tüm hisse senetlerine ait açığa satış işlemlerinin genel olarak analizi yapılmıştır. Açığa satış yapan kişilerin hisse senedi fiyatlarının düşeceği beklentisi içerisinde açığa satış yaptığı varsayımından yola çıkılmıştır.

Sonuç bölümünde ise, çalışmanın kısa bir özeti ve konunun genel bir değerlendirmesi ile Türkiye’de açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemlerinin etkin ve mevzuata uygun bir şekilde yürütülebilmesi için yapılması gereken düzenleme ve sağlanması gereken koşullara değinilmiştir.

1. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA AÇIĞA SATIŞ VE MENKUL KIYMET ÖDÜNÇ İŞLEMLERİ

1.1. Finansal Sistem

Finansal sistem, bir ekonomi için son derece büyük önem arz eden fon dolaşımının sağlanabilmesinde, piyasaları, araçları, aracılı ve çeşitli hukuki düzenlemeleriyle bir organizasyon olarak tanımlanabilir. Bu organizasyonun faaliyetlerine devam edebilmesi için, öncelikle ekonomik birimlerin tasarruflarında bulunmaları ve farklı ekonomik birimlerin çeşitli nedenlerle bu tasarruflara ihtiyaç duyması gerekmektedir.

Finansal sistem, tasarrufları neticesinde fon fazlası olanlarla, gerçekleştirecekleri yatırımları için fon açığı olanların bir araya geldiği piyasalardan oluşmaktadır. Finansal sistem içerisindeki piyasalarda fon transfer işlemleri gerçekleşir. Finansal sistem, fon arz ve talebini yürüten finansal kurumlar, fon transferi esnasında kullanılan finansal araçlar ve tüm bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşmaktadır.

Finansal hizmetler ekonomisinin, finansal piyasalar, finansal kurumlar ve finansal araçlardan oluşan üç temel bileşeni bulunmaktadır. Finansal piyasalar, kısa ve uzun vadeli sermaye hareketlerinin karşılıklı etkileşimde bulunduğu organizasyonlar olarak tanımlanmaktadır. Finansal piyasaların çalışabilmesi, finansal sistemin genel anlamda ekonomi içerisindeki etkinliğine bağlıdır¹.

1.1.1. Finansal Piyasalar

Finansal piyasa bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan doku şeklinde tanımlanabilmektedir.

¹ İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001, s. 116.

Finansal piyasaları çeşitli kıstaslara göre sınıflandırmak mümkündür. Bu kıstaslar, piyasada oluşan işlemler, kullanılan araçların vadeleri ve türleri, piyasayı düzenleyen kurallar olabilir.

İşlemlere göre finansal piyasalar, spot piyasalar, futures ve forward piyasalar, over-the-counter (OTC) piyasalar, opsiyon piyasaları, swap piyasaları olarak gruplara ayrılabilirler.

Finansal araçların vadelerine göre piyasalar para piyasası ve sermaye piyasası olarak ikiye ayrılmaktadır.

Finansal aracın türlerine göre ise finansal piyasalar hisse senedi piyasası, tahvil piyasası, döviz ve altın piyasası olarak sınıflandırılabilir.

Piyasayı düzenleyen kurallara göre finansal piyasalar örgütlenmiş ve örgütlenmemiş piyasalar olarak bir ayrıma tabi tutulmaktadır.

Finansal piyasaları çeşitli kıstaslara göre sınıflandırmak mümkündür. Ancak burada bu sınıflandırmaların detayına girilmeyecek, finansal piyasalar para ve sermaye piyasaları olarak bir ayrıma tabi tutulacak, diğer bölümlerde açıklanmaya çalışılacak olan konulara bir altyapı oluşturması amacıyla hisse senedi, futures ve opsiyon piyasalarından kısaca bahsedilecektir.

1.1.1.1. Finansal Araçların Vadelerine Göre Piyasalar

1.1.1.1.1. Para Piyasaları

Para piyasası kavramı gerek batıda gerekse ülkemizde aynı anlamlarda kullanılmaktadır. Batılı kaynaklarda para piyasası kısa vadeli likiditesi yüksek, riski düşük piyasa olarak tanımlanmaktadır. Vadesi en çok bir yıla kadar olan fon arz ve talebinin karşı karşıya geldiği piyasaya para piyasası denmektedir. Bu piyasanın kurumları daha çok ticari bankalar ve kamu kurumlarıdır. İşletmeler genellikle bankalardan sağladıkları kısa vadeli kredilerle “işletme sermayesi” ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Devlet de hazine bonosu devlet tahvili gibi kısa vadeli finansal araçlar ihraç ederek sağladığı fonlarla kısa vadeli ihtiyaçlarını gidermeye çalışmaktadır.

Para piyasalarında kısa vadeli likidite fazlası olanlarla, kısa vadeli likidite açığı olanlar karşı karşıya gelmektedir. Likidite fazlası olan bu tasarrufu karşılığında bir ödül yani faiz talep etmekte, likidite açığı olan ise tasarruf açığını belirli bir bedel, yani faiz ödeyerek kapatmak istemektedir.

Para piyasalarının genel kabul görmüş temel özellikleri şöyle sıralanabilir²:

- Bu piyasalar iyi örgütlenmiş bir kurumsal yapıya sahip.
- İyi eğitilmiş, piyasa deneyimleri olan profesyoneller işlem yapıyor.
- Piyasada işlem yapan katılımcıların kredibilitesi çok yüksek, bu nedenle normal koşullarda işlemler teminat istemeden yapılıyor.
- Para piyasalarında işlem gören ürünler büyük ölçüde standart. Ancak katılımcılara uygun ürünleri de piyasa da bulmak mümkün oluyor.

Para piyasasında her bir birim hem arz hem de talep eden özelliğine sahiptir. Para piyasasından borç alanlar, para piyasası araçlarını arz edenler fakat para talep edenlerdir. Ödünç verenler ise para piyasası araçlarını talep edenler fakat para arz edenlerdir.

Bu piyasanın araçları, mevduata dayalı belgeler, kısa vadeli senetler ve devletin çıkardığı hazine bonoları gibi araçlardır. Para piyasasındaki işlemlerin vadesi bir günden bir yıla kadar değişir ancak bir yıldan daha fazla değildir. Bu nedenle de bu piyasadan sağlanan fonlar kısa sürede paraya çevrilmesi mümkün olan varlıkların finansmanında kullanılmaktadır.

Devlet para piyasası araçlarını arz eden en önemli ekonomik birimdir. Devlet finansal araçlarının büyük boyutlarda olması fon gereksiniminin boyutları konusunda da bir fikir vermektedir. Devletten sonra para piyasası araçlarını arz eden en önemli birim ticari bankacılık sistemi olmaktadır. Ticari bankalar, işletmelerin ve tüketicilerin

² Sadi Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**, ECU Eğitim ve Danışmanlık Hizmetleri San. Ve Tic. Ltd. Şti: İstanbul, 2000, s. 23.

kredi ihtiyaçlarını karşılamak için gerek duydukları fonların büyük bir kısmını para piyasasından elde ederler.

Merkez Bankaları, para ve kredi işlerini ticari hayatın ihtiyaına ve devletin ekonomi politikasına göre düzenlemeye çalışan, senyoraj hakkını kullanan, bankaların nakit rezervlerini muhafaza eden, bankalar arasında takas işlemlerini düzenleyen, uluslar arası ödemelerde döviz gelir ve gider hesaplarını tutan ve ülkenin döviz ve altın rezervlerini muhafaza eden st bir finansal kurumdur³. Merkez bankasının kullandığı araçlar olarak, munzam karşılıkları, açık piyasa işlemleri, açık piyasadan geri satın alma anlaşmaları ve iskonto oranları sayılabilir.

1.1.1.1.2. Sermaye Piyasaları

Basit ve geniş tanımı ile sermaye piyasası sermaye arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır.

Sermaye piyasası, orta, uzun ve sonsuz vadeli fonların arz ve talebinin aracı kuruluşlar aracılığı ile ve menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasadır. Bu tarifin içine girmeyen her türlü sermaye hareketleri , kredi, döviz, altın, ticari senet gibi doğrudan doğruya veya dolaylı olarak fon transferlerine sebep olan bütün alış verişler sermaye piyasasından daha geniş bir kavram olan mali piyasanın erevesi içinde kalır. Bu sebeple sermaye piyasası da mali piyasanın bir parçasıdır.

Mali piyasada genel finans sistemi içinde kısa vadeli fonların arz ve talep edildiği bölüm para piyasası olarak kabul edilir. Para piyasası geçici ve mevsimlik nakit sıkıntısının giderilmesi için, sermaye piyasasına ise genellikle sabit yatırımlar ve devamlı işletme sermayesinin finansmanı için başvurulur. Para piyasasında kaynaklar vadeli ve vadesiz mevduat, sermaye piyasasında ise devamlılık arz eden tasarruflardır.

Farklı yönlerine rağmen bu iki piyasa birbiriyle ilişki halindedir. Fon talep edenler yatırım araçlarına göre bu iki piyasadan birine veya her ikisine de başvurabilirler.

³ Uludağ ve Arıcan, s. 12.

Sermaye piyasasında arz ve talep bazı araçlar yardımı ile karşılaşır. Bu araçlara sermaye piyasası araçları ve menkul kıymetler diyoruz. Sermaye fonları menkul kıymetlerin alım satımı yoluyla el değiştirir. O halde sermaye piyasasını menkul kıymetler piyasası ile birlikte düşünmek zorundayız.

Sermaye piyasasının yapısını; hukuki çerçeve, sermaye kurumları, sermaye piyasasının araçları, menkul kıymet arz edenler, menkul kıymet talep edenler ve aracılar olarak incelemek gerekir.

Sermaye piyasaları, farklı kriterlere göre çeşitli ayrımlara tabi tutulmaktadır.

1- Menkul Değerlerin Sermaye Piyasasında İşlem Görme Şekilleri Bakımından

Sermaye piyasasında fonlar kıymetli evrak hükmündeki belgeler karşılığında el değiştirdiğine göre, fon sahipleri bu belgeleri iki şekilde satın alabilirler: ya ilk ihraçtan, veya ikinci elden.

a- Birincil Piyasa

Tasarruf sahiplerinin tahvil ve hisse senedi gibi hak temsil eden belgeleri doğrudan doğruya ihraç eden kuruluşlardan veya bunlara ihraçta aracılık eden kurumlardan alabildikleri durumlarda birincil piyasa, (primary market) söz konusudur⁴.

b- İkincil Piyasa

İkincil piyasa (secondary market) menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasadır ve menkul kıymetlerin likiditesini arttırarak birincil piyasaya talep yaratır, onun gelişmesini sağlar⁵. İkincil piyasanın en iyi teşkilatlanmış bölümü menkul kıymet borsalarıdır. Borsalardan başka birde borsa dışı (over the counter : tezgah üstü) piyasa vardır.

⁴ David S. Kidwell, Richard L. Peterson and David W. Blackwell, **Financial Institutions, Markets and Money**, 6. Edition , USA:The Dryden Press, 1997, s. 75.

⁵ Kidwell, Peterson and Blackwell, s. 267-268.

c- Üçüncül Piyasa

Borsaya kayıtlı hisse senetlerinin borsa dışında alınıp satılmasıyla oluşan piyasadır. Özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) yaygın olan ve "tezgah üstü" (over the counter) olarak adlandırılan bu tür piyasalarda alım ve satım işlemi belli bir mekana ve zamana bağlı olmadan gerçekleştirilmektedir⁶. Bu piyasaların yapısı, tıpkı organize olmamış sermaye piyasası yapısına benzemektedir. Piyasadaki aracılar, her yerde pazar oluşturmaya çalışırlar. Aracılar, borsadaki menkul kıymetlerden oluşan büyük menkul kıymet stoklarına sahiptirler. Bu piyasadaki aracılar, organize borsadaki acentelerin rakibi durumundadırlar. Onun için acentelerin komisyonlarının azalmasına neden olabilirler⁷.

d- Dördüncül Piyasa

Aracı kurumların tamamen ortadan kaldırıldığı, işlemlerin doğrudan yatırımcılar arasında gerçekleştirildiği piyasalardır. Bu tip işlemler daha çok, kurumsallaşmış büyük yatırımcılar arasında gerçekleştirilir. Bunların avantajlı yönü, işlemlerin giderlerini tümüyle ortadan kaldırmalarıdır⁸. Dördüncül piyasada faaliyet göstermenin belli başlı nedenleri , daha iyi bir fiyat sağlama umudu, komisyondan tasarruf, işlemlerin hızla sonuçlandırılması, işletme adının gizli tutulması, vb. nedenler olabilir. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde, özel şahıslara ait dördüncül piyasa işlemleri yapan örgütler vardır. Bu örgütler, alıcı ve satıcı arasındaki haberleşmeyi telefon veya doğrudan görüşme ile sağlamaktadırlar⁹.

2- Kurumsal Piyasa Yerinin Olup Olmaması Bakımından

a- Örgütlenmiş(organize) Sermaye Piyasaları

Menkul Kıymet Borsalarıdır. Genel olarak borsa kavramından alıcı ile satıcının veya onların vekillerinin emtia, menkul kıymet veya buna benzer misli emtia veya

⁶ William F. Sharpe, Gordon J. Alexander and Jeffery V. Bailey, **Investments**, Sixth Edition, USA: Prentice-Hall International, Inc., 1999, s. 59.

⁷ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi**, Bursa: Ekin Kitapevi, 2000, s. 18.

⁸ Sharpe, Alexander and Bailey, s. 62.

⁹ Ceylan ve Korkmaz, s. 19-20.

kıymetten sayılan diğler şeyler üzerinde alım-satım yapmak amacı ile bir araya geldikleri, belirli sürelerde belirli yerlerde kurulan, belli kurallarla çalışan organize edilmiş merkezi pazarlar anlaşılmaktadır¹⁰.

Borsalar genel olarak iş konularına göre adlandırılmaktadırlar. Döviz borsası (foreign exchange bourse), ticaret borsası (commodity exchange), altın borsası (gold exchange), menkul kıymetler borsası (securities exchange) gibi. Menkul kıymet borsalarının daha gelişmiş tipleri vadeli işlemler borsası (futures exchange) ve opsiyon borsası (options exchange) gibi adlar taşır.

b- Örgütlenmemiş(serbest) Sermaye Piyasaları

Bu tür örgütlenmemiş piyasalar, menkul kıymetler piyasasının tamamlayıcısıdır. Bu piyasaların merkezi bir yerleşimi yoktur. Burada borsaya kayıtlı olmayan üyelerde işlem yapabilirler¹¹.

3- Piyasanın Coğrafi Genişliği Bakımından

a- Yöresel Piyasalar

Belli bir yörede faaliyet gösteren mahalli nitelikte piyasalardır.

b- Ulusal Piyasalar

Faaliyetleri belli bir coğrafi alan ile sınırlı olmayan, tüm ülkede faaliyet gösteren piyasalardır. Bu tür piyasalarda, mali işlemin iki tarafı da aynı ülkede yerleşik kişi ve kurumlardır.

c- Uluslararası Piyasalar

Fon arz ve talebinin farklı ülkelerde oturan kişi veya kurumlar arasında gerçekleştiği piyasalardır. Bir başka ifade ile, ulusal fonların yabancılara veya yabancı

¹⁰ Kidwell, Peterson and Blackwell, s. 57.

¹¹ Kidwell, Peterson and Blackwell, s. 271.

fonların yerli kullanıcılara sağlandığı durumlarda sermaye piyasaları uluslararası bir nitelik kazanır¹².

1.1.1.2. Finansal Araçların Türlerine Göre Piyasalar

1.1.1.2.1. Hisse Senedi Piyasaları (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)

1985 yılında faaliyete geçen İMKB’de ilk hisse senedi işlemleri, 1986 yılında gerçekleşmiştir. İMKB’ye SPK tarafından aracılık faaliyetinde bulunmak üzere yetki belgesi verilmiş olan aracı kuruluşlar (aracı kurumlar ve bankalar) üye olabilir. İMKB’de sadece İMKB üyeleri işlem yapabilirler. İMKB’de alım satım yapmak isteyen yatırımcılar emirlerini borsa üyeleri aracılığıyla borsaya iletirler. Borsa üyeleri, Borsa’da üye temsilcileri tarafından temsil edilirler.

Hisse Senetleri Piyasası’nda birincil ve ikincil piyasa işlemleri gerçekleştirilir.

İMKB Hisse Senetleri Piyasası’nda aşağıda belirtilen, beş pazar bulunmaktadır.

- Ulusal Pazar
- İkinci Ulusal Pazar
- Yeni Ekonomi Pazarı
- Gözaltı Pazarı
- Fon Pazarı

“Açığa Satış” türündeki emirler, Gözaltı Pazarı hariç İMKB pazarlarındaki tüm hisse senetlerinde ve Fon Pazarı’nda işlem gören Borsa Yatırım Fonları katılma belgesi paylarında, açığa satış yapmaya yetkisini İMKB’ye bildirmiş üyeler tarafından girilebilmektedir. Açığa satış emirlerinin geçerlilik süresi tek seanstır. Tüm gün, yani 1’inci ve 2’nci seans geçerli açığa satış emri verilemez.

¹² Kidwell, Peterson and Blackwell, s. 59.

Bir piyasada, bir seansta veya belli bir dönemde alınıp satılan (el değiştiren) menkul kıymet adedi işlem miktarıdır. Borsa'da, her işlem günü, her iki seansın işlemleri için ayrı ayrı hisse senedi bazında işlem miktarı yayınlanır. Farklı pazarlarda gerçekleşen işlem miktarları toplandığında, İMKB'nin o günkü işlem miktarı ortaya çıkar. Birincil piyasadaki işlemler ayrı olarak gösterilir.

Hisse senedinde gerçekleşen her sözleşmedeki hisse senedi sayıları ile işlem fiyatlarının çarpılması sonucu bulunan miktar işlem hacmidir. Tüm hisse senetlerinin işlem hacimleri toplamı, Hisse Senetleri Piyasasının toplam işlem hacmini oluşturur.

Bir sermaye piyasası aracının, kendisi veya katları ile işlem yapılabilecek asgari sayısı veya değeri işlem birimi olarak ifade edilir. Hisse senetleri piyasasında işlem birimi olarak lot kullanılır. 1 lot 1 adet hisse senedi veya 1 YTL nominal değerli hisse senedine denktir. Fon Pazarında da 1 lot 1 adet Borsa Yatırım fonu katılma belgesinden oluşmaktadır.

1.1.1.2.2. Vadeli İşlem Piyasaları

Vadeli piyasalarda alım satıma konu menkul kıymetler pay senedi ve tahvil gibi herhangi bir şirketin veya devletin çıkardığı değerler olmayıp, önceden belirlenen bir vadede ve standart bir büyüklükte, üzerine yazılan mal veya kıymetin teslimini içeren türev araçlardır. Türev ürünler özellikle 1980'li yıllarda, uluslararası finans piyasalarında müşterilerin yatırım finansmanı, risk yönetimi gibi karmaşık ve rekabete yönelik çeşitli ihtiyaçlarına cevap verebilmek amacıyla ortaya çıkan gelişmiş ürünlerdir. Para, sermaye ve mal piyasalarının mevduat, mevduat sertifikası, hazine bonusu, hisse senedi, tahvil gibi araçlarına alternatif olarak geliştirilmiş işlemleri ve sermaye piyasası araçları geleceğe yönelik belirsizliklerin giderilmesinde istenilen risk düzeyine ulaşılmasında her zaman yeteri kadar esnek olmamaktadır. Üstelik bu piyasaların katılımcıları da her zaman ihtiyaçlarını doğrudan karşılayacak araç ve piyasalara kolaylıkla ulaşamamaktadır. Türev ürünler piyasalarda karşılaşılan bu güçlükleri gidermek ve piyasaların aktivitelerini artırmak amacıyla kullanılır. Bu ürünlerin türev ürünleri olarak adlandırılmaları daha önce varolan finansal piyasa araçlarından doğrudan türetilmesinden değil, piyasanın ihtiyaçları doğrultusunda geliştirilmiş

olmalarından kaynaklanmaktadır. Türev ürünleri, piyasaya belirli bir likidite sağlarken, yatırımcı istediği nakit akımını elde edebilmekte, borçlanan taraf da ucuz finansman sağlayabilmektedir¹³.

Türev piyasalarından tarihsel olarak en eski olanı future işlemleridir.

Future işlemler belirli bir değerin ki bu değer mal, döviz, altın ve benzeri olabilir, gelecekte önceden belirlenmiş bir tarihte, önceden belirlenmiş bir fiyattan teslimine yönelik işlemleri ifade etmektedir. Bu işlemler bir kontrata dayanır ve fiziki piyasalar aracılığıyla (borsalar) işlem görür. Satıcı kontratta yer alan varlığın standart bir miktarını önceden belirlenmiş bir fiyattan ve gelecekte önceden belirlenmiş bir tarihte teslim etmeyi taahhüt ederken, alıcı ise teslimatı almayı taahhüt eder. Future işlemlerinin en temel özelliklerinden birisi, kontratların standart miktarlar üzerinden düzenlenme zorunluluğudur.

Future işlemlerin yapıldığı borsalar organize borsalar olup, belli kurum ve kurallara sahiptir. Bu borsalara içerisinde alınıp satılan mal veya hizmetlerin özelliğinden dolayı vadeli işlem borsaları da denilmektedir.

Opsiyon sözleşmesi bir pirim karşılığında üzerinde anlaşılan bir mal veya finansal aracı ileriki bir tarihte satın alma veya satma hakkı veren bir menkul değerdir. Opsiyon sözleşmelerinde future sözleşmelerinde olduğu gibi bir taahhüdün yerine getirilmesi zorunluluğu yoktur sadece bir alım veya satım hakkının varlığı söz konusudur. Opsiyon sözleşmelerinde bir hak söz konusu olduğu için belli bir pirim karşılığı vade tarihindeki koşullara göre satın alma hakkı kullanılır veya kullanılmaktan vazgeçilebilir¹⁴.

Vadeli işlem piyasalarının temelini oluşturan futures ve opsiyon işlemleri çoğunlukla organize borsalarda işlem görmekte, bunun doğal bir sonucu olarak da, vade, sözleşme büyüklüğü, alınacak teminatlar, fiyat adımları gibi işlem kriterleri, ilgili borsalar tarafından belirlenmektedir. Organize borsalarda işlem gören vadeli işlem

¹³ Naci Arıkan, "Türev Ürünleri Menkul Kıymet midir?", **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı:200 (Nisan, 1998), s. 94.

¹⁴ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, İstanbul:Türkmen Kitabevi, 2003, s. 339.

sözleşmelerinin (futures ve opsiyon sözleşmeleri) standartlaştırılmasının en önemli nedeni piyasanın likit olmasını sağlamaktır. Forward işlemlerinin en temel özelliği ise, organize borsalarda yapılmaması ve dolayısıyla fiyat, miktar vade gibi unsurların standart olmayıp karşılıklı anlaşmayla belirlenmesidir.

Forward işlemleri, belli miktarda malın veya finansal aracın (hisse senedi, tahvil, döviz vb.) önceden belirlenmiş bir fiyattan ve gelecekte önceden belirlenmiş bir tarihte satın alınması veya satılması yükümlülüklerini içeren sözleşmeye dayalı işlemlerdir. Bu sözleşmede varlığın özelliği, teslim ve ödemenin yapılacağı tarih, teslim yeri ve yöntemi, miktarı ve fiyatı olmak üzere tüm ayrıntılar bulunur. Forward sözleşmelerinde alıcı belirli bir ihtiyacını karşılayacak bir varlık için sözleşme yapmak ister. Bu sözleşmenin gerçekleşebilmesi için de aynı özelliklere sahip ve aynı miktarda mal veya finansal aracı teslim etmeye istekli başka bir tarafın bulunması gerekir. Forward sözleşmelerinin özelliği, işlemin gerçekleştiği anda, alıcı ve satıcı arasında para alış-verişinin olmayışıdır. Alıcı ile satıcı arasında kararlaştırılan, forward fiyatı söz konusu varlığın, gelecekteki değişim fiyatıdır. Forward fiyatı teslim anında ödenir. Sözleşmenin sonunda iki taraf da her yönü sözleşmede belirtilen şartlara bağlı kalır¹⁵.

1.1.2. Finansal Araçlar

Finansal piyasalar genel olarak, literatürde vadelerine göre işlem gören araçlar açısından ikiye ayrılmaktadır; Para piyasası ve sermaye piyasasıdır. Para piyasasında, kısa vadeli veya bir yıldan daha fazla kısa süreli işlemler (hazine bonoları, banka kabulleri ve mevduat sertifikaları gibi) yapılmaktadır. Sermaye piyasasında ise bir yıldan uzun vadeli tahviller ve hisse senetleri işlem görmektedir. Ancak uygulamada her iki piyasanın karşılıklı bir ilişki içerisinde olduğu gözlenmektedir. Çünkü, ekonomik sistem içerisinde arz ve talep edenler her iki piyasayı da kullanabilmektedir¹⁶.

Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır (SPKn, md.3).

¹⁵ Berk, s. 343.

¹⁶ Uludağ ve Arıcan, s. 132.

- Menkul Kıymetler
- Diğer Sermaye Piyasası Araçları

Menkul Kıymetlerin Tanımı ve Unsurları

Menkul Kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır (SPKn, md.3).

Yukarıdaki tanıma göre menkul kıymetin unsurları aşağıdaki şekilde sıralanabilir.

- Menkul kıymetlerin tanımında en önemli unsur kıymetli evrak olmalarıdır. Kıymetli evrak niteliğindeki bir belgenin temsil ettiği hak belgeden ayrı olarak kullanılamayacağı ve devredilemeyeceği gibi, hakkı elde tutarak belgeyi devretmek de mümkün değildir. Bu hak ancak senet ibraz edilerek kullanılır ve senet devredilerek devredilir.
- Standart ve yuvarlak meblağlı, misli nitelikte, belli şekil şartlarını haiz kıymetlerdir.
- Çok sayıda ihraç edilip, halka arz edilen kitle senetleridir. Bono, poliçe gibi tek bir ticari ilişki için düzenlenmezler.
- Az veya çok devamlılık arz eder, alacak veya ortaklık haklarını temsil ederler.
- Periyodik (dönemsel) gelir sağlarlar.
- Her birinin bir itibari (nominal-üzerinde yazılı) değeri, bir de piyasada arz ve talebin oluşturduğu piyasa değeri vardır. Tahviller, ihraç eden tüzel kişi tarafından vade sonunda nominal değer üzerinden ödendikleri

için piyasa değerleri genellikle nominal değer in fazla altında veya üstünde oluşmaz.

- Menkul kıymetler nama (registered) ve hamiline (bearer) yazılı olabilirler. Hamiline yazılı kıymetler para gibidir, kimin elinde ise onun malı sayılır, sadece teslimle sahip değiştirir. Nama yazılı kıymetlerde ise ciro hanesi vardır, buraya ciro işlemi kaydedilir.
- Yatırım amacı ile kullanılır.

Menkul kıymetler olarak; hisse senetleri, hisse senedi türevleri, geçici ilmühaberler, yeni pay alma kuponları, tahviller, tahvil türevleri, tahvil faiz kuponları, hazine bonoları, katılma intifa senetleri, kar ve zarar ortaklığı belgeleri, banka bonoları, banka garantili bonolar, finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, gelir ortaklığı senetleri, gayrimenkul sertifikaları, tertip halinde çıkarılan ve 2 yıl veya daha uzun süreli ipotekli borç ve irat senetleri, borsa yatırım fonu katılma belgeleri, içtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonu katılma belgelerini sayabiliriz.

Diğer Sermaye Piyasası Araçları

Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraktır. Ancak çek, poliçe, nakit, bono ile mevduat sertifikaları sermaye piyasası aracı olarak sayılmamaktadır.

1.2. Açığa Satış İşlemleri

1.2.1. Açığa Satışın İşleyişi

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, ileride fiyat düşüşü olacağı beklentisiyle ödünç alınan menkul kıymetin satılması işlemidir, şeklinde yapmak mümkündür.

Türkiye’de genel olarak piyasada kullanılan “açığa satış” kavramı kanun koyucu tarafından da kabul edilmiş ve ilk olarak 1992 yılında 3794 sayılı Kanunla yapılan değişiklik ile SPKn 22/1 maddesinde yer alarak Türk hukuk literatürüne girmiştir. Söz konusu madde hükmü ile SPK’ya açığa satış konusunda düzenleme yapma yetkisi verilmiştir¹⁷.

Açığa Satış (Short Selling) ifadesi teknik bir terim olup, sahip olunmayan herhangi bir değer borçlanılarak satılması işlemi ifade etmektedir¹⁸. Aslında açığa satış işlemi, alışıl gelmiş menkul kıymet alım-satım işleminin (önce alınıp daha sonra satılması) bazı menkul kıymetlerde tersinden yapılması işleminden başka bir şey değildir. Çünkü açığa satışta yatırımcı, bir menkul kıymeti önce satın alıp daha sonra satmak yerine, fiyatının düşeceği beklentisi ile önce satıp sonra geri almaktadır.

Yukarıdaki tanımdan da görüleceği üzere, açığa satışın söz konusu olabileceği iki durum mevcuttur. Birinci durumda, açığa satış yapan kişi, satışını yaptığı hisse senetlerine sahip değildir. İkinci durumda ise satıcı, satmış olduğu hisse senetlerine sahiptir ancak, satış sırasında bu hisse senetlerini teslim etmek istememektedir. Her iki durumda da satılan hisse senetlerinin alıcı tarafa teslimi bu hisse senetleri borçlanılarak gerçekleştirilmektedir. Uygulamada daha çok birinci durumdaki, yani satıcının sahip olmadığı hisse senetlerinin açığa satışı söz konusu olmaktadır. İkinci durum olarak ifade edilen ve satıcının sahip olmakla beraber, satışa konu olan hisse senetlerini kendisine ait olanlardan değil de yine borçlanarak gerçekleştirdiği açığa satış (short selling against

¹⁷ Sermaye Piyasası Kanunu, madde:22/1.

¹⁸ Sharpe, Alexander and Bailey, s. 30.

the box)¹⁹ olarak bilinmektedir. Bu tür açığa satışın toplam açığa satış içindeki payı fazla değildir.

Açığa satış işlemlerinin fazlaca gerçekleştirildiği New York Stock Exchange (NYSE) de açığa satış işlemi yukarıdaki tanıma benzer bir şekilde tanımlanmıştır. Bu tanıma göre, açığa satış, iki farklı unsuru içermektedir²⁰:

- Satıcının sahip olmadığı herhangi bir hisse senedini satması,
- Hisse senedine sahip olduğu halde, satışa söz konusu olan hisse senedinin borçlanılarak satış işleminin gerçekleştirilmesi.

Herhangi bir piyasada alım veya satım yapabilmek için -alıcı ve satıcı olmak üzere- en az iki tarafa ihtiyaç vardır. Açığa satış işlemlerinde ise, bundan farklı olarak menkul kıymetlerini ödünç veren üçüncü bir taraf bulunmaktadır. Açığa satış yapabilmenin ön koşulu, açığa satılacak menkul kıymetleri ödünç alabilecek durumda bulunulmasıdır²¹.

Açığa satış tekniği, içerdiği spekülatif motifler nedeniyle ABD’de gerek piyasa çevrelerinde gerekse akademik çevrelerde uzun yıllar tartışma konusu olmuştur. Açığa satış işlemi eleştiren çevreler, açığa satışın sahip olunmayan bir değer satılması işlemi olduğu için, ahlaki açıdan doğru bir hareket olmadığını, ayrıca piyasada fiktif bir arz yaratarak dengeleri bozduğunu istikrarsızlık yarattığını ileri sürmüşlerdir. Açığı satışı destekleyenler ise, açığa satışın fiyatların yükseleceği beklentisiyle yapılan alış işlemleri kadar doğal bir işlem olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca bu çevreler açığa satışın “ceterus paribus” varsayımı altında piyasada arzı artırarak bir dengesizlik yaratabileceğini kabul etmekle birlikte, açığa satış yapanların tekrar alım yaparak pozisyonlarını kapatmaları gerektiğini, bu durumun da menkul kıymet fiyatlarını yükselteceğini ileri sürmüşlerdir.

¹⁹ Jack Clark Francis, **Management of Investments**, Third Edition, USA:McGraw-Hill , Inc., 1993, s. 501.

²⁰ Richard J. Teweles, Edward S. Bradley and Ted M. Teweles, **The Stock Market**, 6th Edition, USA: John Wiley & Sons, Inc., 1992, s. 165.

²¹ Ayşegül Akgün, **Hisse Senedi Piyasalarında Açığa Satış ve Türkiye Üzerine Değerlendirmeler**, Ankara: SPK Yeterlik Etüdü, 1994, s. 9.

Bilindiği gibi açığa satış işlemlerinde satıcı tarafından hisse senetlerinin borçlanılıp satış gerçekleştirilmekte ve daha sonra açığa satışı yapılan hisse senetleri satın alınıp borçlanılan tarafa teslim edilmektedir. Açığa satış işlemi yapılmasının bir çok nedeni bulunmasına karşın, bu tür satışların tercih edilmesinin başlıca nedeni, ileride fiyatlarının düşeceği beklentisidir. Doğaldır ki, önceden beklendiği gibi hisse senedi fiyatları düşmez, bilakis artarsa, yukarıda açıklanan durumun tersine bu sefer satış ve alış fiyatları arasındaki fark kadar zarar edilmiş olacaktır.

Yukarıda açıklanmış olan işleymden de anlaşılacağı gibi, açığa satış işleminin iki yönü vardır. Bunlardan birincisi, hisse senetlerinin borçlanılıp satılması, diğer bir deyişle pozisyonun açılmasıdır. İkincisi ise, borçlanılıp satışı yapılmış olan hisse senetlerinin geriye satın alınıp borçlanılan tarafa teslim edilmesi, başka bir deyişle pozisyonun kapatılmasıdır.

1.2.2. Açığa Satışın Nedenleri

Yatırımcıların açığa satışı tercih etmesinin çeşitli nedenleri bulunmaktadır²².

Açığa satış işlemi bir spekülör tarafından yapılabilir. Spekülör ilgili hisse senedi fiyatının doyum noktasına geldiğine inanıyor olabilir veya hisse sendi piyasasını olumsuz etkileyecek şartların gerçekleşmesi olasılığını düşünebilir. Her iki durumda da spekülörler, fiyatının düşeceğini bekledikleri hisse senetlerini bugünden satın ilerde daha düşük bir fiyattan geriye alarak, bu işlem için yapılan giderler düşüldükten sonra bile kar elde edebileceklerine inanırlar. Genel olarak bu tür açığa satışlar spekülatif açığa satış olarak adlandırılmaktadır .

Uygulamada, fiyatların düşmesi beklentisiyle ilgili olmayan açığa satış işlemleri de söz konusudur.

ABD'de, vergisel amaçlarla yapılan açığa satışlar, son yıllarda yapılan açığa satış işlemlerinin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır.

²² Teweles, Bradley and Teweles, s. 166.

1.2.3. Açığa Satışın Türleri

Genel olarak açığa satış işlemlerinin aşağıdaki şekilde sınıflandırılması mümkündür²³:

1. Spekülatif açığa satışlar,
2. Hedging amaçlı açığa satışlar,
3. Bilgisel açığa satışlar,
4. Teknik açığa satışlar,
 - a- Portföye karşı açığa satışlar (short sale against the box),
 - i- Vergisel amaçlı açığa satışlar,
 - ii- Korunma (hedging) amaçlı açığa satışlar,
 - iii- Satılan hisse senetlerinin teslimatından kaynaklanan güçlükler nedeniyle (mecburi) açığa satışlar,
 - b- Arbitraj amaçlı açığa satışlar,
 - i- Farklı piyasalar arasında açığa satışlar,
 - ii- Benzer menkul kıymetler arasında açığa satışlar,
 - c- Aracılar tarafından yapılan açığa satışlar,
 - i- Spezialistler tarafından yapılan açığa satışlar,
 - ii- Küsürat (odd-lot) işlemi yapan aracılar tarafından yapılan açığa satışlar,
 - iii- Yatırım bankaları tarafından yapılan açığa satışlar.

²³ Teweles, Bradley and Teweles, s. 172.

Spekülatif Amaçlı Açığa Satışlar (Speculative Short-Sellings)

Açığa satışın temel amacı, spekülatif olarak yapılan açığa satışlarda ortaya çıkar. Spekülatif amaçla yapılan açığa satışlarda, fiyatların düşeceği beklentisi içinde olan yatırımcı, sahip olmadığı hisse senetlerini borçlanarak aynı hisse senedini satın almak isteyen bir yatırımcıya satar. Spekülatif işlemlerdeki temel motivasyon, hisse senetlerini açığa satış anındaki yüksek fiyattan satmak ve ileride fiyatlar düşünce satın alıp pozisyonu kapatmaktır. Böylece satış ve daha sonraki alış fiyatları arasındaki fark kadar kar elde edilebilecektir²⁴.

Açığa satarak spekülasyon yapmak spekülasyon yapan yatırımcılar fiyattaki düşüşlerden kar elde etmek istemektedirler. Yani açığa satış yapan yatırımcılar, cari fiyatların oluşmasına neden olan ortak düşüncenin dışında görüşlere sahiptir . Ancak satın alınan bir menkul kıymette en fazla kaybedilebilecek tutar alımda ödenen bedel olmasına rağmen, açığa satışta riskin sınırı yoktur.

Spekülatif amaçlı açığa satış yapıldığında, satışa sunulan hisse senedi miktarı (hisse senedi arzı) arttırılmış olacağından, fiyatların aşağıya çekilmesi söz konusudur. Diğer taraftan, satılan hisse senetlerinin daha sonra satın alınması (pozisyonun kapatılması) aşamasında da hisse senedine talep yaratıldığından fiyatların yükselmesine neden olacaktır.

Yukarıda ifade edildiği gibi, açığa satışın mantığı, beklenen fiyat düşüşlerinden kar elde edebilmektir. Burada spekülör önce satış işlemini gerçekleştirerek ucuza al pahalıya sat şeklindeki klasik davranış şeklini tersine çevirmektedir. Yani fiyatlar yüksekken satıp, düştüğünde geri almaktadır. Eğer fiyatlar spekülörün beklediği gibi, açığa satış işleminden sonra düşerse, düşük fiyatlardan alış gerçekleştirilerek satış ve alış fiyatları arasındaki fark kadar kar elde edilecektir. Spekülörün amacı bu şekilde kar elde etmek olmasına rağmen, başka bir gelişme ortaya çıkar ve fiyatlar artarsa, satış ve alış fiyatları arasındaki fark kadar zarar ortaya çıkmış olacaktır.

²⁴ J. McDonald and D. Baron, "Risk and Return on Short Positions in Common Stock", **Journal of Finance**, 28 (March 1973), s. 97-107.

Teknik Açığa Satışlar (Technical Short-Sellings)

Bu tür açığa satışlar, satıcının satışını gerçekleştirmiş olduğu hisse senetlerine sahip olmadığı veya kısa bir süre sahip olacağı durumların hepsini kapsamaktadır. ABD'de teknik açığa satışlar önceleri açığa satış olarak değerlendirilmiyordu. Bununla beraber Security and Exchange Commission (SEC) 'nin bu işlemleri de short-sale olarak tanımlayıp düzenlemesiyle bu tür işlemler de açığa satış kategorisi içinde yer almaya başlamıştır²⁵.

Portföye Karşı Açığa Satışlar (Short-Sellings Against The Box)

Bu tür açığa satışlarda kullanılan "kutu" (box) deyimini, açığa satış yapanın aracı kurumundaki hesabını ifade etmektedir. Bu tür açığa satışta satış yapan kişi, satışı yapılmış olan hisse senetlerine fiilen sahiptir. Fakat satış işleminde kendine ait olan hisseleri teslim etmek yerine, teslimatı piyasadan borçlandığı hisse senetleriyle gerçekleştirir. Açığa satış işleminden sonra açık olan pozisyon, aynı hisseleri daha sonra satın alıp borçlanılan tarafa teslim ederek veya açığa satış esnasında elinde tuttuğu hisse senetlerini vererek kapatılır²⁶.

Portföye karşı açığa satışlar; riskten korunma, ABD uygulaması açısından vergi avantajı sağlama amacıyla veya satış yapıldığı anda takas süresi içinde sahip olunan hisse senetlerine ulaşılamadığı durumlarda söz konusu olmaktadır. Aşağıda bunlar ayrı ayrı incelenmektedir.

Vergisel Amaçlı Açığa Satışlar (Tax Selling)

ABD'nde yatırımcılara sağlanan vergi avantajlarıyla; açığa satış yapılarak, sermaye kazançlarının bir yıldan izlenen yıla aktarılması, diğer bir ifadeyle, sermaye kazancının tahakkuk ettiği yılda değil de, izleyen yılda vergilendirilmesi imkanı sağlanmıştır²⁷.

²⁵ Teweles, Bradley and Teweles, s. 173.

²⁶ Averil Brent, Dale Morse and E.Kay Stice, "Short Interest: Explanations and Tests", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Volume 25 No:2 (June 1990), s. 275.

²⁷ Brent, Morse and Stice, s. 275.

Vergisel amaçlarla yapılan portföye karşı açığa satışı bir örnek yardımıyla açıklayabiliriz. Örneğin, Yatırımcı (XYZ), 2007 yılı Kasım ayında 100 adet (A) hisse senedini tanesi 40\$'dan satın almıştır. Aynı yılın Aralık ayında söz konusu hisseler borsada 50\$'dan işlem görmektedir. Yatırımcı elindeki senetleri satıp nakde çevirmek istemektedir. Ancak 1000\$ tutarındaki $[(50\$ - 40\$ = 10\$) 100 = 1000\$]$ sermaye kazancının cari yıl içindeki yüksek vergi oranından vergilendirilmesini önlemek amacıyla, satışı 2008 yılı Şubat ayına ertelemeye karar vermiştir. Çünkü belirtilen ayda düşük oranlı vergi dilimine girecek hem de verginin tahakkukunu 1 yıl geciktirmiş olacaktır. Ancak yatırımcı, söz konusu hisse senetlerinin 2008 Şubat ayına kadar değer kaybedeceğinden kaygılanmaktadır. Bu yatırımcı, hem 1.000,- USD tutarındaki sermaye kazancını 2007 Aralık ayındaki yüksek oranlı vergi diliminden 2008 yılı Şubat ayındaki düşük oranlı vergi dilimine kaydırmak, hem de belirtilen hisse senedi fiyatındaki muhtemel düşüşten korunmak amacıyla açığa satış yöntemini kullanabilir. Bunu gerçekleştirmek için yatırımcı, 2008 yılı Şubat ayında teslim etmek üzere borç olarak tedarik edeceği aynı şirkete ait 100 hisse senedini Aralık 2007'da açığa satacaktır. Bu durumda, kendine ait hisseleri satmadığı için sermaye kazancı söz konusu olmaz. 2008 yılı Şubat ayı geldiğinde, satmak istemesine rağmen elinde tuttuğu 100 hisse senedini borçlandığı tarafa teslim ederek pozisyonunu kapatır. Böylece, 1000\$ tutarındaki sermaye kazancını Aralık 2007'den Şubat 2008'e kaydırarak daha düşük sermaye kazancı vergisi ödemiş olmaktadır.

Korunma (Hedging) Amaçlı Portföye Karşı Açığa Satışlar

Portföye karşı yapılan açığa satışlar, korunma (hedging) amacıyla da yapılabilmektedir²⁸. Yatırımcılar bazen, sahip oldukları hisse senetlerinin istenmeyen fiyat dalgalanmalarından kaynaklanabilecek zarar etme riskinden korunabilme amacıyla, aynı hisse senedinin hem alımını hem de açığa satışını yapmaktadırlar. Örneğin, elinde hisse senedi bulunduran ve o hisse senedinin fiyatının düşeceği beklentisi içine giren ancak, sahip olduğu hisse senetlerini elinden çıkarmak istemeyen bir yatırımcı, açığa satış yapmayı tercih edebilir. Bunun için, aynı şirketin hisse senetlerinden, elinde bulunan miktar kadar borçlanarak açığa satış yapacaktır. Eğer

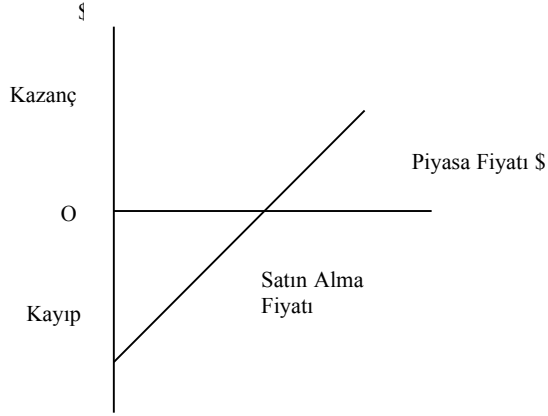
²⁸ Brent, Morse and Stice, s. 276.

yatırımcının beklentisi doğrultusunda hisse senedinin fiyatı düşerse, açığa satıştan sağlanan karlar, elde bulundurulmuş hisse senetlerinden kaynaklanan zararı telafi edecektir. Ters durumda, elde bulunan hisse senetlerinden elde edilen kar, açığa satıştan kaynaklanan zararı telafi edecektir. Diğer bir ifadeyle, bu işlemler yatırımcıya her iki durumda da fiyat hareketlerine karşı bir korunma (hedging) sağlanmış olacaktır.

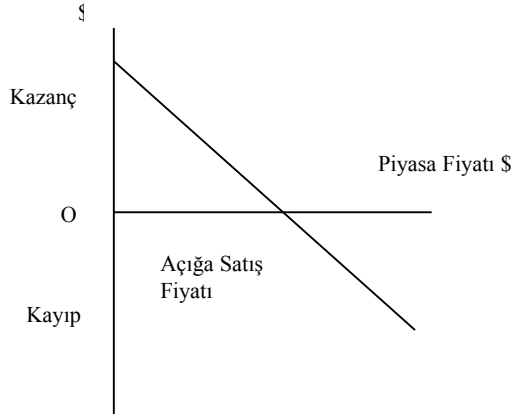
Şekil 1 deki grafiklerde hisse senedinin satın alınması ve açığa satış durumları gösterilmiştir²⁹. Dikey eksen orijin değerinin yukarı kısımları için kazanç yani işlem karını, orijin değerinin alt kısımları için kayıp yani işlem zararını göstermektedir. Yatay eksen ise elde tutulan varlığın uzun veya kısa pozisyon için potansiyel piyasa fiyatını göstermektedir. Uzun pozisyon yani hisse senedinin satın alınması durumu için piyasa fiyatındaki bir birim yükselme işlem karında artışa, benzer şekilde piyasa fiyatındaki bir birim azalma, işlem karındaki azalmaya sebep olacaktır. Bununla zıt bir şekilde kısa pozisyon yani hisse senedinin açığa satılması durumunda piyasa fiyatındaki bir birimlik artış işlem karında bir birimlik azalışa, piyasa fiyatındaki bir birimlik azalışta işlem karında bir birimlik artışa sebep olacaktır.

²⁹ Francis, **Management of Investments**, s. 496.

a- Hisse Senedinin Satın Alınması (Long Position)



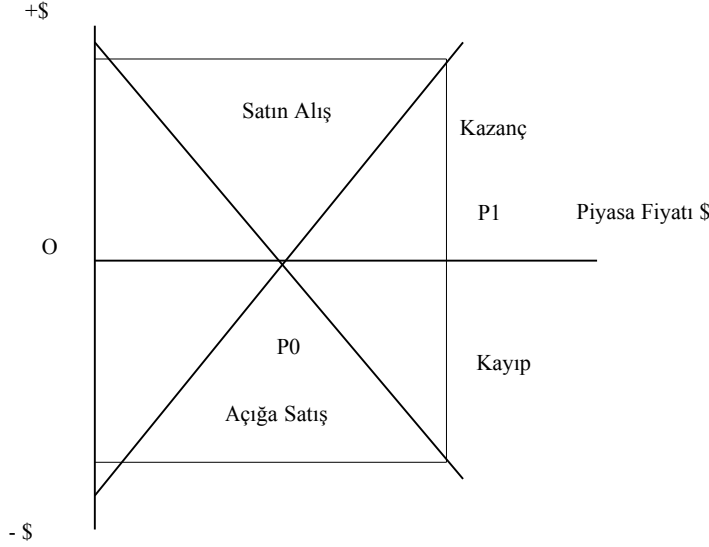
b- Hisse Senedinin Açığa Satışı (Short Position)



Şekil 1 : Kazanç-Kayıp Grafikleri

Kaynak : Jack Clark Francis, Management of Investments, Third Edition, USA:McGraw-Hill , Inc., 1993, s. 496.

Şekil 2 deki grafikte de hisse senedinden aynı anda hem satın alınması hem de açığa satılması durumu gösterilmiştir³⁰.



Şekil 2 : Fiyat Riskinden Tam Korunma (Perfect Hedge)

Kaynak : Jack Clark Francis, Management of Investments, Third Edition, USA:McGraw-Hill , Inc., 1993, s. 498.

Yukarıdaki grafikte işlem yapılan hisse senedinin piyasa fiyatı P1, hisse senedinin satın alış ve açığa satış fiyatının P0 üstüne çıkarsa, hisse senedinin elde bulunmasından dolayı sağlanacak kar, açığa satışın neden olduğu zarar nedeniyle (0)'a düşecektir. Aynı şekilde piyasa fiyatı işlem fiyatının altına düşerse; açığa satıştan elde edilen kar, portföyde bulunan hisse senedinin neden olduğu zarar nedeniyle (0)'a düşecektir. İşlem sonucunda kar veya zarara elde edilmemekte ancak fiyat riskinden tam korunma sağlanmaktadır. Bu tür açığa satışlara fiyat riskinden tam korunma (perfect hedge) amaçlı açığa satışlar denilmektedir ve açığa satış sonunda ne kar ne de zarar etme olasılığı söz konusudur. Diğer taraftan, korunma amaçlı açığa satışlarda

³⁰ Francis, **Management of Investments**, s. 498.

sadece korunma yerine, korunma derecesinden fedakarlık ederek karı artırma güdüsüyle hareket edilmesi de mümkündür³¹.

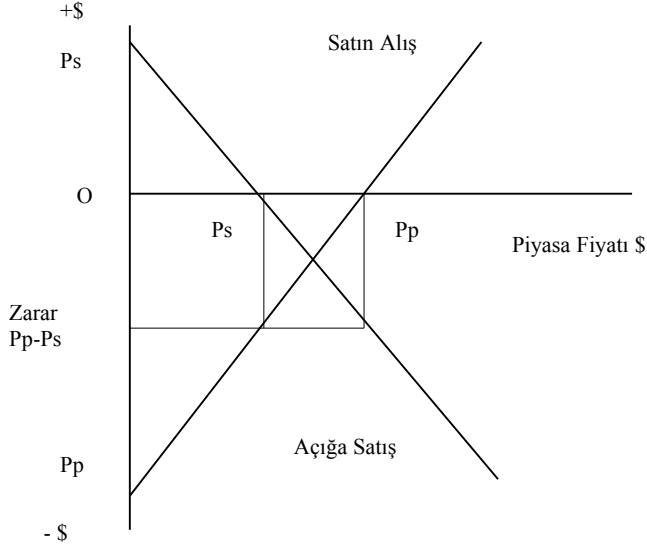
Aynı hisse senedinde yapılan satın alma ve açığa satışların aynı miktarlarda gerçekleşmediği durumda veya satın alma ve açığa satış fiyatının eşit olmadığı zamanlarda ise, gelecekteki fiyat hareketlerine bağlı olarak, korunma amacıyla yapılan bu işlemde kar veya zarar edilmesi söz konusu olabilir. Bu tür açığa satışlar, fiyat riskinden kısmi korunma (imperfect hedge) sağlayan açığa satışlar olarak adlandırılmaktadır.

Şekil 3 teki grafikte açığa satış fiyatı ile satın alma fiyatının eşit olmadığı durum gösterilmiştir³². Şekil 3-a örneğinde hisse senedi satın alma fiyatı P_p , açığa satış fiyatından P_s yüksektir ($P_p > P_s$). Varsayılan piyasa fiyatına göre bir zarar ortaya çıkmaktadır ve zarar, satın alış fiyatının açığa satış fiyatının üstünde kalan kısmına ($P_p - P_s$) eşittir. Şekil 3-b örneğinde ise hisse senedi açığa satış fiyatı P_s , satın alma fiyatından P_p yüksektir ($P_s > P_p$). Varsayılan piyasa fiyatına göre bir kar ortaya çıkmaktadır ve kar, açığa satış fiyatı ile satın alış fiyatı arasındaki farka ($P_s - P_p$) eşittir.

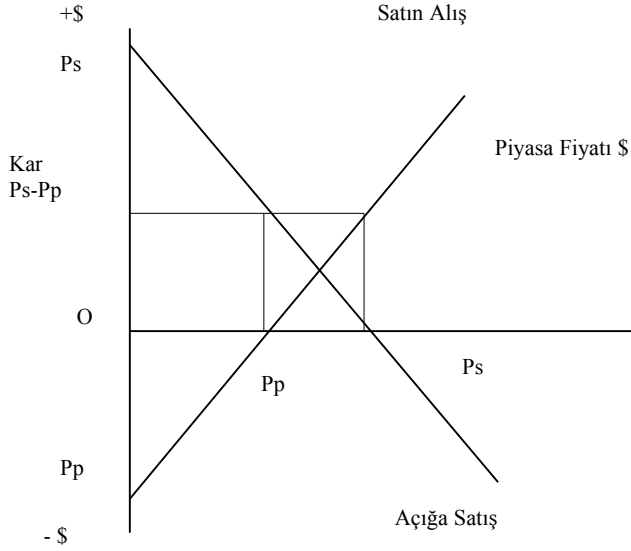
³¹ Bruce I. Jacobs and Kenneth N. Levy, "Long-Short Equity Investing", **The Journal of Portfolio Management**, C: 20 No:1 (Fall,1993), s. 52-63.

³² Francis, **Management of Investments**, s. 499.

a- Satın Alma Fiyatının Açığa Satış Fiyatından Yüksek Olma Durumu



b- Satın Alma Fiyatının Açığa Satış Fiyatından Düşük Olma Durumu



Şekil 3 : Kar Zarar Durumları (Imperfect Hedge)

Kaynak : Jack Clark Francis, Management of Investments, Third Edition, USA:McGraw-Hill , Inc., 1993, s. 499.

Satılan Hisse Senetlerinin Teslimatından Kaynaklanan Güçlükler Nedeniyle Yapılan Açığa Satışlar

Bazı durumlarda hisse senedi sahipleri, satış yapmak istedikleri halde, sattıkları hisse senetlerini alıcı tarafa takas süresi içinde teslim edememe (temerrüt) durumuna düşebilirler. Böyle bir durumda yatırımcı için en uygun yol, açığa satış yapmak olacaktır. Örneğin, hisse senedi sahibinin tatil veya herhangi bir nedenle başka bir yerde bulunması ve satmış olduğu hisse senetlerini zamanında teslim edemeyecek durumda olması halinde söz konusu olan hisselerin açığa satışı yapılır ve yatırımcı daha sonra kendisinde bulunan hisse senetlerini borçlandığı tarafa teslim ederek, açık olan pozisyonunu kapatabilir.

Arbitraj Amaçlı Açığa Satışlar

Arbitraj, risksiz bir kar elde etmek amacı ile aynı veya benzer varlıkların eş zamanlı olarak satın alınması ve açığa satılması şeklinde tanımlanabilir. Arbitrajda bir çeşit hedge işlemidir. Hedge işleminde amaç sıfır kazanç veya kayıptır oysa ki arbitraj işleminde amaç kar elde etmektir³³.

Açığa satış uygulaması, birden fazla piyasada işlem gören hisse senetlerinin fiyatlarının farklı olması durumunda arbitraj karı elde edilmesini olanaklı hale getirmektedir. Arbitraj işleminin yapılabilmesi için en az iki şartın birlikte gerçekleşmesi gerekmektedir: hisse senedinin en az iki piyasada işlem görmesi ve bu piyasalardaki işlem fiyatlarının birbirinden farklı olması. Örneğin (XYZ) hisse senedi iki piyasada farklı fiyatlardan işlem görüyorsa, arbitraj ile kar sağlanabilir. Arbitrajcılar (XYZ) hisse senedini fiyatının yüksek olduğu piyasada açığa satıp, fiyatın düşük olduğu piyasadan satın almak yoluyla açıklarını kapatmakta ve ikisi arasındaki fiyat farkından kar elde etmektedir.

Söz konusu uygulama teorik olarak (XYZ) hisse senedi tüm dünyada aynı fiyattan işlem görene kadar ucuzdan alıp pahalıya satmak şeklinde devam edecektir. Teknik olarak (XYZ) hissesinin fiyatı işlem maliyetleri, borsalardaki kısıtlamalar gibi

³³ Francis, **Management of Investments**, s. 500.

nedenlerle hiçbir zaman eşit olmaz. Ancak bu tür işlem maliyetleri dikkate alınmadığında, (XYZ) hisse senedinin fiyatının dünyanın her yerinde aynı olması gerekmektedir³⁴.

Farklı piyasalarda farklı fiyatlardan işlem gören bir hisse senedinden arbitraj karı elde etmek için açığa satış yapmak şart değildir. Normal olarak bir piyasadan alıp diğerinde satarak da arbitraj karı elde etmek mümkündür. Ancak bu durumda alınan hisselerin satılabilmesi için takas gününe kadar beklenilmesi ve satın alınan hisselerin teslim alınmasının ardından diğer piyasada satılması mümkün olacaktır ki bu durumda satış fiyatına ilişkin olarak yüklenilen risk çok artmaktadır. Bu nedenle, takas süresi ile arbitraj işlemlerinde açığa satışın tercih edilme nedenleri arasında pozitif ilişki olduğunu söylemek mümkündür. Zira, takas süresi uzadıkça fiyatların bu süre içinde değişme olasılığı yükseldiğinden, arbitraj işlemlerinde açığa satışın kullanılmasının önemi artacaktır. Zira açığa satış, alınan bir hissenin satılabilmesi için takas gününü bekleme zorunluluğunu ortadan kaldırmaktadır. Dolayısıyla arbitraj işlemlerinde açığa satış imkanının sağladığı avantaj, satış için takas gününü bekleme zorunluluğunu ortadan kaldırarak bu işlemin riskini azaltması ve karın kısa sürede realize edilmesini sağlamasıdır.

Günümüzde haberleşme araçlarının çok gelişmesi ve bunun sonucu olarak bilgi akışının yoğunlaşması nedeniyle, farklı piyasalarda işlem gören aynı türden menkul kıymetlerin fiyatları arasında önemli farklılıkların olması ihtimali artık çok güçleşmiştir. Bununla birlikte, arbitraj amacıyla yapılan çeşitli işlemlere, daha az olmakla birlikte borsalarda halen rastlanmaktadır³⁵.

Arbitraj amaçlı açığa satışlar daha çok profesyonel yatırımcılar ve portföy yöneticileri tarafından yapılmakta olup, bu yöntemle büyük miktarda kar elde edilmesi olasılığı oldukça düşüktür. Aşağıda, arbitraj amaçlı açığa satış türleri iki alt-bölümde incelenmektedir.

³⁴ Jack Clark Francis, **Investments Analysis and Management**, Fifth Edition, USA: McGraw-Hill, Inc., 1991, s. 223.

³⁵ Teweles, Bradley and Teweles, s. 174-175.

Farklı Piyasalar Arasında Yapılan Arbitraj Amaçlı Açığa Satışlar

Bu tür açığa satış işlemleri, farklı piyasalarda işlem gören aynı tür hisse senetlerinin fiyatlarında farklılık ortaya çıkması halinde gerçekleşebilmektedir. Örneğin, (XYZ) hisse senedi, New York ve Los Angeles gibi farklı piyasalarda işlem görmektedir. Profesyonel bir yatırımcı, (XYZ) hisse senedini New York Borsasında Los Angeles'tekinden daha yüksek bir fiyatla satabilme imkanı görürse, New York Borsasında açığa satış yapacak ve aynı zamanda Los Angeles'ten de alım yapacaktır. Daha sonra Los Angeles'ten teslim alınan hisseler açığa satış yapılırken borçlanılan tarafa teslim edilecektir³⁶.

Denk Menkul Kıymetler Arasında Arbitraj Amaçlı Açığa Satışlar

Bu şekilde işlemler, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller (convertible bonds) ile, dönüştürülecekleri hisse senetleri arasında fiyat farklılıkları doğduğunda gerçekleşebilmektedir³⁷.

Örneğin, vadesi gelmiş hisse senedine çevrilebilir bir tahvilin fiyatının, değiştirileceği hisse senedinin piyasa fiyatından daha düşük olması halinde, gerçekçi bir yatırımcı söz konusu hisse senedini açığa satacaktır. Diğer taraftan aynı yatırımcı, yapmış olduğu bu açığa satış işleminden sonra, hisse senedine çevrilebilir tahvillerden satın alıp hisse senedine çevirecek ve böylece, açığa satış nedeniyle açık bulunan pozisyonu, hisse senetlerini borçlandığı tarafa teslim ederek kapayacaktır.

Aracılar Tarafından Yapılan Açığa Satışlar

Aracılar tarafından yapılan açığa satışları, spesiyalistler, Küsurat (odd-lot) işlemi yapanlar ve yatırım bankaları tarafından yapılan açığa satışlar olmak üzere 3 grupta ele almak mümkündür.

³⁶ Teweles, Bradley and Teweles, s. 174-175.

³⁷ Brent, Morse and Stice, s. 276.

Spesiyalistler Tarafından Yapılan Açığa Satışlar

Birkaç hisse senedi üzerinde uzmanlaşan ve bu hisse senetlerinin hem kendi portföyü hem de müşterileri için alım satımını yapan borsa üyeleri olarak tanımlanabilen spesiyalistler, ilgilendikleri hisse senedinde düzenli bir piyasa oluşturabilmek için açığa satış işlemlerine başvurabilmektedirler³⁸.

Spesiyalistler, alım satımını gerçekleştirdikleri hisse senetlerinin fiyatlarının istikrarlı olmasını isterler. Bu nedenle, bazı durumlarda alım satımını yaptıkları hisse senedine spekülasyon veya başka nedenlerle büyük talep olduğunda, söz konusu hisse senedinin aşırı şekilde yükselmemesi için, spesiyalistler açığa satış yaparak arzı arttırır ve böylelikle fiyatların aşırı derecede yükselmesini engellerler. Tersisi durumda da (fiyatlar düşerken), alışı geçerek hem pozisyonlarını kapatır hem de fiyatların aşırı şekilde düşmesini önlemiş olurlar. Dolayısıyla, spesiyalistler tarafından yapılan açığa satış işlemlerinin, piyasalara istikrar kazandırma gibi bir fonksiyonu da bulunmaktadır.

Küsurat İşlemi Yapanlar (Odd-lot dealers) Tarafından Yapılan Açığa Satışlar

Küsurat işlemlerini gerçekleştiren aracılar da açığa satış işlemlerine başvurumaktadırlar. Küsurat işlemi yapan aracılara, alım satımını yaptıkları hisse senetleri için çok yüksek talep geldiğinde, bazen bu aracılardan ellerinde bulundurdukları stoklar dahi müşterilerin talebini karşılamaya yetmeyebilir. Söz konusu aşırı talebi karşılamak için aracılardan başvurduğu yöntemlerden birisi de açığa satıştır. Daha sonra işlemi yapılan hisselerin arzı yükselirse, daha önce açığa satış yapan dealer bu arzı, yaptığı açığa satışı kapatmakta kullanabilir. Aksi takdirde, açığa satılan hisse senetlerinin diğer aracılardan (odd-lot dealers) satın alınarak pozisyonun kapatılması gerekir³⁹.

³⁸ Sharpe, Alexander and Bailey, s. 51.

³⁹ Teweles, Bradley and Teweles, s. 175.

Yatırım Bankaları Tarafından Yapılan Açığa Satışlar

Halka ilk defa arz edilmekte olan hisse senetlerinin arzına aracılık eden veya bir hisse senedinden büyük miktarlarda elinde bulunduran yatırım bankaları da açığa satış yapmayı avantajlı bulabilirler. Yatırım bankalarının yapmış oldukları bu tip açığa satışların, piyasaya istikrar kazandırma işlevleri de vardır⁴⁰.

Örneğin, bir hisse senedinden büyük miktarda elinde bulunduran bir yatırım bankası, o hisse senedinin fiyatında aşırı bir artış olduğunda açığa satış yapıp söz konusu fiyat artışını frenleyecek, hatta tersine çevirebilecektir. Diğer taraftan, fiyatların çok düştüğü dönemlerde, yatırım bankası alışı geçerek hem stoklarını korumuş olacak, hem de piyasa istikrarına katkıda bulunacaktır. Ayrıca, yatırım bankaları yeni halka arzlarda, aşırı talep olduğunda, açığa satış yapabilirler. Fiyatlar düşerken de alışı geçerek, hem o hisse senedinin fiyatını dengeler ve hem de açık pozisyonlarını kapatabilirler.

1.2.4. Açığa Satışın Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri İle İlişkisi

Daha önce belirtildiği üzere teknik olarak açığa satış, açığa satılacak olan sermaye piyasası aracının borçlanması kararıyla başlar. Diğer bir ifadeyle, sermaye piyasası aracının borç olarak temin edilmesi imkanı yoksa açığa satış işleminin yapılması da mümkün değildir. Çünkü açığa satış yapan taraf, açığa satışı yapılacak olan sermaye piyasası aracına ya hiç sahip değildir veya sahip olduğu halde, bu menkul kıymetleri elinden çıkarmak istememektedir. Özetle, her iki durumda da açığa satış yapan kişi hisse senedi borçlanmak durumundadır. Açığa satış yapan tarafın aracı kurumu, satılan hisse senetlerinin takas gününde alıcı tarafa teslimini gerçekleştirebilmek için açığa satana ilgili hisse senetlerinin borçlanması işlemini de ayarlamak durumundadır. Görüldüğü üzere, açığa satışı mümkün kılan en önemli unsur, sahip olunmadığı halde satılan hisse senetlerinin borçlanılarak teslim edilebilme imkanının bulunmasıdır⁴¹.

⁴⁰ Teweles, Bradley and Teweles, s. 175-176.

⁴¹ Teweles, Bradley and Teweles, s. 166.

Örnek bir açığa satış işlemi ve bununla ilişkili menkul kıymet ödünç işlemi aşağıda örneklenmiştir⁴².

Gün başında Mr. Lane XYZ firmasına ait 100 adet hisse senedine sahip olsun ve bu hisse senetleri onun adına Brock,Inc. Firması tarafından saklansın. Mr. Smith 100 adet XYZ hisse senedi için Brock,Inc. firmasına açığa satış emri verir (Mr. Lane XYZ hisse senedinin fiyatının gelecekte artacağına Mr. Smith ise tam tersi gelecekte hisse senedi fiyatının düşeceğine inanıyor.) Firma Mr. Lane adına saklanan 100 adet XYZ hisse senedini Mr.Smith için başka bir yatırımcı Mr. Jones 'a satar. Brock,Inc. firmasında Mr. Lane adına saklanan hisse senetlerinin sahipliği Mr. Jones' a geçer. İleri bir tarihte Mr. Smith 100 adet hisse senedini satın alması için (belki Ms. Poole'dan) Brock firmasındaki dealer'a alış emri verir ama Mr. Lane olan borcunu ödemektir. Bu noktada XYZ senetlerinin sahipliği Ms.Poole'den Brock firmasına geçecektir ve firmada bu hisse senetlerini orijinal pozisyonunda saklamaya devam edecektir.

Eğer XYZ hisse senedi temettü ödemesi yaparsa;

Açığa satıştan önce Brock 100 adet hisse senedine ait temettü tutarı kadar çeki alacak ve bankadaki hesabına yatıracaktır. Brock aynı miktar kadar Mr. Lane için bir çek yazacaktır.

Açığa satıştan sonra, XYZ 100 adet hisse senedinin Mr. Jones' ta olduğunu görecektir ve temettü ödemesini ona yapacaktır. Mr. Lane'in temettü beklentisini karşılamak için Brock firması açığa satış yapan Mr. Smith'ten temettü tutarı kadar bir çek yazmasını isteyecektir. Son durumda XYZ temettü ödemesini yapmıştır, Mr. Jones temettü parasını almıştır, Mr.Lane de temettü parasını hisse senetlerinin saklamasını yapan Brock firmasından almıştır ve Brock firmasının kimseye borcu kalmamıştır. Mr. Smith'in ise Brock firmasına yaptığı ödmeden dolayı mağdur olmasına sebep yoktur çünkü XYZ hisse senedinin fiyatının temettü ödemesinden dolayı düşeceği beklenmektedir. Aşağıdaki şekilde açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemi ilişkisi gösterilmiştir⁴³.

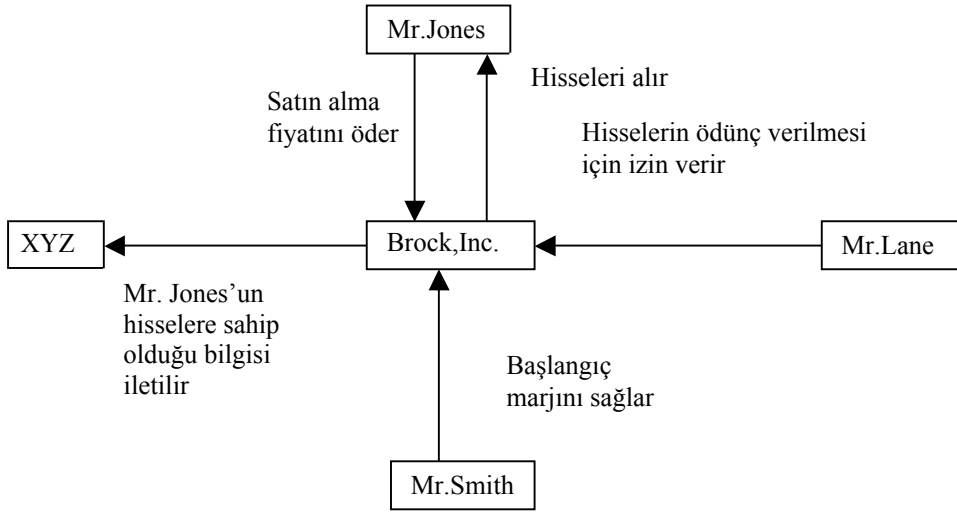
⁴² Sharpe, Alexander and Bailey, s. 31-34.

⁴³ Sharpe, Alexander and Bailey, s. 31-34.

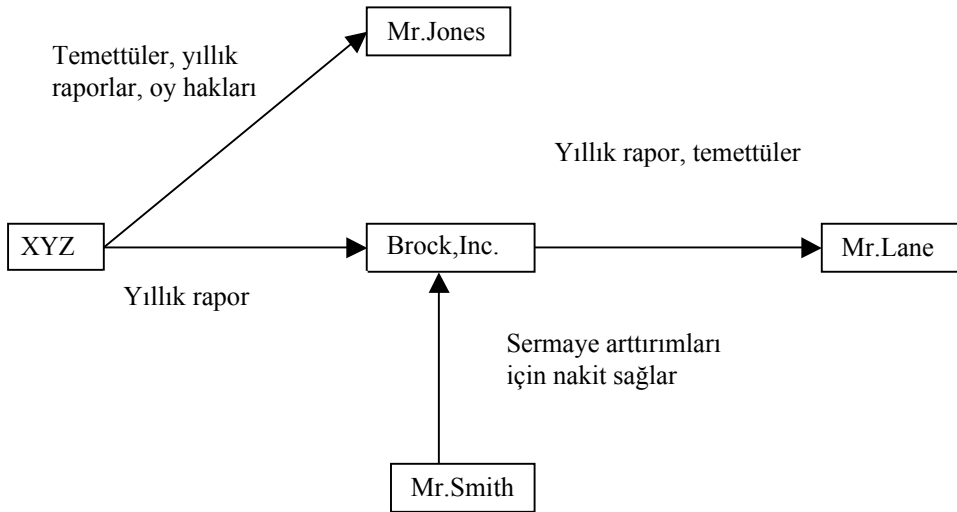
a- Açığa Satış Öncesi



b- Açığa Satış



c- Açığa Satış Sonrası

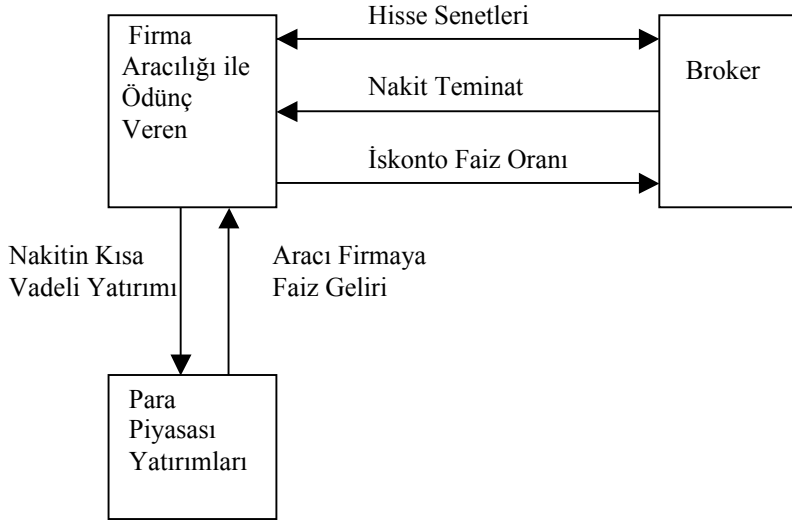


Şekil 4 : Açığa Satış ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemi İlişkisi

Kaynak : William F. Sharpe, Gordon J. Alexander and Jeffery V. Bailey, Investments, Sixth Edition, USA: Prentice-Hall International, Inc., 1999, s. 31.

Menkul Kıymet Ödünç İşlemi

Mr.Smith'e ait açığa satış örneğinde, Brock firması XYZ firmasına ait Mr. Lane'in hesabındaki hisse senetlerini kullandı. Bazı durumlarda müşterinin açığa satmak istediği hisse senetleri broker'ın elinde olmayabilir. Bu durumda açığa satışa konu hisse senetleri ödünç alınır. Bir menkul kıymet ödünç işleminde üç taraf vardır. Bunlar ödünç veren, ödünç veren adına işlemleri yapan firma ve ödünç alandır. Açığa satış yapan hisse senetlerini nakit teminat karşılığında belli bir süre sonunda iade etme amacı ile ödünç alacaktır. Teminat olarak vermiş olduğu nakde karşılık bir faiz getirisi de elde edecektir. Ancak bu getiri ıskonto edilmiş bir faiz oranı üzerinden olacaktır. Aşağıdaki şekilde açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemi ilişkisi gösterilmiştir⁴⁴.



Şekil 5 : Menkul Kıymet Ödünç İşlemi

1.2.5. Açığa Satış İşlemlerinin Ekonomik Etkileri

Hisse senedi açığa satış işlemlerinin menkul kıymet piyasalarına olan etkilerini olumlu etkiler ve olumsuz etkiler şeklinde iki ana başlık altında değerlendirmek mümkündür. Zira, açığa satış işlemlerinin piyasa etkinliğinin artırılması yönünde çok sayıda faydası olduğu gibi, bu etkinliği yok edici sakıncaları da bulunabilmektedir.

⁴⁴ Sharpe, Alexander and Bailey, s. 31-34.

1- Açığa Satış İşlemlerinin “Olumlu” Etkileri

Açığa satış işlemlerinin menkul kıymet piyasasına olumlu etkilerini piyasaya likidite sağlanması, fiyat etkinliğinin artırması ve potansiyel alım gücü yaratması şeklinde üç grupta toplamak mümkündür. Aşağıda bu hususlar açıklanmaktadır.

a- Piyasaya Likidite Sağlar

Açığa satışlar piyasanın likiditesine olumlu etkide bulunur. Daha önce belirtildiği üzere, açığa satışların önemli bir kısmı piyasadaki profesyoneller tarafından yapılmaktadır. Piyasa yapıcılar (market makers), aracı kurumlar ve kurumsal yatırımcılar gibi profesyonel yatırımcılar gerçekleştirdikleri alış ve satış işlemleriyle piyasaya likidite sağlamaktadırlar⁴⁵. Açığa satış arbitraj imkanı sağlayarak ta piyasanın likiditesine katkıda bulunmaktadır⁴⁶.

b- Açığa Satışlar Piyasada Bilgisel Etkinliği Artırır

Sermaye piyasaları ekonomik etkinliğin artırılmasına farklı şekillerde yardımcı olmaktadır. Sermaye piyasalarının etkinliği üç grup altında incelenmektedir. Fon dağıtım etkinliği (allocational efficiency), sermaye piyasasının aynı risk düzeyindeki yatırımlar için aynı düzeyde getiriye sağlama kapasitesidir. Bu tür piyasada fonlar piyasanın rehberliği altında optimum kullanım alanlarına yönelmektedir. Faaliyet etkinliği (operational efficiency) ise piyasadaki işlemlerin hızlı ve düşük maliyetler ile gerçekleştirilebilmesidir. Yüksek işlem maliyetleri kurumların bazı önemli projelere yatırım yapmasına engel olacaktır ve böylece operasyonel etkinlik fon dağıtım etkinliğini etkilemiş olacaktır. Açığa satış ile ilgili olan bilgisel etkinlik veya kısaca piyasa etkinliği ise bir şeyin piyasa fiyatının elde edilebilir tüm bilgileri yansıttığı durum olarak tanımlanmaktadır⁴⁷.

⁴⁵ Report of The Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), **Report On Transparency Of Short Selling**, June 2003, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD147.pdf>, (Erişim: 07 Haziran 2008), s. 5

⁴⁶ Report of the IOSCO Emerging Markets Committee, **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets**, December 2007, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>, (Erişim: 07 Haziran 2008), s. 32.

⁴⁷ Kidwell, Peterson and Blackwell, s. 52-53.

Ekonomik olarak bir hisse senedinin fiyat hareketleri, arzında ve talebinde meydana gelen değişmelerden kaynaklanmaktadır. Genel olarak alıcı ve satıcı tarafların bu davranışları hisse senedi piyasasında fiyatların görelî olarak daha etkin bir şekilde oluşmasına yardımcı olmaktadır. Zira yatırımcılar sahip oldukları bilgilere göre fiyatını düşük buldukları menkul kıymetleri satın alıp fiyatını yüksek bulduklarını açığa satarak istedikleri spekülâtif pozisyonu alırken, bu işlemler için gerekli bilgileri toplamakta ve piyasanın bilgisel etkinliğinin artmasına katkıda bulunmaktadır⁴⁸.

Açığa satışa getirilen sınırlamalar, piyasanın bilgi toplama fonksiyonuna etkide bulunmaktadır. Açığa satış engellenirse, yatırımcı beklentileri iyi yönde olan hisse senetlerini satın alabilir fakat fiyat beklentileri kötü yönde olan hisse senetleri ile ilgili hiçbir şey yapamaz. Açığa satışların engellendiğı böyle bir piyasada oluşan asimetri, sadece iyimser getiri beklentilerine ağırlık verilmesine (kötümser getiri beklentilerinin dışlanmasına), bu da fiyatların olması gereken düzeyin üzerine üstüne çıkmasına neden olabilir⁴⁹.

Böyle bir durumda açığa satış, piyasa fiyatının gerçek fiyata ulaşmasında etkili olmaktadır. Piyasanın düşeceğine inananlar, karşılaşılabilecek kötü olayları tahmin etmeye çalışmaktadırlar. Pek çok bilgi piyasa tarafından doğru olarak yorumlanmadan önce açığa satış yapılmakta ve kötü olay sonucunda fiyatlar düştüğünde açık kapatılmaktadır. Hisse senetlerinin satın alınması ile açığa satılması arasındaki temel fark, satın almak için iyi olayların, açığa satmak için ise kötü olayların izlenmesi ve bu tür olaylar gerçekleştirildiğinde pozisyon kapatılarak kar elde edilmesidir. Piyasada her iki tür yatırımcıya da ihtiyaç bulunmaktadır.

Hisse senetlerini satın alanlar olayları yorumlamada fazla iyimser davranabilirler ve bu durumda hisse senedinin fiyatını olması gereken düzeyin çok üzerine taşıyabilirler. Açığa satış yapanlar iyimserlikten çok fazla etkilenmezler ve piyasanın diğer kısmının tahminlerini kontrolde görev alabilirler. Aynı şekilde, iyimser beklentilere sahip olanlar da, piyasanın fazla kötümser yorumlardan aşırı etkilenmesine

⁴⁸ IOSCO, **Report On Transparency Of Short Selling**, s. 5.

⁴⁹ Stephan Figlewski, "The Informational Effects of Restrictions on Short Sales : Some Empirical Evidence", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Volume 16, No:4 (November,1981), s. 464.

engel olabilirler. Her iki durum da, piyasa fiyatının olması gereken düzeye yaklaşmasını sağlayarak etkinliğin artmasına katkıda bulunur.

c- Potansiyel Alım Gücü Yaratır

Bilindiği gibi açığa satış yapanın düşüncesi, ileride daha ucuza satın alabileceğini düşündüğü hisse senetlerini bugün borçlanıp satmaktır. Bir diğer deyişle açığa satışlar, potansiyel satın alma güçlerini temsil etmektedir.

Açığa satışların potansiyel talebi ifade etmesi, bu tür satışların bir bakıma piyasaların geleceği açısından güven unsuru olmalarını gündeme getirmektedir. Zira, piyasalar kötüye gittiğinde ve fiyatlar düşmeye başlayınca mevcut olan açık (short) pozisyonların kapatılması esnasında piyasada talep de yaratılmış olacak ve sonuçta piyasada denge sağlanacaktır⁵⁰.

d- Aşırı Fiyat Dalgalanmalarını Azaltır

Açığa satışlar yükselen piyasada hisse senedinin gereğinden fazla değerlenmesini engellediği gibi, ümitsiz gibi görünen bir düşüş trendini değiştirmek için gereken talebi de (pozisyonların kapatılması için yapılan alımlarla) yaratabilmektedir.

Düşen bir piyasada trend değişiminin ilk işaretlerinden biri, açığa satılan hisse senetlerinin geri alınması sonucunda bu hisse senedinin talebinde (ve fiyatında) meydana gelen artıştır. O halde açığa satış konjonktürün her iki yönünde de dengeleyici bir rol oynayabilir. Açığa satış yapanlar her zaman kötü niyetli oldukları gerekçesiyle eleştirilmişlerdir. Ancak düşük fiyatla satın alan kişi, en üst olduğuna inanılan bir fiyattan satan yatırımcıdan daha fazla risk üstlenmemiştir. Böyle bir eleştirinin getirilmesinin nedeni, sadece satın almanın faydalı olduğuna inanılmasıdır.

Açığa satışların etkilerini doğru değerlendirebilmek için en iyi yol, ihtiyaç duydukları zamanları tespit etmektir. Fiyatların aşırı yükseldiği dönemde açığa satış yaparak aşırı dalgalanmayı engelleyenler, olağan talebin görülmediği, fiyatların düştüğü dönemlerde bu açıklarını kapatmak için alım yapacaklarından, düşen piyasada talep

⁵⁰ Sezai Bekgöz, "Açığa Satış ve Kredili Menkul Kıymet İşlemleri", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi SBE, 1994), s. 38.

yaratmış olacaktırlar. Bu talep, düşen piyasanın bir depresyona dönüşmesini engellemede bir destek noktası olarak kabul edilebilir. Aynı şekilde, açığa satışın yapıldığı tarihlerde bulunduğu nokta da direnç noktası olarak değerlendirilebilir. Bu görüş, Yatırımın Yastık Teorisi (Cushion Theory of Investment) olarak isimlendirilmektedir.

Bu teoriyi kabul edenler, piyasadaki açığa satışlara ilişkin raporları analiz etmektedirler. Bu yöntemde belirli bir dönemde açığa satılan hisse sayısı, aynı dönemdeki günlük ortalama işlem hacmine bölünerek bulunan oran analizde kullanılmaktadır. Söz konusu oranın 2 veya daha büyük olması yükselen piyasanın bir göstergesi olarak kabul edilirken, bu oranın küçülmesi bir düşüşün göstergesi olarak değerlendirilmektedir⁵¹.

2- Açığa Satış İşlemlerinin “Olumsuz” Etkileri

Açığa satış işlemlerinin piyasaya yukarıda belirtilen çeşitli faydaları bulunmasına rağmen, bazı yazarlar tarafından hararetle tartışılan sakıncaları da söz konusudur. Aşağıda, söz konusu sakıncalar başlıklar halinde belirtilmektedir.

a- Fiyatların Düşüş Trendinde Olduğu Dönemlerde Düşüşü Hızlandırır

Açığa satışlar için getirilmekte olan en büyük eleştiri, bu tür satışların piyasada arzı artırması ve dolayısıyla fiyatları düşürmesiyle ilgilidir. Özellikle fiyatların düşmekte olduğu piyasalarda açığa satışların mevcut fiyat düşüşlerini hızlandırdıkları ve piyasalarda düzensizliklere sebep oldukları dikkate alınarak açığa satışlarla ilgili sınırlayıcı düzenlemeler yapılmaya başlanmıştır⁵².

ABD’nde açığa satışlarla ilgili mevzuat ilk kez 1930’lu yıllarda bu tür satışların fiyatları aşağıya çektiği ve piyasaları demoralize ettiği gerekçesiyle uygulamaya konulmuştur. Açığa satış yapan yatırımcılar, açığa sattıkları hisse senetlerini genellikle daha sonra daha ucuza satın alarak pozisyonlarını kapatmaktadırlar⁵³. Bununla birlikte piyasadaki fiyat hareketleri, açığa satış yapan yatırımcıların beklentisinin aksine

⁵¹ Akgün, s. 23.

⁵² IOSCO, **Report On Transparency Of Short Selling**, s. 8.

⁵³ Teweles, Bradley and Teweles, s. 176-180.

yükselme de gösterebilir. Bazı yatırımcılar fiyatlardaki bu yükselmenin devam edebileceğini düşünüp kredili alımda da bulunabilirler ve böylece talep artışı fiyatları daha hızlı bir şekilde tırmandırabilir. Dolayısıyla, açığa satırlara rağmen, aksi yöndeki beklentinin daha kuvvetli olması halinde piyasada düşüş yaşanmaması mümkündür.

b- Manipülasyona Neden Olur

Açığa satırlara karşı çıkanlar tarafından getirilen ikinci eleştiri, açığa satırların piyasada fiyat manipülasyonlarına neden olabilmesi durumudur⁵⁴. Menkul kıymet piyasalarında işlem gören hisse senetlerine ilişkin, bilinçli olarak yanlış yönlendirici bir izlenim uyandırma veya yanıltıcı bir piyasa yaratmak amacıyla yapılan işlemler manipülasyon niteliğini taşımaktadır. Buna göre, yapay yollarla menkul kıymet piyasa fiyatlarının yükseltilmesi, düşürülmesi veya belli bir seviyede tutulmasına yönelik tüm faaliyetler manipülasyon tanımı içerisinde yer almaktadır⁵⁵.

Eğer bir işlem şu üç amaca yönelik olarak yapıldıysa manipülatiftir⁵⁶:

- Arz ve talebin serbestçe karşılaşmasını engellemek,
- Diğer şahısları işlem yapmaya yöneltmek,
- Bir menkul kıymetin fiyatını yapay bir seviyeye yükseltmek.

Rekabet düzen ve yapısını bozucu niteliğe sahip bu piyasa oyunları aşağıdaki şekillerde yapılmaktadır⁵⁷:

- Yükselen bir piyasa olduğu veya olacağı inancı yaratılarak fiyatların artmasını sağlayacak uygun ortamı oluşturmak ve eldeki hisse senetlerini yüksek fiyattan satmak;

⁵⁴ IOSCO, **Report On Transparency Of Short Selling**, s. 8.

⁵⁵ Remzi Özbay, **Hisse Senedi Fiyatlarında Yükseliş ve Çöküşler: Borsalarda Spekülasyon ve Manipülasyon**, Ankara: SPK Araştırma Raporu , 1990.

⁵⁶ Daniel R. Fischel and David J. Ross, "Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?", **Harvard Law Review**, Volume 105, 1991, s. 503-553.

⁵⁷ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), **"Investigating and Prosecuting Market Manipulation"**, May 2000, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf> , (Erişim: 27 Ekim 2008).

- Fiyatların düşüş trendine girmesi yönünde çaba sarf ederek düşük fiyattan hisse senetlerini toplamak. Özellikle açığa satış işlemlerinde, hisse senetlerinin düşük fiyattan yerine konulmasında bu metot kullanılmaktadır.
- Hisse senedinin gerçek değerine ulaşmasını sağlayıcı işlemlerle fiyatı belli bir seviyede tutmak.

Fiyatların düşürülmesi amacıyla yapılacak manipülasyon için ise en uygun yöntem, fiyatının düşürülmesi istenen menkul kıymetlerin büyük miktarlarda açığa satılarak sürü psikolojisi yaratılmasıdır. Ayrıca piyasa manipülasyonlarında açığa satıştan yararlanarak ters pozisyon alan tarafları köşeye sıkıştırma tekniğinin de uygulanması mümkündür. Dolayısıyla, açığa satışların piyasada işlemlerin sağlıklı yürütülmesini engelleyen bu tür “suç”ların işlenmesine imkan sağlama gibi bir sakıncası da bulunmaktadır.

“Baskı oluşturma,” ”baskı”, veya “köşeye sıkıştırma” (cornering)* olarak adlandırılan bu manipülasyon tekniği, bilinçli veya doğal olarak belirli sayıdaki hisse senedinin, fiyatları yükseltme amacıyla alınıp satılması ile gerçekleşmektedir. Fiyatlar yükselmeye başladığında, hisse senedi sahipleri ellerindeki senetleri yüksek fiyattan satarak kar elde etmektedirler. Bu metot ayrıca, bir şirketin hisse senetlerini satın almak suretiyle fiyatların artmasını sağlama ve söz konusu şirketin kontrolünü ele geçirme amacına yönelik piyasaya baskı yapmak için de kullanılmaktadır. Buna göre hisse senetleri düşük fiyatlardan satın alınmakta ve fiyatların artmasıyla birlikte piyasa yönlendirilmektedir. Baskı uygulamaları, daha çok açığa satış yapanları etkilemektedir. Manipülasyon amacı taşımadan, kendiliğinden oluşan baskı grupları sonucu piyasadaki fiyatlar artabilmektedir. Burada, bir ortaklığı ele geçirmeye çalışan bağımsız birçok grubun hareketi söz konusu olabilmektedir. Bunlar arasındaki haksız rekabet nedeniyle hisse senedine olan talep artmakta, dolayısı ile fiyatlar yükselmektedir. Bu gelişmelerden habersiz olarak söz konusu hisse senedini açığa satanlar ise göreceli

* Baskı oluşturma yöntemi, İngilizce’de köşeleme (cornering) anlamını taşımaktadır. Açığa satış yapanların, fiyatların yükselmesinden sonra hisse senedini yerine koyamayıp zor durumda kalmaları “köşeye sıkışma” şeklinde ifade edilmektedir. Richard J. Teweles, Edward S. Bradley, Ted M. Teweles, **The Stock Market**, 6th Edition, USA: John Wiley & Sons, Inc., 1992, s.317-318.

olarak düşük fiyattan satımda bulduklarından hisse senetlerini yüksek fiyattan alıp yerine koyamazlar ve köşeye sıkışır⁵⁸.

c- İçerden Öğrenenlerin Ticaretine Neden Olur

İçerden öğrenenlerin ticareti, dar anlamda içerideki bilginin kullanılmak suretiyle fayda sağlayıcı menkul kıymet işlemi yapılması olarak tanımlanabilir. İçerden öğrenenlerin ticareti, geniş anlamda firmanın ticari faaliyetleri, mali yapısına ilişkin gizli bilgilerin şirkete ait hisse senedinin gelecekteki piyasa değerini değiştirme amacıyla kullanımı ile menkul kıymet işlemi yapılması sonucunda bir kazanç sağlama veya muhtemel bir zarardan kaçınılması olarak belirtilebilir⁵⁹. İçerideki kişi olmayı belirleyici kriter, şirketle olan bağlantı ve bilgi kaynağına erişim yakınlığıdır⁶⁰.

İçerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili olarak yasal düzenleme yapılmasının gerekliliği tartışma konusudur. Bu fiilin düzenlenmesine gerek olmadığını savunan görüşe göre; içerden öğrenenlerin ticareti fiyatları gerçek düzeyine çekerek piyasanın etkinliğini artırır, bu işlemler kamuyu aydınlatmanın süratini artırabilir. Ayrıca bu fiil sahtekarlık olsa bile, mağduru olmayan bir suç olarak kabul edilmelidir. Bilgiye sahip olmayanlardan herhangi bir şey çalınmamıştır. Piyasanın işleyişi içinde içeridekilerin kazancı, diğerlerinin zararına elde edilmiş değildir⁶¹.

Yukarıdaki görüşlere rağmen, yatırımcılar arasındaki eşit bilgi dağılımını ortadan kaldıran ve piyasaya olan güveni azaltan içerden öğrenenlerin ticareti birçok piyasada büyük bir suç olarak tanımlanmış ve yasaklanan bu fiilin işlenmesini engelleyici ağır müeyyideler öngörülmüştür. Açığa satışlar, sermaye piyasasında işlenen önemli suçlardan biri olan içerden öğrenenlerin ticaretine (Insider Trading) sebep olması nedeniyle de eleştirilmektedir.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin açığa satış şeklinde yapılması, ilgili oldukları şirket hakkında olumsuz bilgilere sahip olan içeridekilerin bu şirketin hisselerini açığa

⁵⁸ Meral Varış Tezcanlı, **İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1996, s. 122.

⁵⁹ Tezcanlı, s. 14.

⁶⁰ Tezcanlı, s. 14.

⁶¹ Mehmet Durusoy, "Insider Trading'i Yasaklayan Düzenlemelerin Gerekçeleri ve Insider Trading Sorumluluğunun Temelleri", **Vergi Dünyası**, Sayı:127 (Mart,1992), s. 29.

satmaları halinde söz konusu olmaktadır. Bu tür ayrıcalıklı bilgilere dayanarak haksız kazanç elde edilmesini engelleme amacıyla şirket yöneticilerinin, ortaklarının, çalışanlarının aynı şirketin hisselerini açığa satmaları yasaklanmakta, piyasanın yanlış bilgilendirilmesine engel olmak amacıyla belirli durumlarda kamuya açıklama yapma zorunluluğu getirilmektedir. Esas itibariyle içeriden öğrenenlerin ticareti, menkul kıymetlerle ilgili tüm bilgilerin yatırımcılara ivedilikle ulaştırılması olarak tanımlanabilen kamuyu aydınlatma ilkesine (disclosure) aykırılık olarak ele alınmaktadır. Zira, içeriden öğrenenlerin sahip oldukları bilgi ile yaptıkları işlem sonucu kazanç elde edebilmeleri, kamuya yapılması gereken açıklamanın yapılmadığı veya gecikmeli yapıldığının bir göstergesidir.

1.3. Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri

Menkul kıymet ödünç işlemi ödünç veren tarafından ödünç alana belirli bir süre için taraflar arasında belirlenen belirli bir teminat karşılığında menkul kıymetlerin ödünç verilmesi ve belirlenen sürenin sonunda aynı cins ve miktarda menkul kıymetlerin geri alınmasını ifade eder⁶². Menkul kıymet ödünç işlemleri dünya genelinde menkul kıymet piyasalarının efektif bir şekilde çalışabilmesi ve fonksiyonlarını yerine getirebilmesinde önemli fonksiyonlara sahiptir.

Ödünç işleminde; ödünç veren tarafından menkul kıymetler, belirli bir tarihte aynı cins ve miktarda menkul kıymetlerin geri iade edilmesi taahhüdü karşılığında, ödünç alana verilmektedir. Ödünç veren tarafından menkul kıymetlerin devir ve teslimi ile birlikte, mülkiyet hakkı ödünç alana geçmektedir. Mülkiyet hakkının devri, ödünç alanın menkul kıymetler üzerinde dilediği gibi tasarruf edebilmesine imkan sağlarken, diğer taraftan karşılığında teminat alınmasını da zorunlu hale getirmektedir.

Genel anlamda teminat; finansal işlem taraflarından fon talep edenlerin, fon arz edenlere karşı oluşan yükümlülüklerini garanti etmek adına rehnettikleri bir varlık ve/veya üçüncü bir tarafın kendilerine olan taahhüt haklarının devredilmesi şeklinde tanımlanabilir. Teminatın ana görevi, finansal işlem taraflarından fon talep edenin olası bir iflası durumunda, bu tarafın fon arz eden tarafa olan finansal yükümlülüklerinin

⁶² Esin Kapoğlu, **Ödünç Menkul Kıymet İşlemleri ve Türkiye Uygulaması**, Ankara: SPK Araştırma Raporu , 2000, s. 6.

güvence altına alınması, diğer bir deyişle fon sağlayıcının maruz kalabileceği kredi riskini azaltmak ve/veya tamamen ortadan kaldırmaktadır⁶³.

1.3.1. Menkul Kıymet Ödünç Piyasaları

Ödünç işlemlerini nakit ile ve diğer menkul kıymetler veya varlıklar ile teminatlandırılanlar şeklinde iki ana grupta toplayabiliriz.

Menkul kıymet ödünç işlemlerinin yapıldığı piyasalar iki ana grupta toplanabilir. Birincisi menkul kıymetlere dayalı (securities-driven) diğeri nakde dayalı (cash-driven) piyasalardır⁶⁴.

1.3.1.1. Menkul Kıymetlere Dayalı Piyasalar

Menkul kıymete dayalı piyasalarda firmalar belli kıymetleri geçici süreliğine ödünç almak isterler. Bunun nedeni kendilerine bekledikleri kıymetin vaktinde teslim edilmemiş olması olabileceği gibi açığa satış işlemi karşılığı olarak alınması da olabilir. Menkul kıymetleri ödünç alan genelde ödünç verene teminat verecektir. Bu teminatlar diğer menkul kıymetler olabileceği gibi, nakit veya bir bankadan alınmış teminat mektubu da olabilir. Teminat, ödünç vereni ödünç alanın kredi riskine karşı korur⁶⁵.

1.3.1.2. Nakde Dayalı Piyasalar

Nakde dayalı piyasalarda firmalar menkul kıymetleri nakit finansmanı sağlamak için teminat olarak vermek üzere kullanırlar. Nakit ödünç veren belli kıymetleri aramamakla beraber ödünç alana önceden belirlenmiş kategorilerdeki menkul kıymetlerden birini örneğin devlet tahvillerini seçmesine izin verir⁶⁶.

Menkul ve nakde dayalı her iki tür piyasada da marjin teminatların piyasa değerleri ile belirlenir ve teminatlar ödünce konu nakit veya menkul kıymet kredisinin

⁶³ Volkan Arslan, **Teminat Karşılığı Menkul Kıymet Borç İşlemlerinden Repo'nun Merkez Bankaları Döviz Rezerv Yönetimindeki Yeri**, Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2005, s. 22.

⁶⁴ International Organization of Securities Commissions (IOSCO), **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, July 1999, <http://www.bis.org/publ/cps32.pdf>, (Erişim: 07 Haziran 2008), s. 4.

⁶⁵ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 4.

⁶⁶ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 4.

değerinden daha fazla olmalıdır. Nakde dayalı piyasada marjin nakit ödünç verene piyasadaki fiyat hareketlerine karşı bir ölçüde koruma sağlar, menkul kıymet ödünç vereni de teslimatın gerçekleşmemesi durumuna karşı korur.

Geleneksel olarak belli tipteki işlem yapıları belli piyasalarla ilişkilendirilmiştir⁶⁷. Örneğin nakde dayalı piyasalar pek çok ülkede repo piyasaları ile yapılandırılmıştır. Menkul kıymete dayalı piyasalar ise menkul kıymet kredileri özellikle hisse senetleri ile yapılandırılmıştır. Bununla birlikte hukuksal ve yetkisel anlamda her iki işlem yapısı da dönüşümlü bir şekilde nakit ve menkul kıymete dayalı piyasalarda kullanılabilir. Yani menkul kıymete dayalı piyasalara ait işlemler repolar gibi yapılandırılabilirdiği gibi, nakde dayalı işlemler menkul kıymet kredileri gibi yapılandırılabilir. Menkul kıymete dayalı piyasalar nakde dayalı geleneksel piyasalar ile karşılaştırılınca çok aracılıdır diğeri ise daha oturmuştur. Aracılar, saklamacı bankalar, dealer'lar, üçüncü kurumlar ve nadir de olsa menkul kıymet bulanlar piyasa yapımcılar olarak işlemleri anlaşmaları ve pazarlıkları yaparlar. Nakde dayalı piyasalar daha çok piyasa faiz oranları ile işlem yapacak şekilde çalışmaktadırlar, taraflar elektronik ekranlarda tüm işlemleri izlemektedir. Nakde ve menkul kıymete dayalı ödünç piyasaları likidite ve menkul kıymetlere esneklik sağlayarak yerli ve uluslararası piyasaların en önemli parçaları haline gelmektedir. Menkul kıymete dayalı piyasa daha efektif ve daha az riskli menkul kıymet takaslarının gerçekleşmesine yardımcı olmaktadır. Nakde dayalı piyasalar özellikle merkez bankalarının para politikasına yönelik olarak gerçekleştirdikleri işlemler için çok önemlidir ve piyasa faiz oranları ile ilgili beklentileri gösteren kaynak olmaktadır.

1.3.2. Menkul Kıymet Ödünç İşlemlerinin İşleyişi

Menkule dayalı ödünç işlemi ödünç veren tarafından ödünç alana belirli bir süre için taraflar arasında belirlenen belirli bir teminat karşılığında menkul kıymetlerin ödünç verilmesi ve belirlenen sürenin sonunda aynı cins ve miktarda menkul kıymetlerin geri alınmasını ifade eder.

⁶⁷ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 5.

Ödünç işleminde; ödünç veren tarafından menkul kıymetler, belirli bir tarihte aynı cins ve miktarda menkul kıymetlerin geri iade edilmesi taahhüdü karşılığında, ödünç alana verilmektedir. Ödünç veren tarafından menkul kıymetlerin devir ve teslimi ile birlikte, mülkiyet hakkı ödünç alana geçmektedir. Mülkiyet hakkının devri, ödünç alanın menkul kıymetler üzerinde dilediği gibi tasarruf edebilmesine imkan sağlarken, diğer taraftan karşılığında teminat alınmasını da zaruri hale getirmektedir.

Ödünç süresi boyunca kıymetlere bağlı getiriler ödünç verene ait olmaktadır. Bir başka deyişle ödünç alan; ödünce konu menkul kıymetlerin vadesi içerisinde kupon faizi, temettü ödemesi veya bedelsiz sermaye arttırımı varsa elde edilmesi gereken bu malvarlıksal hakları ödünç verene sağlamak zorundadır.

Menkul kıymetlerin ödünç işlemi geçici bir süre için menkul kıymetlerin diğer menkul kıymetler ile veya eşdeğeri nakit ile vadesinde aynı miktarın iade edilmesi koşulu ile değiştirilmesini içerir. Menkul kıymet işlemlerinin çoğunluğu işlemin vadesi boyunca ödünç alana yasal tüm hakları verir. Ödünçün maliyeti (komisyon veya fiyatı) başlangıçta belirlenir. Ödünç veren temettü ve faiz ödemesi gibi tüm haklardan yararlanır.

Diğer taraftan, ödünç verene ödenecek komisyon taraflar arasında işlemin başlangıcında serbestçe belirlenmektedir. Ödünç verene komisyon ücreti yanında, sözleşmeyle intifa hakkı sahibinin intifa konusu menkul kıymet üzerinde sahip olduğu hakların benzeri malvarlıksal hakları talep etme hakkı tanınmıştır. Bir başka deyişle ödünç alan; ödünce konu menkul kıymetlerin vadesi içerisinde kupon faizi, temettü ödemesi veya bedelsiz sermaye arttırımı varsa elde edilmesi gereken bu malvarlıksal hakları ödünç verene sağlamak zorundadır⁶⁸.

Menkul kıymet ödünç işlemlerinin doğasından kaynaklanan birtakım önemli sonuçlar bulunmaktadır:

- Ödünç verilen kıymetler ve teminatlar ile ilgili sahiplik taraflar arasında yer değiştirmektedir.

⁶⁸ Kapoğlu, s. 6.

- Menkul kıymetlerin yeni sahibi olan taraf bir takım haklarda kazanmaktadır. Örneğin bu menkul kıymetleri satabilir, başka birine ödünç verebilir veya oy kullanabilir.
- Ödünç alan ödünce konu kıymetlerin kupon faizi, temettü ödemesi gibi ekonomik faydalarından yararlanabildiği gibi, ödünç veren ile yapılan anlaşmalar gereği bu varlıkları ödünç verene iade edebilmektedir.
- Ödünç veren oy kullanma hakkına sahip değildir. Fakat yine de menkul kıymete ait fiyat dalgalanmalarıyla karşı karşıyadır çünkü ödünç alan önceden belirlenmiş olan fiyat ile ödünç aldığı menkul kıymetleri geri getirecektir. Ödünç veren oy kullanma hakkına sahip olmak istiyorsa bu ödünçleri vadesinden önce geri çağırma hakkına sahiptir. Bununla birlikte sadece oy kullanabilmek ve hissedarların oylarını etkileyebilmek amacı ile yapılan ödünç işlemleri piyasalarda kabul gören bir uygulama değildir.

Piyasa Katılımcıları

Menkul kıymet ödünç piyasalarının temel katılımcıları⁶⁹:

- Ödünç alan ve ödünç verenler
- Farklı tür ve şekillerde uzmanlaşmış hizmetler sunan aracılar
- Takas ve saklama hizmeti sunan kurumlar

Ödünç Alanlar

Firmalar takas yükümlülüklerini yerine getirmek için ödünç alırlar. Takas esnasında menkul kıymetlerin bulunmamasının sebepleri:

- Kendilerine henüz teslim edilmemiş olan kıymetleri satmaları

⁶⁹ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 16-19.

- Gönüllü olarak (açığa satış) veya piyasa yapıcısı olmanın getirmiş olduğu yükümlülükler nedeni ile müşteri alış emirlerini gerçekleştirmeleri
- Türev kontratların (call opsiyonu) uygulamaya konması durumunda henüz satın alınmamış menkul kıymetin teslimini gerçekleştirmek için
- Başka bir menkul kıymet ödünç işleminin teminatı için gerekli olan belirli bir menkulü yerine koymak için
- Takas işleminde temerrüt oluşmasına engel olmak için şeklinde sıralanabilir.

Bir işlem stratejisi olarak açığa satış işlemleri son yıllarda artmış bulunmaktadır ve ödünç taleplerinin büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Bu stratejiler hisse, sabit getirili ve türev piyasaları olmak üzere bir dizi finansal piyasayı kapsamaktadır. Açığa satış stratejileri firmanın sahip olmadığı bir menkulü ileride bu menkulün fiyatında oluşacak düşmeler sonucu kar elde etmek amacı ile ödünç almasıdır. Bunu başarmak için firma menkulü satar eş zamanlı olarak aynı miktarı ödünç alır ve menkulün fiyatı düşünce menkulü satın alarak ödünç işlemini kapatır. Açığa satış yapanın karı satış ve alış fiyatları farkı, işlem maliyeti ve ödünç maliyetidir.

Firmalar piyasalarda arbitraj olanakları olması durumunda aynı değere sahip iki enstrümanın fiyat farklılıklarından faydalanmak için menkulleri ödünç almak isterler. Menkul arbitrajı menkulün düşük fiyattan bir piyasada alınması eş zamanlı olarak ta aynı menkulün başka bir piyasada daha yüksek fiyattan açığa satılmasını içerir.

Ödünç Verenler

Ödünç verenler emeklilik fonları , yatırım fonları , sigorta fonları (insurance funds) gibi menkulleri uzun vadeli olarak portföylerinde tutan kurumsal yatırımcılardır. Amaçları menkulleri ödünç vererek ekstra gelir elde etmektir. Menkul kıymet ödünçü sonucu elde edilen gelir özellikle en likit menkuller için çok düşük olmakla birlikte bu ek gelir bu fonların müşterilerine daha fazla bir dönüş sağlamaktadır. Fonların yönetimi

gibi çok rekabetçi bir ortamda fonların performanslarındaki ufak farklılıklar fonların sıralamalarını etkileyebileceğinden ödünç işlemlerinden gelecek ek gelirler daha da önem arz etmektedirler.

Bankalar, broker'ler, dealer'lar ödünç verirler. Menkul kıymet saklama kurumlarında (securities houses) ödünç işlemleri firmanın saklama işlemlerinin bir uzantısı olarak önemli boyutlara ulaşmış durumdadır. Bir finansal kurum herhangi bir menkul kıymeti daha yüksek bir fiyata ödünç vermek içinde ödünç alabilir.

Nakit Ödünç Alanlar

Menkul kıymet piyasalarında nakit ödünç alanlar menkul kıymet ödünç alanlar ile aynı kurumlardır. Bu piyasalarda işlem yapan dealer'ların günlük finansmanları için genelde çok büyük miktarlarda sermayeleri bulunmakla birlikte, bu miktarlar aldıkları pozisyonların ve piyasa yapıcı aktivitelerinden dolayı dalgalanmalar gösterebilmektedir. Bunun sonucu olarak dealer'lar açık pozisyonlarını kapamak için sahip oldukları menkul kıymetleri teminat olarak kullanarak nakit ödünç alırlar.

Nakit Yatırımcıları

Menkul kıymet ödünç işlemi finansal kurumlar ve finansal olmayan kurumlar için kısa vadeli nakit yönetimine yardımcı olmaktadır. Ters repolar diğer para piyasası araçları ile kıyaslandığında vadeleri yatırım ihtiyaçlarına göre ayarlanabildiği için daha fazla esneklik sağlayabilirler.

Merkez Bankaları

Para arzının veya likiditenin ayarlanmasında çok uygun bir araç olduğu için merkez bankaları repo piyasalarını yoğun olarak kullanmaktadırlar.

Aracılar-Hizmet Sunucular

Piyasa katılımcıları ödünç menkul kıymet işlemlerini aracılar ve hizmet sunucular aracılığı ile yapmaktadırlar. Menkul kıymet ödünç işlemlerinin karmaşıklığından dolayı, karşı tarafın kredi değerliliğinin ölçülmesi, teminatların

yönetimi, gelir dağıtımının yönetilmesi, kurumsal yönetim gibi araçlara ve hizmet sağlayıcılara ihtiyaç bulunmaktadır.

Broker – Dealer’lar

Broker ve dealer’lar da menkul kıymet ödünç piyasalarında aracılık hizmeti sunmaktadırlar. Sermayeleri ve piyasa yapıcı özellikleri ile ödünç alan ve veren arasındaki işlemlere taraf olarak bu işlemde oluşan spread’ten kazanç elde etmektedirler. Bu ödünç verene bilinmeyen borçlu karşısında bir çeşit korunma sağlarken ödünç alana da kimliğini göstermek istemiyorsa gizlilik sağlamaktadır. Menkul kıymet dealer’ları kurumsal yatırımcılara ödünç programları da sunmaktadır. Broker veya dealer kurumsal yatırımcı ile özel bir anlaşma yapmakta bu anlaşma ile kurumsal yatırımcıya garanti bir ödeme yapmakta karşılığında da yatırımcının portföyünü ödünç işlemlerinde kullanmaktadır.

Saklamacılar

Saklamacı bankalar geleneksel olarak kurumsal yatırımcılar için ödünç aracılığı yapmaktadırlar. Bu kurumlar deneyimli personelleri ve ölçek ekonomilerine güvenerek bu hizmetleri sunmaktadırlar. Saklamacı banka tarafından sunulan temel hizmet pek çok piyasada sunulan ödünç hizmetleri benzeridir. Ödünç ile ilgili ödünç alan ve veren arasında aracılık etmek, takası için gerekli ayarlamaları yapmak , ödünçün operasyonel ve yönetsel tüm yönlerini yönetmektir. Ödünç veren için sunduğu hizmetler teminat yönetimi hizmeti sunmak, teminatları saklamak, değerlemesini yapmak, marjin call ayarlaması yapmak, gelir ve sermaye arttırım işlemlerini yönetmektir.

1.3.3. Menkul Kıymet Ödünç İşlemlerinin Piyasaya Olan Etkileri

Menkul kıymet ödünç piyasalarının gelişim sürecinde; işlemlerin takasında karşılaşılan problemlerin artması ve açığa satış ile açığa satışı dayalı işlem stratejilerinin piyasalarda yaygın olarak kullanılmaya başlanması olmak üzere, iki önemli faktör rol oynamıştır. Bu çerçevede, menkul kıymet ödünç alma nedenlerini

menkul kıymet ödünç piyasasının gelişim süreci de dikkate alınarak 3 grup altında sınıflandırmanın daha doğru olacağı düşünülmektedir⁷⁰.

- Takas yükümlülüklerinin zamanında yerine getirilmesi,
- Açığa satış ile açığa satışı dayalı işlem stratejilerinin gerçekleştirilmesi (piyasa yapıcılığı, arbitraj işlemleri, çıplak açığa satış),
- Diğer nedenler.

1- Takas Yükümlülüklerinin Zamanında Yerine Getirilmesi

Menkul kıymet işlemlerinin takasında karşılaşılan problemler, menkul kıymetlerin ödünç alınmasında önemli bir etken olarak kabul edilmektedir. Ancak son yıllarda takas sistemlerinin gelişmesi sonucunda, takas aşamasında meydana gelen problemlerden kaynaklanan ödünç işlemlerinin toplam ödünç işlemlerindeki payı gittikçe azalmıştır.

Diğer taraftan, menkul kıymet işlemlerinin takas süresinin kısa veya uzun olması ödünç işlemleri üzerinde belirleyici bir faktör olabilmektedir. Nitekim, yabancı yatırımcı işlemlerinin yoğun olduğu bir piyasada işlemlerin takas süresinin kısa olması ödünç işlemlerini artırmaktadır. Dolayısıyla, sınır ötesi işlemlerde takas gecikmelerinden kaynaklanan problemlerin önlenmesinde ödünç işlemleri önemli bir yer tutmaktadır. Ayrıca, sınır ötesi işlemlerde takasın gerçekleştirilmesinde karşılaşılan risk ve işlem maliyetlerinin yüksek olması, yabancı yatırımcıları çoğu zaman daha az maliyetli olduğunu düşündükleri ödünç işlemine yöneltmektedir⁷¹.

2- Açığa Satış ile Açığa Satışı Dayalı İşlem Stratejilerinin Gerçekleştirilmesi

Açığa satış işlemleri ile açığa satışı dayalı işlem stratejilerinin piyasalarda yaygın olarak kullanılmaya başlanması, menkul kıymet ödünç işlemlerine olan talebi

⁷⁰ Frank J. Fabozzi and Steven V. Mann, **Securities Finance**, USA: John Wiley & Sons, Inc, 2005, s. 21-25.

⁷¹ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s.27

büyük ölçüde artırmıştır. Bu işlem stratejileri hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler ve türev araçları gibi çok geniş finansal araçlar yelpazesini kapsamaktadır.

Açığa satış işlemleri; kısa dönemde menkul kıymetlerin fiyatlarında meydana gelecek düşüşlerden korunmak veya kazanç sağlamak, arbitraj olanaklarından yararlanmak gibi çok çeşitli sebepler ile yapılmaktadır.

“Spekülatif Amaçlı Açığa Satış”ta, satıcı satışını gerçekleştirmiş olduğu menkul kıymetlere hiçbir şekilde sahip bulunmamaktadır. Ancak bazı durumlarda açığa satış işlemi gerçekleştiren satıcı; satışını yapmış olduğu menkul kıymetlere sahip olmakla birlikte, takas yükümlülüğünü sahip olduğu menkul kıymetler yerine, ödünç alarak yerine getirmeyi amaçlamaktadır. Bu tür açığa satış işlemleri; a) Vergi avantajı sağlama, b) Riskten korunma veya c) İşlemin takas süresi içinde menkul kıymetlere ulaşamama gibi faktörlerin etkisi altında yapılmaktadır⁷².

Açığa satış işlemleri, vergi avantajlarından yararlanmak dışında korunma (Hedging) stratejilerinin de önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Yatırımcılar bazen sahip oldukları menkul kıymetlerde meydana gelecek istenmeyen fiyat dalgalanmalarından kaynaklanabilecek riskten korunmak amacıyla, aynı menkul kıymetin aynı miktar ve fiyattan hem alımını hem de açığa satışını yapmaktadırlar. Gerçekleştirilen açığa satış işlemi sonucunda, yatırımcının kar veya zarar etme olasılığı bulunmamaktadır. Bazen yatırımcılar riskten tamamen korunma yerine karı artırma güdüsüyle aynı menkul kıymette aynı fiyat ve miktarda olmamak kaydıyla hem alım hem de açığa satış işlemi gerçekleştirmektedirler. Bu durumda yatırımcının fiyatta meydana gelen değişimlere paralel olarak kar veya zarar etme olasılığı bulunmakla birlikte uğrayabileceği zarar sonsuz değildir.

Diğer taraftan piyasada arbitraj olanaklarının bulunması, açığa satış ve ödünç işlemi için önemli birer neden teşkil etmektedir. Ancak, arbitraj işleminin yapılabilmesi için; a) Hisse senedinin en az iki piyasada işlem görmesi, b) Bu piyasalardaki işlem fiyatlarının birbirinden farklı olması, olmak üzere iki unsurun bir arada olması gerekmektedir

⁷² Akgün, s. 15.

Ayrıca piyasa yapıcıları tarafından, likiditenin sağlanması amacıyla, müşterilerinden yüksek tutarlarda alım emri geldiğinde, alım emrini karşılamak amacıyla ödünç işlemi yapılmaktadır⁷³.

3- Diğer Nedenler

- Piyasada –özellikle ödünç işlemlerinde uygulanan farklı komisyon oranlarının bulunması halinde komisyon oranları arasındaki farklılıklardan kar elde edebilmek güdüsüyle diğer aracı kurumlara ödünç vermek için ödünç almak,
- Özellikle uluslararası işlemlerde ödünç almanın satın almaya kıyasla daha ucuz olabileceği avantajından yararlanmak suretiyle işlemlerin takasının gerçekleştirilmesi,
- Sahip olunmayan menkul kıymetlerin türev araçları sözleşmelerinden kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesinde kullanılmak istenmesi,
- Başka bir işleme (Ödünç , açığa satış veya kredili işlem) ilişkin olarak teminat tutarının artırılması veya teminat yükümlülüğünün yerine getirilmesinde kullanılmasıdır.

Menkul kıymet ödünç işlemleri, düzenleyici otoriteler tarafından konulmuş kurallar çerçevesinde yapıldığı takdirde, kısa vadede en az riskli yatırım araçlarından bir tanesidir. Bu çerçevede, portföyünde uzun süreli olarak menkul kıymet tutan kurumsal yatırımcılar, ödünç vermek suretiyle ek gelir (komisyon ücreti) elde ederler. Elde edilen bu gelir genel olarak düşük tutarlarda olsa da, kurumsal yatırımcıların performanslarının değerlendirilmesinde etkili olabilmektedir. Diğer taraftan, kurumsal yatırımcılar portföylerinde bulunan yüksek tutarlardaki menkul kıymetler dolayısıyla takas ve saklama kuruluşlarının talep ettiği saklama ücretlerini ödemekten, ödünç süresi içinde kurtulurlar. Bir başka deyişle, ödünç işlemleri kurumsal yatırımcıların saklama maliyetlerini azaltmaktadır.

⁷³ Fabozzi and Mann, s. 21-25.

Menkul kıymet ödünç işlemi karşılığında ödünç veren tarafından teminat olarak nakit veya menkul kıymet alınması halinde, ödünç veren söz konusu nakdi veya menkul kıymeti para veya repo piyasasında değerlendirmek suretiyle -teminat olarak banka teminat mektubu alması halinde elde edeceği komisyon gelirini aşan oranda kazanç sağlayabilir. Ancak, bunun aksi de söz konusudur. Diğer taraftan, ödünç veren teminat olarak aldığı nakdi, kısa vadeli yükümlülüklerinin karşılanmasında da kullanılabilir. Her ne kadar ödünç alana komisyon ödemek durumunda kalsa da (zorunlu olmamakla birlikte), bu tutar bankadan kredi alması halinde ödeyeceği tutardan daha düşük olacaktır.

Ayrıca ödünç verene sözleşmeyle intifa hakkı sahibinin intifa konusu menkul kıymet üzerinde sahip olduğu hakların benzeri malvarlıksal hakları talep etme hakkı tanınmıştır. Bir başka deyişle ödünç alan, ödünce konu menkul kıymetlerin vadesi içerisinde kupon faizi, temettü ödemesi veya bedelsiz sermaye artırımını varsa elde edilmesi gereken malvarlıksal hakları ödünç verene sağlamak zorundadır. Tanınan bu hak idari düzenlemelerle de güvence altına alınmıştır.

Bu esaslar dikkate alındığında, ödünç işleminin, portföyündeki menkul kıymetleri atıl halde tutan ödünç veren açısından kısa vadede kullanılabilir iyi bir yatırım aracı olduğu düşünülmektedir.

Menkul kıymet ödünç işlemlerinin yararları kısaca aşağıdaki gibidir.

- Piyasada likitideyi artırır.
- Takas yükümlülüklerinin zamanında yerine getirilmesini sağlayarak, piyasaya olan güveni sağlar.
- Piyasa katılımcılarının açığa satış ve açığa satışa dayalı işlem stratejilerini (Arbitraj veya Riskten Korunma Amaçlı Açığa Satış vb.) gerçekleştirmelerine imkan verir.

- Portföy yöneticileri ile kurumsal yatırımcıların, portföylerinde atıl olarak tuttıkları menkul kıymetlerden ilave kazanç elde etmelerini sağlar.
- Ödünç işlemlerinde teminat olarak nakit ve devlet iç borçlanma senetlerinin kullanılması, alınan nakit ve bu devlet iç borçlanma senetlerinin para ve repo piyasasında değerlendirilmesi bu piyasalarda likiditenin artmasına neden olur.

1.4. Açığa Satış ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemlerinde Karşılaşılan Riskler ve Risklerin Yönetimi

Portföy yönetim tekniklerinden biri olan açığa satış ve açığa satış ile ilişkili olan menkul kıymet ödünç işlemleri birtakım riskler barındırmaktadır. Bu bölümde açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemlerinin yatırımcılar açısından ve sistem açısından taşıdığı riskler ve bu riskleri yönetmek için uygulanan prosedürler ele alınacaktır.

1.4.1. Genel Olarak Karşılaşılan Riskler

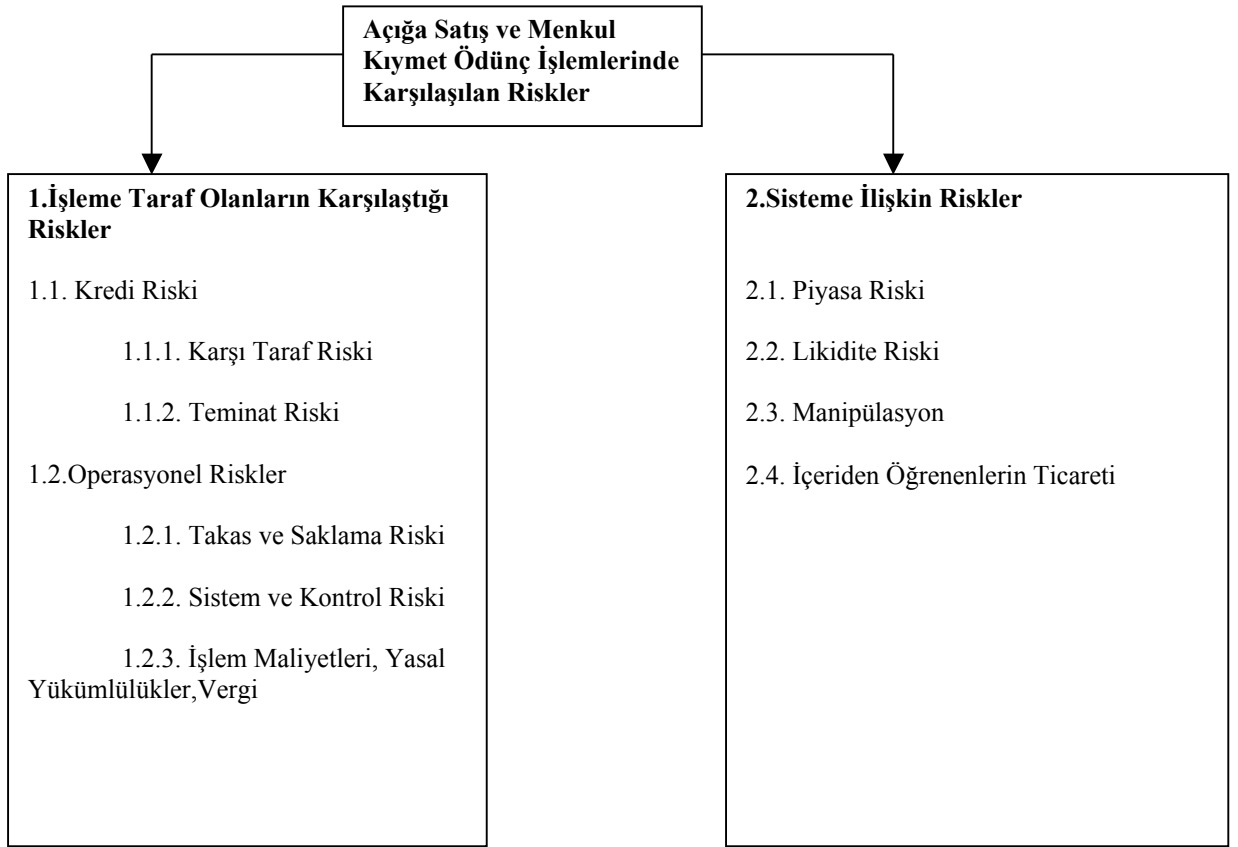
Açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemlerinde riskler işleme taraf olanların karşılaştığı riskler ve sisteme ilişkin riskler olarak ikiye ayrılabilir. Taraflara ilişkin riskler kredi riski ve operasyonel risktir. Kredi riski karşı taraf ve teminat riski, operasyonel riskler ise takas riski, emanet ve saklama riski, sistem ve kontrol riski, işlem maliyetleri, yasal yükümlülükler ve vergi olarak gruplanabilir. Sisteme ilişkin riskler ise açığa satış işlemlerinin sürü psikolojisinin etken olması durumunda piyasada moral bozukluğu yaratması ve manipülatif işlemlerde kullanılması, içerden öğrenenlerin ticaretine konu olması nedeni ile ortaya çıkmaktadır. Sisteme ilişkin risklere piyasa riski, likidite riski ve aracı kurumların sermaye yeterliliği de eklenebilir⁷⁴.

Açığa satış işlemlerinin menkul kıymet ödünç işlemleri ile ilişkisinden dolayı açığa satış işlemlerinde karşılaşılan riskler menkul kıymet ödünç işlemlerinde karşılaşılan riskler ile birlikte ele alınacaktır. Açığa satış işleminde yatırımcı sahip

⁷⁴ Akgün, s. 81.

olmadığı veya elinden çıkarmak istemediği bir menkul kıymeti ödünç alarak satmaktadır. Ödücün vadesi geldiğinde açığa satışı yapılan menkul kıymet piyasadan satın alınarak ödünç veren kişi veya kuruma verilmektedir.

Menkul kıymet ödünç işlemleri bir menkul kıymetin ödünç alınması ve vade sonunda aynı miktardaki menkul kıymetin geri teslimini içerdiği için banka kredilerine benzetilebilir. Menkul kıymet ödünç verme işlemlerinde esas itibari ile dört aşama vardır⁷⁵;



Şekil 6 : Açığa Satış ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemlerinde Karşılaşılan Riskler

⁷⁵ Sedat Yetim, **Repo, Ters Repo ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri**, No: 73, Ankara: SPK, 1997, s. 206.

- Ödünç işlemine konu menkul kıymetlerin sahipliği ödünç verenden ödünç alana geçer ve bunun karşılığında teminatlar ödünç verene teslim edilir.
- Ödünce konu menkul kıymetin taşıdığı kupon, faiz ve temettü gibi ödemeleri elde etme hakkı esas itibarı ile ödünç verene aittir.
- Teminatlar ödünç işleminin vadesi boyunca değer kaybına uğrayabilir ve bu değer kaybının telafi edilmesi gerekmektedir.
- Vade sonunda kıymet ve teminat el değiştirmektedir.

1.4.1.1. Kredi Riski

Kredi riskini aşağıdaki şekilde iki ana grupta inceleyebiliriz⁷⁶;

- Karşı Taraf Riski
- Teminat Riski

Karşı taraf riski aşağıdaki durumlarda ortaya çıkmaktadır.

- Ödünç menkul kıymetler ile teminatın karşılıklı olarak taraflara teslim edilmesi aşamasında, bu devir ve teslim işlemlerinden birinin beklendiği gibi gerçekleşmemesi
- Ödünç işleminin teminata dayanmaması
- Ödünç alanın ödünçün vadesinde veya ödünç verenin herhangi bir nedenle menkul kıymetleri geri istemesi durumunda menkul kıymetleri ödünç verene teslim etme yükümlülüğünü yerine getirememesi

⁷⁶ Alison Brooks, **International Securities Lending Book I, The Successful Lender**, London:Asset International, Inc., 1992, s. 43.

- Ödünç alanın ödünç alınmış olan hisse senetleri ile ilgili olarak kar payı (temettü) alma hakkı, yeni pay alma (rüçhan) hakkını kullanamaması

Ödünç işleminde; teminata ulaşmadan ödünce konu menkul kıymetler karşı tarafa devir ve teslim ediliyorsa işlemin başlangıç aşamasında ödünç veren açısından, işlemin vade tarihinde ise ödünç alan bakımından kredi riski bulunmaktadır. Bu işlemlerin tersi olarak, ödünce konu menkul kıymete ulaşmadan teminat devir ve teslim ediliyorsa işlemin başlangıcında ödünç alanın, vade tarihinde ise ödünç verenin riski bulunmaktadır. Tarafların karşı karşıya olduğu bu risk; “Ödeme Karşılığı Teslim (DVP)” veya “Teslim Karşılığı Teslim (DVD)” takas sistemlerinin uygulandığı durumlarda ortadan kalkmaktadır. Bu sistemlerden birinin geçerli olmaması halinde ise, genel uygulama ödünç veren tarafından, ödünç alana teminat veya menkul kıymet teslim edilmeden menkul kıymet veya teminatların teslim edilmemesidir. Dolayısıyla DVD veya DVP sistemlerinin geçerli olmaması halinde ödünç alan taraf bu riske maruz kalmaktadır⁷⁷.

Ödünç işleminin teminata dayanmaması halinde ise ödünç veren işlemin vadesi gelene kadar üzerinde risk taşımaktadır. Ancak teminatlı olması da her zaman yeterli olmayacaktır. Nitekim, bazı hukuk sistemleri ödünç alanın temerrüde düşmesi halinde ödünç verenin teminatları nakde çevirmesine izin vermemektedir. Dolayısıyla bu durumda da teminatın bir işlevi kalmayacaktır⁷⁸.

Menkul kıymet ödünç işlemlerinde pozisyonun açık olduğu süre içerisinde ödünce konu hisse senetlerine ödenen temettülerin, hisse senetlerini ödünç alandan ödünç verene ödenmesi gerekmektedir. Aynı dönemde ödünç verilen hisse senetlerine yeni pay alma hakkı verilirse, hisse senetlerini ödünç alan taraf piyasadan yeni pay alma hakkını satın alarak, hisse senetlerini ödünç aldığı tarafa teslim etmek zorundadır.

Ödünç işleminin vadesinde veya geri çağrıldığında ödünç alan tarafından menkul kıymetin iade edilmemesi halinde, ödünç veren teminatı paraya çevirerek aynı cinsten menkul kıymeti piyasadan satın alacaktır. Bu durumda, teminatın değerinin

⁷⁷ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**,s. 28-29.

⁷⁸ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**,s. 28-29.

ödünç menkul kıymetin cari değerinden daha az olması halinde, ödünç veren tekrar menkul kıymete sahip olabilmek için ilave bir maliyete katlanmak durumunda kalacaktır. Aynı durum ödünç alan için de söz konusu olacaktır. Teminat riskini oluşturan bu yerine koyma maliyetinden korunmak için teminat alırken ve ödücün süresi boyunca aşağıdaki noktalara dikkat edilmelidir⁷⁹;

- Karşı tarafın temerrüde düşme olasılığı ve kredi değerliliği
- Temerrüt durumunda ödünç kredisinin potansiyel piyasa değerinin büyüklüğü
- Krediyi kapsayacak marj(ödünç verilen menkul kıymetin piyasa değeri ile teminatlara konu kıymetlerin piyasa değerleri arasındaki fark marj olarak adlandırılmaktadır) değerlerinin tespit edilmesi
- Teminata konu kıymetlerin ne derece likit olduğu
- Teminattaki menkul kıymetlerin farklı ihraççılara göre çeşitlendirilmiş olması
- Teminatın düzenlendiği para cinsi, ödünç verilen kıymetinkinden farklı bir döviz cinsini içeriyorsa, kur riski ortaya çıkacağından uygulanacak marjın kur riskini de içeriyor olması
- Teminattaki menkul kıymetlerin hangi sıklıklarla değerlendirileceği, fiyat değişiklikleri olduğunda ek teminatın hangi süre içinde getirileceği, bu işlemlerin otomatik olarak gerçekleştirilip gerçekleştirilemeyeceği, ek teminatın gereken sürede getirilmemesi durumunda yapılacak işlemler

⁷⁹ Frank J. Fabozzi, **Securities Lending and Repurchase Agreements**, USA: Frank J. Fabozzi Associates New Hope Pennsylvania, 1997, s. 60-61.

1.4.1.2. Operasyonel Risk

Bilgi sistemlerindeki veya iç kontrol sistemlerindeki eksiklikler veya hatalar dan kaynaklanabilecek riskler operasyonel risktir⁸⁰. Operasyonel riskin kaynakları aşağıdaki şekilde sınıflandırılabilir⁸¹:

- Organizasyon
- Prosedürler ve uygulamalar
- Sistemler ve teknoloji
- İnsan
- Dış olaylar (doğal afetler, rekabet koşulları, politik rejim değişikliği gibi)

Operasyonel risk tüm finansal aktivitelerin yapısında mevcuttur ve menkul kıymet ödünç işlemleri içinde özel bir öneme sahiptir. Menkul kıymet ödünç işlemlerinde efektif ve gecikmesiz takas işlemlerinin gerçekleştirilebilmesi için prosedürlerin ve kontrollerin mevcut olması gerekmektedir. Takaslar arasında günlük getiriyi, karşı taraf kredi limitini, ıskonto oranlarını, menkul kıymet ödünç işlemlerinin muhasebeleştirilmesi ile ilgili işlemleri izleyecek prosedürler yönetimler tarafından belirlenmeli ve uygulanmalıdır. Menkul kıymetlerin piyasa değerleri ile teminatlar arasında oluşabilecek açıkların izlenmesi için de kontroller çok önemlidir. Menkul kıymet ödünç verenler menkul kıymet ödünç işlemlerinin firmanın yatırım faaliyetlerini olumsuz etkileyip etkilemediğini anlayabilmek için portföy yöneticilerinin yapmış olduğu işlemleri yakın olarak izlemelidirler. Yurtdışı piyasalarda yapılan menkul kıymet ödünç işlemlerinde oluşabilecek operasyonel riskler daha büyük olabilir. Sınır ötesi piyasalarda işlem teyitleri gelişmemiş olabileceği gibi farklı hukuk sistemlerindeki takas ve saklama işlemleri de gelişmemiş olabilmektedir. Yabancı piyasalarda işlem yapan en uzmanlaşmış firmalar bile işlemlerini yürütürken manual müdahalelere ihtiyaç

⁸⁰ Ioannis S. Akkizidis and Vivianne Bouchereau, **Guide To Optimal Operational Risk & Basel II**, USA: Talor & Francis Group, LLC, 2006, s. 9.

⁸¹ Akkizidis and Bouchereau, s. 12.

duyabilmektedir ki bu tip müdahaleler çelişkiler ve hatalar ile sonuçlanabilmektedir. Menkul kıymet ödünç işlemleri bir dizi komplike idari, ticari, operasyonel ve muhasebe gerektirdiğinden dolayı firmalar komplike ticari ilişkilere ve karşılıklı güvene, özellikle kredi değerliliğinin belirlenmesinde, kredi satışında, nakit yönetiminde, operasyon yönetiminde, dayanarak işlem yapmaktadırlar. Bu kompleks ilişkileri yönetmek piyasa hareketliliğinin çok olduğu dönemlerde daha kritik olmaktadır. İç kontrol sistemlerinin zayıflığı dolandırıcılık, yetkisi olmayan kişilerin işlem yapması gibi, işlem yapanların yetkilerini aşan pozisyonları almaları gibi sonuçlanabilmektedir. Bu tip açıklar ve zayıflıklar iş bölümünün farklı departman veya servislere paylaşılması ile örneğin kredi pazarlığının bir grup, teminatların değerlendirilmesinin başka bir grup tarafından yapılması gibi, veya onay mekanizmalarının oluşturulması, sistem ve veri ulaşımının sınırlandırılması ile azaltılabilir⁸².

Operasyonel risklerle ilgili olarak ele alınabilecek konular arasında maliyetler, yasal yükümlülükler ve vergi de sayılabilir. Bu unsurlarla ilgili olarak maliyetleri ve yükümlülükleri artıran herhangi bir gelişmenin olması maliyet anlamına geleceğinden risk unsurudur ve karar aşamasında dikkate alınmalıdır. Yasal risk, sözleşmelerin uygulanmasındaki belirsizliklere ilişkin risktir. Yetersiz dokümantasyon, sözleşme hükümlerinin ihlal edildiğinin ileri sürülmesi gibi uyumsuzluklar ile karşı tarafın sözleşme yapma yetkisinin bulunup bulunmadığı, yükümlülüğün yerine getirilmemesi veya iflas durumlarında sözleşmenin teminat, netleştirme veya üçüncü tarafların garantörlüğüne ilişkin hükümlerinin uygulanması konularındaki belirsizlikler, düzenlemelerin yanlış yorumlanması veya düzenlemelerdeki önemli değişiklikler nedeniyle zarara uğranması yasal risk kapsamındadır⁸³.

1.4.1.3. Piyasa Riski

Piyasa riski, piyasalardaki fiyat ve oran değişimlerinin alınan pozisyonların değerini olumsuz etkileme potansiyelidir. Piyasa riski, varlıkların piyasa fiyatlarının volatilitesi veya piyasa fiyatlarındaki ters yönlü hareketlerden kaynaklanabilecek kayıp riski olarak ta tanımlanabilir.

⁸² IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 46.

⁸³ Fabozzi and Mann, s. 167-178.

Piyasa riskine neden olan bileşenler aşağıda belirtilmiştir⁸⁴:

- **Faiz Oranı Riski:** Faiz oranı riski, faiz oranındaki hareketler nedeni ile bir finansal aracın veya portföyün değerinin olumsuz yönde etkilenmesi riskidir.
- **Döviz Kuru Riski:** Döviz kuru riskinin kaynağı döviz kurlarındaki beklenmedik değişimler ve özellikle dövize dayalı vadeli işlemler için uluslararası faiz oranlarındaki dalgalanmalardır.

Menkul kıymet ödünç işlemlerinde piyasa riski aşağıdaki durumlarda oluşabilir⁸⁵:

- Karşı taraf temerrüt durumu (taraplardan birinin yükümlülüğünü yerine getirememesi)
- Uygun olmayan marjların kullanılıyor olması
- Nakit teminatın alternatif yatırım araçlarında değerlendirilmesi

Menkul kıymet ödünç işlemlerinin doğasından kaynaklanan piyasa riskine ek olarak, menkul kıymet ödünç işlemlerinin yer aldığı farklı yatırım stratejileri de piyasa riskine maruz kalabilir. Arbitraj amacı ile yapılan menkul kıymet ödünç işlemleri buna örnek verilebilir.

1.4.1.4. Likidite Riski

Mali kuruluşlar iki tür likidite riskine maruz kalmaktadırlar. Bunlardan fonlama likidite riski, nakit akımı uyumsuzluklarından kaynaklanan yatırım ve fonlama ihtiyaçlarının karşılanamamasına ilişkin risktir. Bu durumda, bir borcun çevrilmesi veya nakit, özkaynak tamamlama veya teminat yükümlülükleri için gerekli nakdin sağlanamaması söz konusudur. Bir diğer likidite riski türü olan piyasa likidite riski ise, yeterli piyasa derinliğinin olmaması veya piyasadaki bozulmalar nedeniyle mali

⁸⁴ Dilek Leblebici Teker, **Bankalarda Operasyonel Risk Yönetimi**, Birinci Basım, İstanbul:Literatür Yayıncılık,2006, s. 6-7.

⁸⁵ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 44.

kuruluşun bir pozisyonu kar edebileceği bir fiyattan kapatamaması veya denkleştirememesidir⁸⁶.

Likidite riski; ödünç sözleşmesinin taraflarından birinin yükümlülüğünü yerine getirmede temerrüde düşmesi halinde ortaya çıkmaktadır.

Likidite riskini artıran faktörlerden birincisi; teminat ve ödünç menkul kıymetin karşılıklı olarak iadesi için taraflara tanınan sürelerin kısa olmasıdır. Tanınan sürenin kısa olması, yükümlülüğün zamanında yerine getirilememesi riskini de artıracaktır.

Diğer bir faktör ise, ödünç sözleşmelerinde belirli bir vadenin belirlenmemesi, sözleşmenin sona ermesinin taraflardan birinin ihbarına bırakılması halidir. Vadenin belirli olmaması halinde ödünç alan taraf açısından büyük bir risk söz konusudur. Nitekim ödünç veren tarafından fesih ihbarı yapıldığı sırada ödünç alan bu menkul kıymetlere sahip olmayacağından, yükümlülüğünü menkul kıymetleri satın alarak veya başka yollardan tedarik ederek karşılamaya çalışacaktır. Ödünç verenler ise teminatları alternatif yatırım araçlarında değerlendirmeleri halinde, bu riskle karşı karşıyadır.

Likidite riskini artıran üçüncü faktör; ödünç işleminin teminata dayalı olması halinde ortaya çıkmaktadır. Teminatın değerinin ödünce konu menkul kıymetin cari değerinin altında kalması halinde, ödünç veren açısından ilave teminat verilmesi yükümlülüğü doğacaktır.

Menkul kıymet ödünç işlemlerinde katılımcılar “piyasa” likidite riski ile de karşı karşıyadır. Taraflar menkul kıymetin en son işlem yaptığı fiyata yakın fiyatlarda menkul kıymeti piyasada bulamayabilir. Bunun nedeni işlem hacminin çok büyük olması, herhangi bir çeşit manipülasyonun var olması veya piyasada fiyatların çok oynak olması olabilir. Bu risk sonucunda ödünçün geri çağırılması durumunda ödünç alanlar pozisyonlarını kapatamayacaklardır⁸⁷.

⁸⁶ Müge Çetin, **Mali Kuruluşlarda Risk Yönetimi Bilgi Sistemleri**, Ankara: SPK Yeterlik Etüdü, 2001, s. 3-4.

⁸⁷ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 45.

1.4.1.5. Takas Riski

Takas riski her bir işlemin tamamlanma veya takas işleminin beklendiği şekilde gerçekleşmemesi riskini ifade eder. Takas riskinin iki temel kaynağı bulunmaktadır, ilki işlemin yapıldığı zaman ile tamamlandığı zaman arasındaki gecikme diğeri ise işleme ait iki bacağıın (ödeme ve teslim) tamamlanması arasındaki gecikmedir. Menkul kıymet ödünç işleminde taraflar eğer işlemin her iki bacağı da DVP veya DVD şeklinde yapılmaması durumunda kredi riskine maruz kalabilirler. Örneğin ödünç alan üçüncü tarafa menkul kıymeti satmış olsun, ancak satış esnasında teslimata dayanan ödünç alma işleminde takas başarısız olsun. Takas bacakları aynı zamanda likidite riski ile de sonuçlanabilir. DVP veya DVD takas mekanizmalarının eksikliği durumunda sınır ötesi menkul kıymet ödünç işlemlerinde teslim ve takasın farklı zaman ve mekanlarda yapılıyor olması bu riskleri arttırmaktadır⁸⁸.

1.4.1.6. Emanet/Saklama Riski

Saklama riski saklamacı kurumun iflas, ihmal veya hileli aksiyonunun bir sonucu olarak menkul kıymetlerin kaybolma riskidir. Saklama riski çeşitli faktörlerden etkilenir ki bunlar menkul kıymetlerin hukuki statüleri, muhasebe uygulamaları, saklamacı kurum tarafından uygulanan koruma ve saklama prosedürleri, kanun koyucuların saklamacı ilişkilerini yöneten kurallarıdır. Saklamacı kurumun iflası piyasa katılımcıları için bir kayba sebep olmamalıdır. Çünkü normalde menkul kıymetler saklamacı kuruma ait varlıkların tutulduğu hesaplardan farklı hesaplarda tutulmalıdır. Menkul kıymetler ile ilgili bir kayıp, saklamacı kurumla ilgili hukuki problemlerin olduğunu veya onay alınmadan sahibi olmadığı menkul kıymetleri elinden çıkarmış olmasından kaynaklanabilir. Saklamacı kurumun muhasebe uygulamaları ve muhafaza ile ilgili prosedürleri katılımcının kayıp riskine ne ölçüde maruz kalabileceğini gösteren faktörlerdir.

Menkul kıymet ödünç işlemlerinde saklama riski özellikle teminat düzenlemeleri kapsamında oluşabilir. Teminat verenler teminat alanların saklamacı kuruluşunun teminatların saklanması ile ilgili olarak uyguladıkları kısıtlamalar ve

⁸⁸ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 46.

yükümlülüklerine tabi olmaktadır. Hukuki düzenlemeler saklamacı kurumun rehin koyma, ipotek koyma, ödünç verme, satma , transfer etme, teminat veren yerine başka bir isimle kaydetme durumları için kısıtlamalar ve limitler getirebilir. Bununla birlikte teminat verenler vermiş oldukları teminatların günlük yönetiminden, nakdin yeniden yatırılarak değerlendirilmesinden feragat etmiş olabilirler. Teminatları saklayan kurum teminat verenlerin güvenini kötüye kullanabilir. Bu illaki hile veya dolandırıcılık şeklinde olmayabilir, kurum karşı bir durumu veya vergi ile ilgili bir durumu kendi yararına olacak şekilde yorumlayabilir.

Aracı kurumlar tarafından yürütülen menkul kıymet ödünç programları aracı kuruma bu işlemleri gerçekleştirmek için gerekli sorumluluk ve otoriteyi vermektedir. Bir menkul kıymet ödünç programını yönetirken ödünç veren açısından veya kurumun hissedarları açısından belirli aksiyonların gerekli olup olmadığı belirsizlik ve çelişki oluşturabilir. Katılımcılar kurumun anlaşmalarının içeriğini bilemez veya anlayamaz iseler riske maruz kalabilirler. Kontratlarında yazmadığı halde kurumlar piyasada güveni sağlamak ve ödünç programının devamlılığı için tarafların kayıplarını karşılama riski ile karşılaşabilirler⁸⁹.

1.4.1.7. Manipülasyon

Çeşitli ülke mevzuatlarında ve yargı kararlarında yapılan manipülasyon tanımlamalarında genellikle, piyasaların işleyişine dışarıdan yapılan müdahaleler üzerinde durulmaktadır. Söz konusu tanımlamalarda manipülasyon, insanları kandırarak bir menkul kıymeti almaya veya satmaya sevk etmeye veya menkul kıymetin fiyatını yapay bir seviyede tutmaya yönelik davranışlar olarak ifade edilmektedir. Menkul kıymet piyasalarında arz ve talebin serbest bir şekilde karşı karşıya gelerek fiyatları belirlemesine yönelik sürecin kasıtlı olarak engellenmesi şeklinde yapılan tanımlar da mevcuttur. Bu tanımlara göre (1) arz ve talebin serbest bir şekilde etkileşimini engelleyerek fiyat mekanizmalarına müdahalede bulunmak, (2) insanları kandırarak bir menkul kıymette işlem yapmaya sevk etmek, (3) menkul kıymet fiyatını yapay bir seviyede tutmak, maksadıyla tasarlanan eylemler manipülatif olarak kabul edilmektedir.

⁸⁹ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 48.

İçerikleri itibariyle iki tür manipülasyon vardır. Bunlar bilgi bazlı ve işlem bazlı manipülasyonlardır⁹⁰.

Açığa satış işlemi de bazen manipülatif amaçlı olabilmektedir. Açığa satış, satışın yapıldığı anda yatırımcının menkul kıymete sahip olmaksızın satış yapması olarak tanımlanabilir. Açığa satış işlemlerinin anlamlı olabilmesi için, ilgili menkul kıymetin fiyatının düşeceği beklentisinin olması gerekmektedir. Bu nedenle de, açığa satış işlemlerini manipülatif amaçlı kullanmak isteyenler, fiyat düşürücü emirleri hedefleyerek işlem gerçekleştirmektedirler⁹¹.

Piyasalar üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle, manipülasyona ilişkin olarak ceza hukukunda yer alan dolandırıcılık hükümlerinden ayrı bir suç olarak düzenleme yapılması ve bu konuda belirli işlem türlerine yasaklamalar getirilmesi ihtiyacı doğmuştur. Konuya ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn)'nda da düzenlemeler yapılmıştır.

İşlem bazlı manipülasyon SPKn'nun 47 nci maddesinin (A-2) bendinde düzenlenmiştir. Anılan düzenleme, "Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, artırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımının yapılmasının" 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve ağır para cezası ile cezalandırılacağını hükme bağlamıştır.

SPKn'nun 47 nci maddesinin (A-3) bendinde, aynı maddenin (A-2) bendinde öngörülen işlem bazlı manipülasyona paralel olarak, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bilgiye dayanan bazı fiiller cezai müeyyideye bağlanmıştır. Anılan düzenleme, "sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi verilmesi, haber yayılması, yorum yapılması veya açıklamakla yükümlü olunan bilgilerin açıklanmamasının" 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve ağır para cezası ile cezalandırılacağını hükme bağlamıştır.

⁹⁰ SPK, **Hisse Senedi Piyasalarında Manipülasyon Kullanılan Yöntem Örnekleri Manipülatif İşlem Kalıbı Örnekleri Korunma Yolları**, Aralık 2003, <http://www.spk.gov.tr>, (Erişim: 07 Haziran 2008).

⁹¹ SPK, **Hisse Senedi Piyasalarında Manipülasyon Kullanılan Yöntem Örnekleri Manipülatif İşlem Kalıbı Örnekleri Korunma Yolları**.

1.4.2. Risklerin Yönetimi

1.4.2.1. Kredi Değerliliği ve Kredi Limitlerinin Belirlenmesi

Ödünç işlemlerinde ödünç verenler tarafından, ödünç alanın mali durumu, kredi değerliliği gibi bir takım kıstaslardan hareket edilerek, ödünç alana bir kredi limiti tahsis edilmektedir. Belirlenen bu limit sürekli olarak izlenmekte ve ödünç işlemleri sonucunda limite ulaşıldığı takdirde ödünç işlemleri anında kesilmektedir. Bu limitler sürekli olarak gözden geçirilmekte ve gerektiğinde değiştirilmektedir. Bu genel limitler dışında riski dağıtmak amacıyla ödünç alana menkul kıymet veya işlem piyasa bazında özel limitler de getirilebilmektedir.

Ödünç alanın mali yapısında meydana gelen olumlu veya olumsuz gelişmeler limitlerin tekrar değerlendirmeye tabi tutulmasında önemli bir faktör olarak kabul edilmektedir. Hatta ödünç alanın mali durumunda meydana gelebilecek olumsuz gelişmelerden en kısa sürede bilgi sahibi olabilmeyi temin etmek amacıyla, ödünç alan ile ödünç veren arasında yapılan sözleşmelere, ödünç alanın yükümlülüklerinden birinin de ödünç vereni, mali durumunda veya işi ile bağlantılı herhangi bir konuda meydana gelen olumsuz gelişmeler hakkında bilgilendirmek olduğu yönünde hükümlerin bulunduğu, bu yükümlülüğün ödünç alan tarafından yerine getirilmemesi halinde ödünç alan bakımından ödünç menkul kıymetin vadesinde iade edilmemesine bağlanan hukuki sonuçların doğmasının sözleşmeyle kararlaştırıldığı görülmektedir⁹².

1.4.2.2. Hukuki Sözleşme ve Taahhütnameler

Standart sözleşmeler (Master Agreements); sözleşmenin tarafları arasındaki tüm işlemlere veya tanımlanan belirli işlemlere uygulanacak kuralları –edimlerden birinin zamanında yerine getirilmemesi halinde karşı tarafın zararının tazmin edilmesini de kapsayacak şekilde - belirleyen sözleşmelerdir. Ödünç işlemlerinde, birçok ülkede standart sözleşmeler yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu standart sözleşmelerin en güzel örneğini Overseas Securities Lending Agreement (OSLA) standart sözleşmeleri oluşturmaktadır. OSLA standart sözleşmelerinin, içerdikleri hükümler dolayısıyla ödünç

⁹² IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 48-49.

işleminin taraflarının karşı karşıya olduğu kredi riskinin etkilerinin azaltılmasında etkin bir araç olduğu piyasa katılımcıları tarafından kabul edilmektedir. OSLA standart sözleşmelerinin yarattığı faydalar aşağıdaki gibidir:

Taraflar arasında mevcut bulunan her bir işlem bazında; tarafların düzenlenecek sözleşmelerin her bir maddesi üzerinde uzlaşmaya çalışmalarının yaratacağı emek ve zaman kaybını büyük ölçüde azaltması, bu sözleşmelerin yarattığı faydalardan biridir. Diğer taraftan, sözleşmeden kaynaklanan edimlerden birinin yerine getirilmemesi halinde, sözleşme hükümleri ödünç verene hiçbir ihbara gerek kalmaksızın teminatları paraya çevirmek suretiyle menkul kıymetleri piyasada tedarik edebilme hakkını tanımaktadır.

Ancak, bu standart sözleşmelerin en önemli faydası “Netleştirme (Close-out Netting)”yi düzenleyen hükümlere sözleşmelerde yer verilmesi nedeniyle kredi riskini önemli ölçüde azaltmasıdır. Ödünç sözleşmesinin taraflarından birinin ödeme güçlüğü içine düşmesi veya sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde, “Netleştirme (Close-out Netting)” diğer tarafa edimi yerine getirmeyen tarafla olan tüm işlemlerini sona erdirmeye ve akabinde bu işlemlerden doğan tüm alacak ve borç tutarlarının netleştirilerek tek bir rakam haline dönüştürülmesi hakkını sağlamaktadır. Bu çerçevede tüm alacak ve borçların netleştirilmesi sonucunda ödünç verenin tek bir borcu veya alacağı olacaktır. “Netleştirme prensibi” piyasa katılımcıları tarafından risk yönetiminde kullanılan etkin araçlardan birisidir. Ancak netleştirmenin karşı taraf riskini azaltma boyutu, taraflar arasındaki ödünç işlemlerinin hacmine bağlıdır. Edimini yerine getirmeyen taraf ile karşı taraf arasında gerçekleşen işlemlerin hacminin yüksek tutarlarda olması ve bazılarının edimi yerine getirmeyen taraf açısından borç bazılarının alacak yaratması halinde, riskin daha yüksek boyutlarda azaldığı açıktır.

Bazı bölgelerde bu tip standart sözleşmelerin kullanılmadığı görülmektedir. Örneğin Meksika’daki merkezi takas ve saklama kuruluşu ödünç hisse senedi alan ve veren tarafların belirli bir sözleşme imzalamalarını istemektedir. İmzalanan standart sözleşmede, netleştirmeyi düzenleyen bir hüküm bulunmamaktadır. Bu durumda, ödünç verenin ödemedi aciz hale gelmesi ve dolayısıyla ödünç alanın vermiş olduğu nakit teminatı iade edememesi durumunda, sözleşme çerçevesinde ödünç alanın yapacağı tek

şey, menkul kıymetleri ödünç verene iade edip yargı organları önünde hakkını aramaktır.

“Netleştirme (Close-out Netting)”yi içeren sözleşme hükmünün bazı ülkelerde uygulama alanı bulup bulamayacağı tartışma konusudur. Bazı ülkelerde bu sözleşmeler yargı önüne getirilmediği için uygulanabilirlikleri konusunda yargısal bir karar bulunmamaktadır. Ancak, International Securities Market Association (ISMA) repo sözleşmelerinin standart olarak hazırlanmış ek protokolleri ile ISMA 25 ülkeden sözleşmelerin uygulanabilirliği konusunda yasal görüşler sağlamıştır. Ülkemizde anılan sözleşme maddesi kural olarak iflas halinde uygulama alanı bulmaktadır. Yurtdışına baktığımızda da, genel olarak iflas veya ödeme güçlüğü halinde uygulama alanı bulacağı kesinlik kazanmıştır⁹³.

1.4.2.3. Teminatlandırma

Ödünç ilişkisinde riski azaltan en önemli araç teminattır. Riski en alt düzeye indirgeyebilmek için, en likit olan ve minimum zamanda nakde çevrilebilecek değerler teminat olarak kabul edilmektedir. İkinci olarak, ödünç verilen menkul kıymetlerin cari değerini aşan oranda teminat alınmaktadır. Birçok ülkede başlangıç teminat oranları, piyasa yapısını yansıttıkları veya sermaye yeterliliği kuralları çerçevesinde dikte edildiği için standarttır. Başlangıç teminat oranlarının taraflar arasında serbestçe kararlaştırıldığı haller genel olarak çok istisnaidir.

Üçüncü olarak, teminatın işlevini tam olarak yerine getirebilmesi için, teminatın değeri ile ödünç menkul kıymetin değeri gün bazında izlenmekte, belirli bir oranın altına inmesi halinde -genel olarak %100- teminat tamamlama çağrısı yapılarak farkın giderilmesi sağlanmaktadır.⁹⁴

⁹³ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 50.

⁹⁴ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 52-54.

1.4.2.4. Zararların Ödenmesi

Bazı menkul kıymet ödünç işlemlerinde işleme taraf olan aracı kuruluşlar (Saklama bankaları); sözleşme çerçevesinde ödünç veren tarafın sözleşme dolayısıyla uğradığı zararın tazmini ile yükümlü olmaktadır.

Aracı kuruluşça (saklamacı banka), ödünç verenin uğradığı zararın tazmin edildiği standart durumlar, ödünç alanın sözleşmeden kaynaklanan menkul kıymetleri geri verme yükümlülüğünü zamanında yerine getirmemesi halidir. Ödünç alanın geri verme yükümlülüğünü vadesinde yerine getirmemesi halinde, aracı kuruluş veya saklamacı banka; ödünç işlemi karşılığında alınan teminatın nakde çevrilmesi sonucunda elde edilen değerle menkul kıymetleri tekrar piyasadan tedarik ederek ödünce konu menkul kıymetleri ödünç verene teslim etmektedir. Aracı veya saklamacı kuruluş ödünce konu menkul kıymetin piyasa değerinin artması, buna karşın teminatın değerinin aynı oranda artmaması ve azalmasından dolayı ortaya çıkan teminat azlığının sonuçlarına da katlanmaktadır. Ödünce konu menkul kıymetlerin piyasadan satın alınamaması halinde ise, menkul kıymetin cari piyasa değerine eşit tutarda nakit ödünç verene ödenmektedir. Dolayısıyla ödünç alanın yükümlülüğünü yerine getirmemesi halinde ortaya çıkan risk; ödünç veren ile aracı kuruluş (veya saklamacı banka) arasında yapılan ve ortaya çıkacak zararın tazmin edilmesi esasına dayanan sözleşme çerçevesinde aracı kuruluş tarafından üstlenilmektedir⁹⁵.

1.5. Futures ve Opsiyon İşlemleri

Finansal piyasalar işlemlerin vadesine bağlı olarak spot ve vadeli olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Spot piyasalarda ürün veya mal üzerine gerçekleştirilen işlemler ile ilgili hak ve yükümlülükler işlemin hemen ardından taraflar arasında aktarılırken, vadeli piyasalarda sözleşmede belirlenen ileri bir vadede hak ve yükümlülükler taraflar arasında aktarılır. Finansal piyasalarda vadeli piyasaların ortaya çıkması Bretton Woods anlaşması ile başlamış ve risk yönetimi kavramı ile birlikte türev ürünler günümüzde tüm dünyada finansal piyasaların vazgeçilmez bir parçası haline gelmiştir. Türev ürünlerin kapsamına asıl olarak forward, swap, future (vadeli işlem) ve opsiyon

⁹⁵ IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, s. 54.

sözleşmeleri girmektedir. Açığa satış işlemleri ile bağlantılı olarak organize vadeli piyasalarda asıl olarak futures ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir⁹⁶.

Vadeli işlem sözleşmeleri, sözleşmelerin taraflarına belirlenen ileri bir tarihte üzerinde anlaşılan fiyattan, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı veya kıymeti alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmeler olarak tanımlanırken, opsiyon sözleşmeleri, opsiyon priminin, opsiyonun alıcısı tarafından satıcıya ödendiği ve alıcı tarafa işlemin yapıldığı tarih itibarıyla belirlenen ileri bir tarihte veya opsiyonunun tipine bağlı olarak söz konusu tarihe kadar, önceden belirlenmiş standart bir fiyattan, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı, kıymeti veya finansal göstergesi alma veya satma hakkını veren buna karşılık satıcıya yükümlülük getiren sözleşmeler olarak tanımlanabilir.

1.5.1. Futures İşlemleri

Futures sözleşmesi, standart kalite ve miktardaki para, döviz, altın, mali araç, mal ve diğer türev ürünlerin sözleşme tarihinde belirlenmiş bir fiyattan, gelecekteki belirli bir tarihte teslimini (alım-satımını) hükme bağlayan bir anlaşmadır. Anlaşmanın amacı, gelecekte olan alım satım işleminin fiyatının bugünden sabitlenmesidir. Sözleşmelerin alım veya satımıyla ilgili yapılan işleme de “futures işlemi” denilmektedir⁹⁷.

Futures piyasalarında temel işlev, fiyat dalgalanmalarının yarattığı risklerin yönetimidir. Bu nedenle futures piyasalar, risklerin üstlenmek isteyen taraflara devri işlevini görür. Böylece yatırımcının, spot piyasada fiyat dalgalanmaları sonucunda karşılaşılabileceği risklere karşı korunmasını sağlar ve spekülörlerin de önceden tahminde bulunarak yüksek karlara erişmesine olanak verir. Dolayısıyla, futures

⁹⁶ Evrim Hilal Kahya, **Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarında Uygulanan Takas Sistemleri, Yurt Dışı Uygulamaları ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. İçin Öneriler**, İstanbul: SPK Yeterlik Etüdü, 2004, s. 1.

⁹⁷ Nurgül Chambers, **Türev Piyasalar**, 2. Basım, İstanbul: Beta, 2007, s. 2.

piyasalar bir yandan risk yönetimi, diğer yandan ise spekülasyon (trading) amacıyla kullanılmaktadır⁹⁸.

Futures Piyasaların Özellikleri

Futures piyasaların özellikleri aşağıda listelenmiştir⁹⁹:

- Futures piyasalar örgütlenmiş borsalardır.
- Futures piyasalarında yapılan sözleşmeler standartlaşmış sözleşme şartlarına göre yapılır. Belirli bir zamanda ve belirli bir şekilde teslim edilecek malın özellikleri sözleşmede ayrıntılı bir şekilde açıklanmak zorundadır. Sözleşmelerde, sözleşme konusu varlığın teslim tarihi, teslim yöntemi, futures sözleşmesine ilişkin meydana gelebilecek minimum ve maksimum fiyat değişimleri önceden belirlenmek zorundadır.
- Bir futures sözleşmesinde malın kalitesi, malın miktarı, teslim şartları, teslim tarihi, gerçekleşebilecek minimum fiyat dalgalanması, her bir katılımcının sahip olabileceği maksimum sözleşme sayısı, konuları standarda bağlanmıştır.
- Futures piyasalar “takas odası (clearing house)” denilen organizasyona sahiptir.

Futures Piyasaların İşleyişi

Yatırımcıların, futures işlemlerine girmesinin üç önemli sebebi vardır:

- Spekülasyon
- Riskten korunma (hedge)
- Arbitraj

⁹⁸ Selcan Olca, **Futures (Vadeli İşlem) Sözleşmelerinin Muhasebeleştirilmesi**, Ankara: SPK Yeterlik Etüdü, 2001, s. 2.

⁹⁹ Olca, s. 2-4.

Spekülasyon Amacı : Bir spekülâtör, kazanç elde etme amacıyla futures işleme taraf olan ve risk üstlenen kimsedir. Bazı spekülâtörler ekonomik ve teknik analizlere dayanarak gelecekte futures işlemlerine konu olan malların fiyatlarını tahmin etmeye çalışırlar ve buna uygun futures işlemlerine girerler.

Riskten Korunma (Hedging) Amacı : Riskten korunan kişi, futures piyasalarını gelecekte mal fiyatlarında, hisse senedi fiyatlarında, döviz fiyatlarında ve faiz oranlarında meydana gelecek hareketlerin sebep olduğu risklerden korunmak için kullanır.

Arbitraj Amacı: Arbitraj amacıyla işlem yapanlar, futures sözleşmeleri yapmak suretiyle futures piyasaları ile nakit piyasalar ve futures borsalarının kendi aralarındaki fiyat farklılıklarından yararlanıp kazanç elde etmeye çalışırlar¹⁰⁰.

Futures sözleşmesi tarafları, sözleşmeyi sona erdirmek istediklerinde, 3 farklı seçeneğe sahip olmaktadır:

Vadeden Önce Ters İşlem ile Sona Erme (Offset): Futures sözleşmesinin vadeden önce sona ermesi, ters işlem yapılması ile mümkün olur. Futures sözleşmesi ile alıcı veya satıcı olan taraf, bir süre sonra futures sözleşmesini iptal etmek yerine üçüncü bir kişiyle bulunduğu pozisyonunu tersi (alıcı ise satıcı, satıcı ise alıcı) bir pozisyonda yeni bir sözleşme yapar. Bu işlem, aynı mal için alıcı ve satıcı olarak iki defa futures sözleşmesi yapan kişinin takas odasına karşı yükümlülüklerini ortadan kaldırmakta veya başka bir deyişle, takas odası tarafından sözleşme konusu malın teslimi için sorumlu tutulmamaktadır.

Vadede Teslim İle Sona Erme: Vadesine kadar ters işlem yapılarak ortadan kaldırılmayan futures sözleşmeleri, vade sonunda sözleşme konusu malın sözleşmede belirtildiği şekilde teslimi ile son bulur.

Vadede Nakdi Mutabakat İle Sona Erme: Bu yöntemde, vade sonunda taraflar birbirlerinin kayıplarını giderecek şekilde ödeme yaparak futures sözleşmesini kapatabilmektedirler.

¹⁰⁰ Olca, s. 6.

1.5.2. Açığa Satış ve Futures İşlemleri

Hisse senetlerine dayalı iki tür future sözleşmeden bahsedilebilir¹⁰¹:

- Tek bir hisse senedine dayalı future sözleşmeler
- Borsa endeksine dayalı future sözleşmeler

Borsa endeksine dayalı futures sözleşmeleri sadece belirli endeksin üzerine yapılır ve söz konusu endeksin gelecekteki değeri şimdiden belirlenir. Sözleşmenin vadesi sona erdiğinde spot piyasadaki endeks değeri ile futures kontratı üzerinde anlaşılan endeks değeri arasındaki fark kontratın tarafları olan alıcı ve satıcıya ödenir. Bu tür sözleşmelerde fiziki teslim yapılmaz, işlemler kayıtlarla sürdürülür. Futures kontratlar hisse senedi portföyünü sistematik riske karşı koruma ve finansal pazarlarda denge sağlama fonksiyonunu da yerine getirirler.

Herhangi bir hisse senedinden açığa satış yapmış olan bir yatırımcı hisse senedini ödünç almak yerine tek bir hisse senedine dayalı futures sözleşmeleri de kullanabilir. Futures sözleşme kullanmanın avantajlı yanları aşağıda listelenmiştir¹⁰².

Operasyonel ve İşlemsel Kolaylık: Açığa satışa konu menkul kıymeti ödünç almak imkansız veya çok zor olabilir. Bu menkul kıymeti ödünç almak için harcanan süre bir yatırım pozisyonunun kaçırılmasına sebep olabilir.

Geri Çağırılma Riskinin Ortadan Kalkması: Menkul kıymet ödünç işlemlerinde ödünç veren vadesinden önce ödünce konu kıymeti geri isteyebilir.

Maliyet Avantajı: Herhangi bir menkul kıymet ödünç işleminde açığa satış işleminin finansmanı bir broker tarafından aracı kurum veya banka üzerinden gerçekleşir.

¹⁰¹ Frank J. Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, USA:John Wiley & Sons, Inc., 2004, s. 22.

¹⁰² Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 27-28.

1.5.3. Opsiyon İşlemleri

Genel anlamda opsiyonlar, sahibine belirli sayıda bir menkul kıymetin veya metanın önceden belirlenen bir fiyattan, belli bir süre içinde alım veya satım hakkını veren fakat sorumluluk yüklemeyen sözleşmelerdir. Spesifik olarak hisse senedi opsiyonu ise, alıcısına belirli sayıda hisse senedinin önceden belirlenen bir fiyattan, belirli zaman aralığında alım veya satım hakkını veren sözleşme olarak tanımlanabilir¹⁰³.

Asıl olarak iki opsiyon türü vardır. Bunlar, alım opsiyonu (call option) ve satım opsiyonu (put option) dur. Ayrıca her opsiyon işleminde alıcı ve satıcı olmak üzere iki taraf vardır. Temel opsiyon türleri aşağıda listelenmiştir¹⁰⁴.

- **Alım (Call) Opsiyonları :** Sözleşmeyi alan tarafa, alım hakkı tanıyan opsiyon sözleşmelerine alım (call) opsiyonu denilmektedir. Call opsiyonu alıcısının beklentisi, ilgili menkul kıymet fiyatının artması yönündedir. Call opsiyonu alıcısı, sözleşmeyle elde ettiği belirli bir fiyattan alma hakkını, vade süresince veya vade sonunda, menkul kıymet fiyatının artması ile birlikte kullanacaktır. Ters durumda ise opsiyon sözleşmesi geçersiz olacak ve ödediği prim kadar zarar edecektir. Call opsiyonu satıcısının öngörüsü ise, ilgili menkul kıymetin fiyatının gelecekte düşmesidir. Bu nedenle düşüşten zararı minimize etmek veya kar elde etmek adına, call opsiyonu satarak prim elde etmektedir.
- **Satım (Put) Opsiyonları :** Sözleşmeyi alan tarafa, satım hakkı tanıyan opsiyon sözleşmelerine satım (put) opsiyonu denilmektedir. Put opsiyonu alıcısının beklentisi, ilgili menkul kıymet fiyatının düşmesi yönündedir. Put opsiyonu alıcısı, sözleşme ile elde ettiği belirli bir fiyattan satma hakkını, vade süresince veya vade sonunda menkul kıymet fiyatının düşmesi ile birlikte kullanacaktır. Ters durumda ise

¹⁰³ Chambers, s. 57.

¹⁰⁴ Chambers, s. 59.

opsiyon sözleşmesi geçersiz olacak ve ödediği prim kadar zarar edecektir. Put opsiyonu satıcısının beklentisi ise, ilgili menkul kıymetin fiyatının artması yönündedir. Bu artıştan kar elde edebilmek için, opsiyon sözleşmesini prim karşılığında satmaktadır.

Vade Yapısına Göre Opsiyon Türleri

Vadesine göre opsiyon sözleşmeleri, temel olarak, Avrupa tipi ve Amerikan tipi olmak üzere ikiye ayrılırlar;

- **Avrupa tipi opsiyon (European Options) :** Opsiyonu alan tarafın, sözleşmeye konu mal veya kıymeti (hisse senedini) satın alma (Call) veya satma hakkını (Put) sadece vade sonunda kullanmasını sağlayan sözleşmelerdir. Bu tip bir opsiyonu vadeden önce kullanmak mümkün değildir.
- **Amerikan tipi opsiyon (American Options) :** Vade sonu da dahil olmak üzere opsiyon alıcısına istediği zaman hakkını kullanma imkanını sağlayan opsiyonlardır. Opsiyonların Avrupa veya Amerika tipi olmalarının coğrafi olarak hiçbir anlamı yoktur. Her iki opsiyon türü, hem ABD’nde hem de Avrupa’da işlem görmektedir.

Tüm dünyada opsiyon sözleşmelerinin alım-satımının yapıldığı organize piyasalarda ağırlık Amerikan tipi opsiyonlarda olmasına rağmen, tezgah üstü piyasalarda alım satımı yapılan sözleşmelerin büyük çoğunluğu Avrupa tipi opsiyon sözleşmeleridir.

Sözleşme Konusuna Göre Opsiyon Türleri

Opsiyon sözleşmesi çeşitleri aşağıda listelenmiştir¹⁰⁵.

- Hisse Senedi Opsiyonları

¹⁰⁵ Turhan Korkmaz, **Hisse Senedi Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri**, Bursa:Ekin Kitabevi, 1999, s. 7.

- Hisse Senedi Endeksi Opsiyonları
- Döviz Opsiyonları
- Faiz Opsiyonları
- Emtia Opsiyonları
- Vadeli İşlem Opsiyonları

Gelişmiş ülkelerin opsiyon borsaları incelendiğinde opsiyon sözleşmeleri içindeki en yüksek payı Hisse senedi üzerine opsiyon sözleşmeleri almaktadır. Hisse senedi opsiyonları, sahiplerine belirli bir hisse senedini önceden belirlenmiş bir fiyattan, belirli bir süre içinde satın alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir. Opsiyonların hisse senetlerini ihraç etmiş işletmelerle hiçbir ilgisi yoktur.

Yatırımcılar açısından opsiyonların faydası aşağıdaki gibi sıralanabilir¹⁰⁶.

- Mevcut hisse senetlerini piyasada meydana gelebilecek düşüslere karşı koruyabilmek,
- Mevcut hisse senetlerini kullanarak, kazancını arttırmak,
- Hisse senedini düşük fiyata satın alabilmek,
- Piyasada meydana gelebilecek büyük değişikliklerin yönünü bilmeksizin fayda sağlamak,
- Hisse senedini satın almadan, fiyat artış ve azalışlarından yararlanmak

Opsiyonlar kendilerine özgü özellikleri dolayısıyla hisse senetlerine benzeyen yönleri ve farklılıkları vardır. Benzerlikler:

- Her ikisi de organize olmuş borsalarda işlem görürler.

¹⁰⁶ Korkmaz, s. 8.

- Hisse senetlerinde olduğu gibi opsiyon işlemlerinde de alıcılar alım, satıcılar ise satım önerilerini vermektedirler.
- Opsiyon yatırımcısı, hisse senedi yatırımcısı gibi, fiyat değişmelerini, gün gün veya dakika dakika işlem hacmini ve piyasa ile ilgili gelen bilgileri takip edebilmektedir.

Opsiyonlar ile hisse senetleri arasında çok sıkı benzerlik olmasına rağmen bazı önemli farklılıklar vardır. Bunlar:

- Hisse senetlerinin aksine opsiyonlar sınırlı zamana sahiptir.
- Hisse senedinin mevcut sayısı gibi opsiyonun sabit bir sayısı yoktur. Opsiyonun sayısı, opsiyon alıcısı ve satıcısının opsiyon işlemine olan ilgileri ile ilgilidir.
- Hisse senedi sahibi, hissesi oranında oy kullanma hakkına ve kar payından yararlanma hakkına sahip iken, opsiyon sahibi ise hisse senedi fiyatının kendi lehine değişme göstermesi durumunda opsiyonunu kullanma hakkına sahiptir.

Hisse senetlerinin opsiyon borsasına kote olup sözleşmelere konu olması sonucu hisse senedi piyasasının olumlu veya olumsuz yönde etkilendiği şeklinde iki görüş vardır. İlk görüş, opsiyon işlemlerinin başlamasıyla hisse senedi piyasasındaki fiyat değişkenliğinin azaldığı ve opsiyon sözleşmesine konu olmuş olan hisse senetlerinin işlem miktarlarında artışlar olduğu yönündedir. İkinci görüş, opsiyon işlemlerinin başlaması hisse senedi piyasasındaki fiyat değişkenliğini arttırdığı gibi, opsiyon işlemlerine başlanacağı haberinin duyurulmasıyla hisse senedi fiyatlarında düşüşe neden olduğu yönündedir¹⁰⁷.

Temel Opsiyon Stratejileri

Opsiyon borsalarında yatırımcı, satın alma ve satma opsiyonu olmak üzere iki tür opsiyon stratejisini kullanarak yatırımlarına yön vermektedir. Ayrıca, satın alma ve

¹⁰⁷ Korkmaz, s. 11.

satma opsiyonlarının birlikte kullanılması veya portföye hisse senedinin dahil edilmesi durumunda stratejiler karmaşık bir yapıya bürünmektedir.

1- Satın Alma Opsiyonu Stratejisi

Satın alma opsiyonu sahibine, vade sonuna kadar ya da vade sonunda, önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden bir varlığı satın alma hakkı verir. Satın alma opsiyonu stratejisi yatırımcıya sınırlı risk-sınırsız getiri imkanı sunmaktadır. Bu stratejiyi tercih eden yatırımcı gelecekte hisse senedinin fiyatının artacağını düşünmektedir. Satın alma opsiyonunu satın alan yatırımcı opsiyon primini peşin olarak ödemek zorundadır. Yatırımcının başa baş noktası, hisse senedi fiyatının opsiyon işlem fiyatı artı prim toplamına eşit olduğu noktada olacaktır. Yatırımcının maksimum zararı ise ödediği prim kadar olup sınırlıdır, vade sonunda hisse senedinin piyasa fiyatının opsiyonun işlem fiyatına eşit veya altında olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Potansiyel kazanç ise sınırsızdır¹⁰⁸.

Satın alma opsiyonunun alınmasının temel nedenlerinden birisi de spekülörlere kaldıraç etkisi yaratmasıdır. Opsiyon sözleşmesine konu olmuş olan hisse senedinin fiyatındaki küçük bir artış, satın alma opsiyonunun sahibine çok büyük oranda kar sağlayabilir. Örneğin, yatırımcının yakın bir gelecekte, (bu süre genelde opsiyon sözleşmesindeki vade tarihi veya öncesindeki herhangi bir gün olarak kabul edilmektedir) satın almayı düşündüğü hisse senedine yetecek ölçüde paraya sahip olabileceği varsayalım. Şu anda nakdi olmadığı için hisse senedini piyasadan alması mümkün gözükmemektedir. Dolayısıyla, satın alma opsiyonu aracılığıyla, küçük miktarda para yatırarak (prim) hisse senedine sahip olabilir. Çünkü satın alma opsiyonu için ödenecek olan tutar, hisse senedinin kendi fiyatından düşüktür. Daha sonra, yatırımcı beklediği parayı elde etmesiyle, satın alma opsiyonunu kullanır ve böylece piyasadaki fırsattan yararlanmış olur.

¹⁰⁸ Chambers, s. 60.

2- Satma Opsiyonu Stratejileri

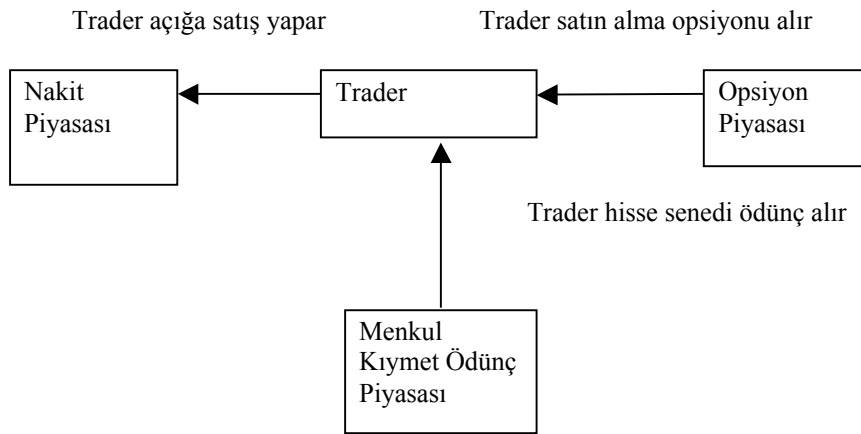
Satma opsiyonu (put) sahibine belirli bir hisse senedini, belirlenmiş bir fiyattan, vade bitimine kadar herhangi bir zamanda satma hakkı tanıyan opsiyonlardır. Bu durumda satma opsiyonları fiyatların düşeceğini tahmin eden yatırımcıların ilgisini çekecektir¹⁰⁹.

Satma opsiyonunun satın alınması söz konusu hisse senedinin fiyatının düşmesiyle ilgilidir. Bu durum aynı zamanda hisse senedi açığa satışına alternatif olmaktadır. Başka bir ifadeyle, yatırımcı hisse senedinin fiyatının düşeceği beklentisini taşıyorsa, strateji olarak, ya açığa satış yapacak veya söz konusu hisse senediyle ilgili satma opsiyonu satın alma sözleşmesi yapacaktır.

1.5.4. Açığa Satış ve Temel Opsiyon Stratejileri

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. Aşağıdaki şekilde bu durum örneklenmiştir¹¹⁰.

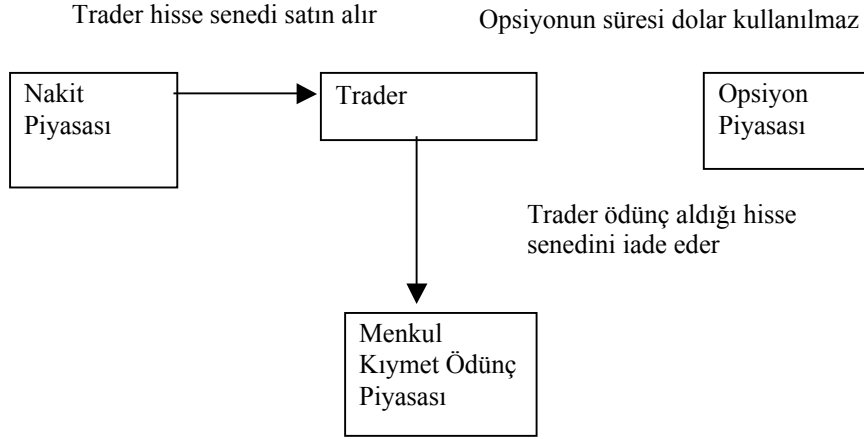
a- Başlangıç Günü



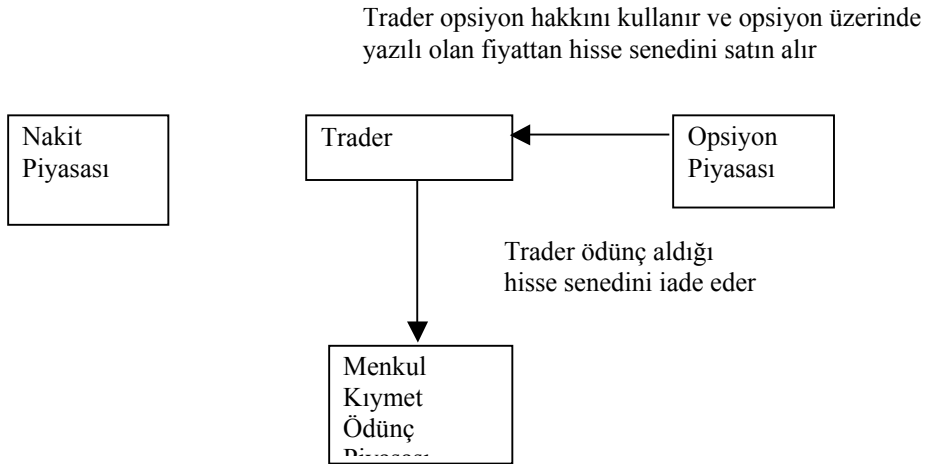
¹⁰⁹ Chambers, s. 63.

¹¹⁰ Francis, *Investments Analysis and Management*, s. 678.

b- Vade Günü : Hisse Senedi Fiyatları Düşme Durumu



c- Vade Günü : Hisse Senedi Fiyatları Yükselme Durumu



Şekil 7 : Açığa Satış ve Temel Opsiyon Stratejileri

Kaynak : Jack Clark Francis, Investments Analysis and Management, Fifth Edition, USA: McGraw-Hill , Inc., 1991 , s.678.

Örnek olarak herhangi bir yatırımcının (XYZ) hisse senedinden 5 YTL.'den 100 adet açığa satış yaptığını varsayalım. Yatırımcı (XYZ) hisse senedinde düşüş olursa kazanç elde edecektir. Bununla birlikte örneğimizde yatırımcının bir satın alma opsiyon sözleşmesi aldığını ve sözleşmenin şartlarında kendisine, (XYZ) hissesinden üç ay içinde 5 YTL.'den 100 adet satın alma hakkı verildiğini ve bu satın alma hakkının maliyetinin sözleşmenin değerinin %3'ü tutarında olduğunu varsayalım.

Orijinal Satın Alma

Opsiyon :Üç ay içinde 5 YTL.'den 100 adet satın alma hakkı. Opsiyon maliyeti sözleşme değerinin % 3, toplam 15 YTL.

Hisse :5 YTL * 100 adet, toplam maliyet 500 YTL.

Ödünç Alınan Hisse:100 adet (XYZ) hisse senedinden teminat karşılığında ödünç alınmış olsun

1. Senaryo: Hisse Fiyatları 1 YTL düşmüş olsun

Opsiyon :Opsiyon kullanılmadan vadesi dolar.

Hisse : Hisse senetleri yeni fiyatlarına ulaşmıştır (4 YTL).

Ödünç Alınan Hisse:Hisse senedinin fiyatı düştüğü için teminat fazlası oluşur.

Kar&Zarar

Hisse senetlerinden elde ettiği kazanç 100 YTL (5 YTL*100 – 4YTL*100)

Satın alma opsiyonunu fiyat düşüşü olduğundan dolayı kullanmayacak ama bu sözleşmeyi yapmasından ötürü katlanması gereken maliyet 15YTL

Net Kazanç 85 YTL (100 YTL-15 YTL)

2. Senaryo: Hisse Fiyatları 1 YTL yükselmiş olsun

Opsiyon :Opsiyon kullanılır.

Hisse : Hisse senetleri yeni fiyatlarına ulaşmıştır(6 YTL).

Ödünç Alınan Hisse:Hisse senedinin fiyatı arttığı için teminat eksikliği oluşur.

Kar&Zarar

Hisse senetlerinden uğradığı kayıp 100 YTL ($5 \text{ YTL} \cdot 100 - 6 \text{ YTL} \cdot 100$)

Satın alma opsiyonunu fiyat yükselişi olduğundan dolayı kullanacak

Net Zarar 15 YTL ($5 \text{ YTL} \cdot 100 - 5 \text{ YTL} \cdot 100 - 15 \text{ YTL}$)

Yatırımcının kazancı ve kaybı birbirini sıfırlamaktadır. Yatırımcının net zararı satın alma sözleşmesinden dolayı ödeyeceği komisyon maliyeti olan 15 YTL. 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.

2. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA AÇIĞA SATIŞ VE MENKUL KIYMET ÖDÜNÇ İŞLEMLERİNİN TEORİK VE AMPİRİK ALT YAPISI

2.1. Genel Açıklama

Hisse senedini satın alıp fiyatının yeterince değerlendirildiğine inandıktan sonra tekrar satmak bir anlamda aşırı değerlendirilmiş olduğu düşünülen bu hisse senedinde yaşanabilecek muhtemel kayıptan korunmaktır. Açığa satış ise kayıptan korunmanın ötesinde aşırı değerlendirilmiş olduğuna inanılan hisse senedinden kazanç elde etmektir.

Geçmişte açığa satış işlemi yapanlar hisse senedi piyasalarında düşüslere sebep oluyorlar diye suçlanmışlardır ve piyasa katılımcıları açığa satış işlemlerinin düzenlenmesini talep etmişlerdir. Spekülatörler ile düzenleyiciler açığa satış ile ilgili getirilen kısıtlamaların iyi veya kötü olduğu konusunda bir fikir birliği içerisinde değildir ve gerçekte bu kısıtlamalar iyimidir veya kötümüdür net olarak kimse tarafından bilinmemektedir.

Bu bölümde açığa satış ile ilgili teorik yaklaşımlar, ampirik uygulamalar ve bu konuda yapılan diğer çalışmalar detaylı olarak incelenecektir.

2.2. Teorik Yaklaşımlar

Açığa satış ile ilgili teorik yaklaşımların büyük çoğunluğu açığa satış kısıtlamaları ve bu kısıtlamaların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi hakkındadır. Açığa satış kısıtlamaları altında hisse senedi fiyatlarının aşırı değerlendirileceği hipotezi ilk olarak Miller¹¹¹ tarafından ortaya konmuştur. Bu konuda yapılan ilk çalışmalardan bir diğeri de Diamond ve Verrecchia¹¹² 'ya aittir. Oluşturdukları modelde açığa satış kısıtlamalarının, aşırı değerlendirilmeye sebep olmayacağı fakat hisse senedine ait olumlu veya olumsuz bilginin hisse senedi fiyatına yansımaları yavaşlatacağını savunmuşlardır.

¹¹¹ Edward M. Miller, "Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion", **The Journal of Finance**, Volume 32, No:4 (September, 1977), s. 1151.

¹¹² Douglas W. Diamond and Robert E. Verrecchia, "Constraints on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information", **Journal of Financial Economics**, Volume 18 No:2 (June, 1987), s. 277.

Literatürde yer alan akademik çalışmaların bir kısmı da hisse senedi fiyatları ile açığa satış miktarları arasındaki ilişkiyi analiz etmiş ve açığa satış miktarının hisse senedi fiyatını tahmin etmedeki gücü hakkında farklı görüşler öne sürülmüştür. Aşağıda açığa satış ile ilgili teorik yaklaşımlar anlatılmıştır.

2.2.1. Açığa Satış Yapma Nedenleri

Platt¹¹³ açığa satış aktivitesini açıklamak için geliştirdiği teorisinde insan doğasında yer alan kazanma ve kaybetme güdüsünün piyasaları hareket ettirdiği varsayımından yola çıkmıştır. Bu teori açığa satışı oluşturan iki bağımsız talebi tanımlar. Bu taleplerden ilki gelecek fiyat beklentilerine dayanır diğeri ise firmanın finansal durumunu esas alır. Herhangi bir hisse senedinin fiyatı aşırı değerlenmiş olabilir veya şirketin finansal durumu parlak olmayabilir. Her iki durum da açığa satış talebinin gerekçesi olabilir.

Yukarıdaki açıklamaları genelleştirecek olursak, açığa satış talebinin insan doğasında bulunan iki ayrı güdüden meydana geldiğini söylemek mümkündür. Bunlardan ilki piyasadaki normal alım satım davranışlarında görülen güdüyle aynı sayılabilecek kazanma bazlı taleptir (greed based demand-GBD). GBD hisse senetlerinin fiyatlarının değerinin olması gerekenden fazla olduğunun, bir başka deyişle doğru fiyatlanamamış olduğu düşünülen hisse senetlerinin bulunduğu ve gelecekte bu fiyatların geri döneceğinin varsayılmasından oluşmuş taleptir. Finansal durumunun kötü olduğu düşünülen bir firmanın fiyatlarının gelecekte düşeceğinden hareket edilerek oluşan talep ise korku bazlı talep (fear based demand- FBD) olmaktadır.

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

Toplam açığa satış talebi yukarıda açıklanan iki ayrı talep miktarının toplanmasıyla elde edilebilir. Matematiksel gösterimi: $D = \sum(GBD, FBD)$ şeklindedir.

¹¹³ Harlan Platt, "A Fuller Theory of Short Selling", **Journal of Asset Management**, Volume 5, No:1 (June, 2004) , s. 49.

Platt'in teorisinin üç hipotezi vardır.

- Şirketin iflası yakınsa, açığa satılan hisse miktarı artabilir, azalabilir veya sabit kalabilir. Oysa, geleneksel teorilere göre çok düşük fiyatlarda, açığa satış yapanlar pozisyonlarını kapatırlar ve hisse senetlerinin miktarı azalır.
- Toplam talep eğrisinin sadece korku bazlı talebi içerdiği durumlarda hisse fiyatları düştükçe açığa satış miktarı artar. Hisse senedinin fiyatı şirketin durumu hakkında bilgi verir. Finansal sıkıntı yaşayan şirketin hisse senedi fiyatı düşüktür. Böyle bir durumda kazanma bazlı talep azalır korku bazlı talep artar.
- Fiyat hedefi düştükçe maksimum açığa satış pozisyonu yükselir.

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 çalışmada spekülasyon amaçlı açığa satış talebini incelemiştir.

2.2.2. Açığa Satış Kısıtlamalarının Hisse Senedi Fiyatları ve Getirileri Üzerindeki Etkileri

Eğer işlem yapanlar bir hisse senedinin fiyatı hakkında farklı fikirlere sahipse, iyimserler hisse senedini satın alacaklardır karamsarlar ise hisse senedini satacaklardır. Açığa satış kısıtlamaları hisse senedine sahip olmayan karamsarların bu hisse senedini borçlanarak satmasına yani açığa satmasına izin vermediği için bu grup piyasada işlem yapamayacaktır. Bunun sonucu olarak marjinal yatırımcıların hisse senedinin fiyatı hakkındaki değerlemeleri ortalamanın üzerinde olacaktır. Eğer hisse senedinin fiyatı iyimserlerin hisse senedi için yapmış olduğu değerlemeden oluşuyorsa hisse senedi aşırı değerlendirilmiş olacak ve bu aşırı değerlendirme fikirler ayrılığının derecesine göre

artabilecektir. Bu aşırı değerlenme hipotezi ilk olarak Miller¹¹⁴ tarafından ortaya konmuştur.

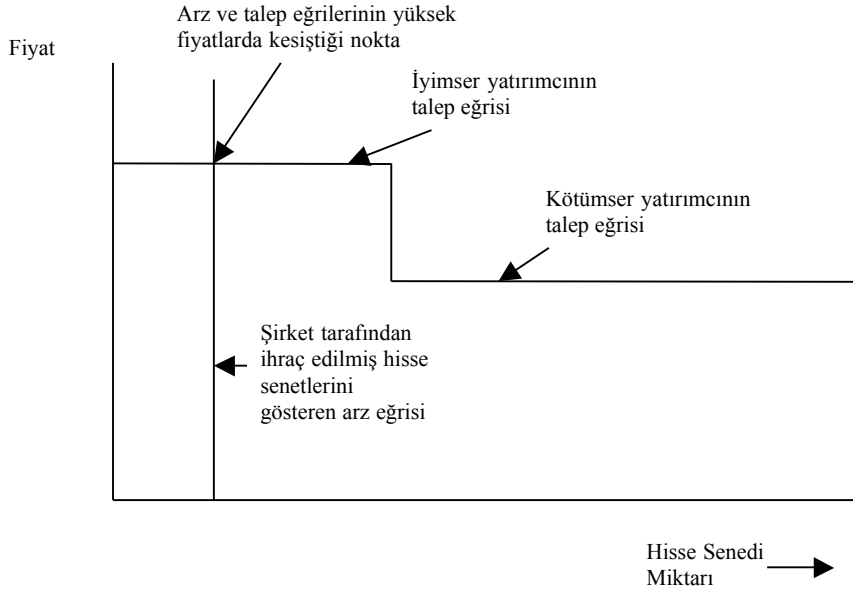
Pratikte belirsizlik ve risk, görüş ayrılıklarını ifade eder. Açığa satışın hiç olmadığı veya kısıtlı olduğu piyasalarda belirli bir hisse senedi için talep o hisse senedi ile ilgili en iyimser beklentiye sahip gruptan gelecektir. Risk ile birlikte görüşlerin ayrılığı artacağı için, riskli hisse senetleri için beklenen getirilerin daha düşük olma olasılığı mümkündür. Risk konusunda tarafsız yatırımcılar için bile hisse senedinin fiyatını belirleyen optimum stratejiler risk primlerini içerecektir. Doğru şekilde bilgilenmiş gerçek yatırımcıların varlığı hisse senedinin değer kaybetmesine izin vermeyecektir ancak yanlış veya kötü bilgilenmiş azınlık yatırımcıların varlığı, etkin piyasalar hipotezi ile çelişecek şekilde bazı hisse senetlerinin fiyatını aşırı yükseltecektir.

Miller'in¹¹⁵ teorisine göre açığa satış ile ilgili kısıtlamalar en iyimser yatırımcının görüşlerini yansıtacağından dolayı hisse senedinin fiyatı yukarı yönde hareket edecektir. Aşırı değerlenme ile ilgili tartışma iki duruma dayanır : (1) hisse senetlerinin açığa satışı yasaktır veya çok maliyetlidir ve (2) yatırımcılar hisse senedinin fiyatı hakkında homojen olmayan görüş ve bilgiye sahiptir. Kötümser yatırımcılar açığa satışın mümkün olmadığı durumlarda piyasanın dışında kalırlar hareket edemezler, olumsuz veya negatif bilgi fiyatlara yansımaz, aşırı istekli yatırımcılar menkul kıymetin fiyatını bu kıymet için makul olan ortalama fiyatın üstüne çıkarırlar. Bu tartışma etkin piyasa teorileri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir, çünkü sermaye piyasalarının en önemli fonksiyonlarından biri fiyatların oluşmasıdır ve etkin piyasa mevcut bilgilerin tam olarak fiyatlara yansıdığı piyasadır¹¹⁶.

¹¹⁴ Miller, 1977, s. 1151.

¹¹⁵ Miller, 1977, s. 1151.

¹¹⁶ Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Works", **The Journal of Finance**, Volume 25, No:2 (May, 1970), s. 383.



Şekil 8 : Miller'in Hisse Senedi Talep ve Arz Eğrileri

Kaynak : Frank J. Fabozzi, Short Selling Strategies, Risks, and Rewards, USA:John Wiley & Sons, Inc., 2004, s.63.

Bir hisse senedi hakkında sadece iki tür düşünce bulunmaktadır. İyimserler bu hisse senedi hakkında çok yüksek tahminde bulunurlar, diğer grup yani kötümserler daha düşük tahminde bulunurlar. Yukarıdaki şekilde bu hisse senedine ait talep eğrisi iki yatay çizgiden oluşmaktadır. Açığa satışın hiç olmadığı varsayımı ile arz çizgisi şirket tarafından ihraç edilmiş olan hisse senedi miktarını gösteren dikey çizgidir. Denge fiyatı arz ve talep eğrilerinin kesiştiği noktada oluşacaktır.

Buradaki ilginç soru arz ve talep eğrilerinin kesiştiği noktanın yüksek fiyatlarda mı yoksa düşük fiyatlarda mı oluşacağıdır. Fiyat iyimserler tarafından mı yoksa kötümserler tarafından mı belirlenecektir. Yukarıda yer alan yatay çizginin uzunluğu iyimser yatırımcıların sayısının bu yatırımcıların satın alacağı hisse senedi miktarı ile çarpımıdır. Eğer bu miktar ihraç edilmiş olan hisse senedi miktarını aşarsa hisse senedinin fiyatı en iyimser yatırımcının bu hisse senedi için ödemek isteyebileceği fiyat olacaktır. Diğer durumda ise fiyat en kötümser yatırımcının ödemek isteyebileceği fiyata eşit olacaktır.

Bazı iyimser yatırımcılar halka açık olan bilginin farkında olmayabilir veya yanlış yorumlayabilir. Bu aşırı iyimser yatırımcıların fiyatları belirlediği durumda hisse

senetleri aşırı değerlenmiş olacaktır. Burada etkin piyasalar hipotezi ile tutarsızlık yaratan konu, halka açık olan bilginin, iyimserler tarafından yanlış veya eksik yorumlanması, bu bilgiyi doğru yorumlayan kötümserlerin ise açığa satışının engellenmesidir. Aslında bu engellemeler olmasa kötümserler tarafından yapılan açığa satış sonucu oluşacak yeni arz aşırı iyimserlerin bu talebini karşılayacak ve fiyat aşırı şekilde yükselmeyecektir.

Açığa satış işleminde hisse senetlerini satın alan kişi, şirket tarafından ihraç edilmiş olan bu senetlerin sahipliğini de elde eder. Fakat ödünç veren bu hisse senetlerini geri çağırma ve satma hakkına sahiptir. Aynı zamanda temettü gelirlerini almaya devam etmektedir. Kısaca ödünç veren hala bu hisse senetlerine sahipmiş gibi davranmaktadır. Aslında açığa satış yapan eski hisse senetlerine benzeyen yeni hisse senedi arzı yaratmış olmaktadır, sadece bu yeni yaratılan hisse senetlerinin oy hakkı bulunmamaktadır. Piyasadaki toplam hisse senedi miktarı ihraç edilmiş olan senetler ile açığa satılmış olan senetlerin toplamı kadardır. Yukarıdaki şekilde açığa satış arz eğrisini sağa doğru kaydıracaktır.

Aşırı değerlenmiş hisse senetlerinin fark edilir bir şekilde varlığı ampirik uygulamalara konu olmuştur.

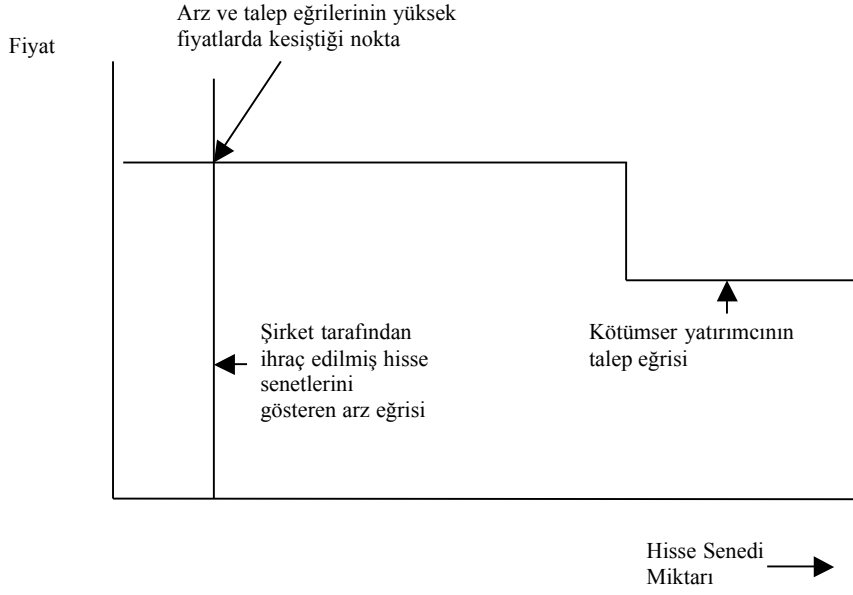
Lamont ve Thaler¹¹⁷ çalışmalarında ilk halka arz fiyatlarının orijinal firma değerini aştığının delillerini sunmuşlardır. Bir diğer klasik örnek ise İnternet patlamasıdır. Pek çok gözlemci İnternet firmalarına ait hisse senetlerinin aşırı değerlenmiş olduğunun farkında olmasına rağmen bu firmalara ait hisse senetlerinin fiyatları yüksek seviyelerde kalmaya devam etmiştir. Finansal teorilerin temel varsayımlarından biri aynı varlıkların aynı fiyatlara sahip olacağıdır. Lamont ve Thaler 1998-2000 zaman aralığında inceledikleri örnekte (3Com ve Palm örneği, 3Com firması Palm hisse senetlerine sahip ve bu hisselerin bir kısmını halka arz ediyor, 3Com hissesine sahip her bir yatırımcı 1.5 Palm hissesi alıyor), “A” firmasına ait hisse senedine sahip bir kişinin X adet “B” firmasına ait hisse senedini alabileceğini fakat

¹¹⁷ Owen A. Lamont and Richard H. Thaler, “Can the Market Add and Subtract : Mispricing in Tech Stock Carve-Outs”, **The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 528 University of Chicago**, (May, 2001), http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=249981 (Erişim: 07 Haziran 2008).

fiyatlar incelendiğinde $P(A) < P(B)$ olduğunu izlemişlerdir. Arbitraj imkanı açığa satış kısıtlamalarından dolayı her zaman “B” hisse senedine ait açıkça görülen yanlış fiyat değerinin oluşmasına engel olamamıştır. Yukarıdaki çalışmaya benzer şekilde Ofek ve Richardson¹¹⁸ açığa satış kısıtlamaları kapsamında internet patlamasını açıklamışlardır.

Bazı durumlarda iyimser yatırımcılara benzer şekilde tam tersi kötümser yatırımcılar bir hisse senedinin potansiyel getirisinin farkında olmayabilirler. Bu durumda halka açık bilginin farkında olan iyimser yatırımcılar bu hisse senedine talep yaratarak hisse senedi fiyatını olması gereken değere yükselteceklerdir. Yatırımcıların sayısı ile birlikte bu yatırımcıların hisse senedinden ne miktarlarda almak isteyeceği de önemlidir. Bazen az sayıda bilgilenmiş yatırımcı bile çok miktarda hisse senedi satın alarak değerinin altında işlem görmekte olan hisse senedinin fiyatını yükseltebilir. Sonuç olarak olması gereken değer altında işlem gören hisse senetlerinin farkına varılması ve bu senetlerin değerlerinin talep yaratılarak artması olasılığı çok yüksek olan bir durumdur.

¹¹⁸ Eli Ofek and Matthew Richardson, "Dotcom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices", **The Journal of Finance**, Volume 58, No:3 (June, 2003), s. 1113-1137.



Şekil 9 : Miller'in Hisse Senedi Talep ve Arz Eğrileri Kötümser Yatırımcının Halka Açık Bilginin Farkında Olmaması Durumu

Kaynak : Frank J. Fabozzi, *Short Selling Strategies, Risks, and Rewards*, USA:John Wiley & Sons, Inc., 2004, s.68.

Tüm bunlardan şu sonuç çıkarılabilir. Yatırımcılar, olması gereken değer altında işlem gören hisse senetlerinin tespitine yönelik stratejiler geliştirmek yerine, aşırı değerlenmiş olan hisse senetlerini tespit edip bunlardan kaçınmak şeklinde de yatırım stratejileri geliştirilebilirler. Özellikle pozitif bilginin daha kolay yayıldığı oysa ki negatif bilginin yayılmasının ve hisse senedi fiyatlarını etkilemesinin daha zor olduğu düşünüldüğünde geliştirilecek stratejilerin ne kadar önemli olabileceği gözükmektedir¹¹⁹.

Eğer hisse senedinin fiyatı olması gereken değer altında ise analistler ve broker'ler bunu tespit ettikten sonra bu bilgiyi açıklayacaklar ve müşterilerini bu hisse senedini satın almaları konusunda bilgilendireceklerdir. Tam tersine açığa satış için herhangi bir engelin olmadığı durumlarda bir hisse senedinin fiyatının olması gerekenin çok üzerinde olduğu bilgisi açıklandığında ve müşteriler bilgilendirildiğinde karşılaşılabilecek ilk tepki bu hisse senedine sahip olmadıkları şeklinde olacaktır. Ayrıca

¹¹⁹ Fabozzi, *Short Selling Strategies, Risks, and Rewards*, s. 71.

daha önce alınması önerilen hisse senedinin şimdi satılması gerektiği konusunda yatırımcıların ikna olması güç olacaktır. Medya ve şirket sahipleri hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkileyecek olan bilginin yayınlanması konusunda çok istekli ve çok iyimserdirler. Burada davranışsal bir yaklaşım (behavioral aspect) söz konusudur. Yatırımcılar için kötü bir yatırım yaptıklarını kabul etmeleri çok zordur. Bir hisse senedini açığa satmak hatayı kabul etmektir. Bir diğer psikolojik strateji ise hisse senedinin fiyatının düşüş sebeplerini bulmaya çalışmak ve hala iyi bir yatırım olduğunu savunmak ve fiyatının tekrar yükseleceği beklentisine girmektir. Odean¹²⁰ tarafından yapılan bir çalışmada satın alma fiyatının üzerinde bir fiyata ulaşmış olan hisse senetlerinin satılma olasılığı bu fiyatın altında bir fiyata ulaşmış olan hisse senetlerinin satılma olasılığından daha yüksek olduğu görülmüştür.

Hisse senedi fiyatlarının gerçek değerini yansıtmamasının bir de sosyal maliyeti vardır. Sermayenin hesaplanmış maliyeti (calculated cost of capital) hisse senedi fiyatını esas alır. Eğer hisse senedi aşırı değerlendirilmiş ise bu şirkete ait sermayenin maliyeti eksik değerlendirilmiş olur ve şirket aşırı yatırıma girişebilir. Eğer hisse senedinin ait olduğu sektör İnternet sektörü örneğinde olduğu gibi aşırı değerlendirirse bu sektörde yatırımlar gereğinden fazla artabilir.

Jarrow¹²¹ ve Figlewski¹²² Miller'ın¹²³ teorisini statik Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (Capital Asset Pricing Model)* çerçevesi içerisinde modellemeye çalışmışlardır. Genel denge analizi yaparak Jarrow açığa satış işlemini yasaklamanın toplam etkisinin çok daha karmaşık olabileceğini göstermiştir. Sadece açığa satış ile ilgili kısıtlamaları farklılık gösteren birbirine eşit iki piyasa karşılaştırıldığında açığa satış kısıtlamaları altında bir tek riskli menkulün fiyatı yüksek veya düşük olabilir.

¹²⁰ Terrance Odean, "Are Investors Reluctant To Realize Their Losses?", **The Journal of Finance**, Volume LIII, No: 5, (October, 1998), s. 1775-1798.

¹²¹ Robert Jarrow, "Heterogeneous Expectations, Restrictions on Short Sales, and Equilibrium Asset Prices", **The Journal of Finance**, Volume 35, No: 5 (December, 1980), s. 1105-1113.

¹²² Figlewski, s. 463.

¹²³ Miller, 1977, s. 1151.

*Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM), herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile risk derecesi arasında ilişki kuran bir denge modelidir. CAPM, belirli varsayımlardan hareket ederek yatırımlardan beklenen getiri ile risk arasındaki ilişkileri basite indirgenmiş bir modelde inceler. Model, menkul kıymetler piyasasının işleyişinin test edilmesi, menkul kıymetlerin değerinin incelenmesi ve yatırımların performansının incelenmesi gibi farklı amaçlarla kullanılmaktadır.

Figlewski¹²⁴ benimsediği tek periyotluk standart modelinde, olumsuz bilginin açığa satış kısıtlaması ile birlikte fiyatlara yansımaları engellendiğinde aşırı talebin oluştuğunu ve fiyatın yükseldiğini göstermiştir. Yapmış olduğu ampirik testlerde, eğer bir hisse senedine ait görüş ayrılıkları çok fazla olursa hisse senedi fiyatının da o kadar yüksek olabileceği hipotezini destekler sonuçlar elde etmiştir. Bu Miller¹²⁵ ile tutarlıdır.

Diamond ve Verrecchia¹²⁶ mantıksal beklentiler çatısı altında açığa satış kısıtlamalarının etkilerini modelleyerek alternatif bir bakış açısı sunarlar. Açığa satış kısıtlamaları altındaki menkullerin fiyatı olumsuz bilgiye daha yavaş adapte olur ve fiyat daha uzun sürede yeni değerine ulaşır oysa ki olumlu bilginin fiyata yansımaları daha hızlıdır.

Miller¹²⁷ tarafından ortaya konulan aşırı değerlendirme hipotezi mantıksal beklentiler dengesi ile tutarsızdır. Diamond ve Verrecchia¹²⁸ nin ortaya koyduğu mantıksal beklentiler modelinde, açığa satış ile ilgili kısıtlamalar aşırı değerlenmeye sebep olmaz fakat menkul kıymete ait olumlu veya olumsuz bilgilerin menkul kıymetin fiyatına yansımalarını yavaşlatır.

2.2.3. Açığa Satış İle İlgili Kısıtlamalar

Açığa satış ile ilgili kısıtlamalar hisse senetlerinin aşırı değerlendirilmesine sebep olabilir. Bu kısıtlamalar çeşitli maliyetleri, açığa satış riskini, yasal ve kurumsal kısıtlamaları içermektedir. Eğer bu kısıtlamalar yatırımcıların belirli hisse senetleri için açığa satışına engel oluşturursa bu hisse senetleri aşırı değerlendirilmiş olabilir ve gelecekteki getirileri bu aşırı değerlendirme düzeline kadar düşük olabilir¹²⁹.

Açığa satış ile ilgili kısıtlamaların ilki menkul kıymet ödünç piyasalarının fonksiyonlarını tam olarak yerine getirememesidir. Bir hisse senedini açığa satabilmek için bu hisse senedini ödünç almak gerekmektedir. Organize olmuş merkezi piyasaların olmayışı bu hisse senetlerinin bulunmasını zorlaştırmakta bazen de imkansız hale

¹²⁴ Figlewski, s. 463.

¹²⁵ Miller, 1977, s. 1151.

¹²⁶ Diamond and Verrecchia, 1987, s. 277.

¹²⁷ Miller, 1977, s. 1151.

¹²⁸ Diamond and Verrecchia, 1987, s. 277.

¹²⁹ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 179.

getirmektedir. Hisse senedini ödünç alabilmek için ilk olarak bu hisse senedini ödünç vermek isteyebilecek bireysel yatırımcı, veya finansal kurum gerekmektedir. Yatırım fonları, varlık yöneticileri, emeklilik fonları, sigorta fonları gibi finansal kurumlar ödünç veren kurumlardır. Ödünç veren ödünç alanın vermiş olduğu nakit teminata karşılık bir faiz öder ve bu faiz piyasa faiz oranının altında bir faiz oranıdır. İki faiz oranı arasındaki fark ödünç verenin açığa satış işleminden elde etmiş olduğu getiriye oluşturur. Bu iskonto faiz oranı (rebate rate) hisse senedi ödünç piyasasında arz ve talebi dengeleyen faiz oranıdır.

Ödünce konu hisse senedinin ödünç veren tarafından geri çağırılma riski açığa satış ile ilgili bir diğer kısıtlamayı oluşturur. Böyle bir durumda açığa satış yapanın başka bir ödünç veren bulması veya pozisyonunu kapatması gerekebilir.

Yatırımcı aşağıda sıralanan bir dizi sebepten dolayı ödünç vermeyi ret edebilir veya ödünce konu olmuş hisse senedini geri çağırabilir:

- Hisse senedini piyasada satmış olabilir.
- Açığa satış yapanların hisse senedi fiyatını düşüreceklerine inandığından bunun gerçekleşmesini istemeyebilir.
- Bazı finansal kurumlar, ödünç portföyleri çok küçük olup, menkul kıymet ödünç programları olmadığından dolayı ödünç işlemlerinden elde edilebilecek getirinin böyle bir ödünç sistemi kurmanın maliyetini karşılamayacağını düşünebilir.

ABD’nde SEC, Federal Reserve ve çeşitli menkul kıymet borsalarının açığa satış ile ilgili yapmış oldukları çeşitli düzenleme ve prosedürler, hukuki ve kurumsal kısıtlamaları oluşturmaktadır.

Düzenlemelere ek olarak, açığa satış yapanlar toplum tarafından hoş karşılanmamakta ve bu durum ahlaki bulunmamaktadır. Açığa satış yapanlar otorite kurumlardan ve toplumdaki özellikle kriz dönemlerinde ve hisse senetleri fiyatlarının büyük düşüşler yaşadığı dönemlerde tepki almaktadırlar. Genel yaklaşım açığa satışın kötü bir şey olduğu ve kötü bir olay meydana geldiğinde bir şekilde açığa satışın bu

kapsamda yer aldığı şeklinde olmaktadır. Örneğin I. Dünya Savaşı esnasında NYSE yaşanan büyük düşüşün sebebi olarak Kaiser'in hisse senedi fiyatlarını düşürmek için özellikle yolladığı düşman ajanlar görülmüş ve açığa satış ile ilgili özel düzenlemeler uygulanmıştır¹³⁰.

Jones ve Lamont¹³¹ yapmış oldukları çalışmada 1929'dan sonraki dönemde açığa satış ve etkilerini incelemişlerdir. 1930'da açığa satış yapanlar hoş karşılanmamış, politikacılar, gazeteciler ve yatırımcılar hisse senedi piyasasındaki çöküşlerden açığa satış yapanları sorumlu tutmuşlardır. Bu dönemde genel olarak açığa satış ile ilgili (fiyat kuralı) ve yatırım fonlarının açığa satışı ile ilgili bir takım kısıtlamalara ve yeni düzenlemelere gidilmiştir. 11 Eylül 2001'de meydana gelen terör olaylarını takip eden dönemde de benzer durumlar ile karşılaşmıştır. SEC, FBI, ABD hükümeti tarafından yapılan araştırmaların sonucunda terörist faaliyetler ile ilişkili herhangi bir açığa satış olayına rastlanmamıştır¹³².

2.2.4. Açığa Satışın İçerdiği Bilgi

Açığa satış miktarının (short interest), bir hisse senedinin gelecekteki performansının güvenilir bir şekilde tahmin edilmesine yardımcı olacağını öne sürmek şaşırtıcı gelebilir. Zayıf formda etkin bir piyasada bile, halka açık piyasa verisine dayanarak yapılan teknik analizlere, alım satım işlemlerine bakarak bir hisse senedinin gelecekteki getirisini güvenilir bir şekilde tahmin etmek Fama¹³³'nin tanımıyla mümkün değildir.

Etkin bir piyasa, piyasaya rastlantısal olarak ulaşan bilginin hisse senedi fiyatına anında yansıdığı, bir başka deyişle hisse senedi fiyatının ilgili tüm bilgiyi yansıttığı bir piyasa olarak açıklanabilir. Hisse senedine ilişkin elde edilebilir tüm bilginin fiyata tamamen yansıdığı veya fiyatın tüm elde edilebilir bilgiyi tamamen

¹³⁰ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 182.

¹³¹ Charles M. Jones and Owen A. Lamont, "Short Sale Constraints and Stock Returns", **Journal of Financial Economics**, Volume 66 No:2 (November/December, 2002), s. 207-239.

¹³² Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 182-183.

¹³³ Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets:II", **The Journal of Finance**, (December, 1991) , s. 1575-1617.

yansıttığı konusu etkin piyasa hipotezini oluşturur. Etkin piyasa hipotezi üç alt gruba göre derecelendirilmektedir¹³⁴:

- Zayıf etkin piyasalar hipotezine göre hisse senedinin geçmişine ilişkin tüm tarihi bilgi fiyata yansımıştır.
- Yarı güçlü etkin piyasalar hipotezine göre halka açık tüm bilgi hisse senedinin fiyatına yansımıştır.
- Güçlü etkin piyasa hipotezine göre yalnız halka açık bilgi değil, şirket içi bilgi de hisse senedinin fiyatına yansımıştır.

Fama'ya¹³⁵ göre yukarıda açıklanan üç grup etkin piyasada da işlem yapanlar avantajlarını kaybetmeyecek şekilde hızlı işlem yapmak zorundalar. Bu üç grup arasındaki fark bilginin fiyatlara yansıma hızıdır. Bu hız bazen genel anlamda piyasanın bilgisel etkinliği olarak ta tanımlanabilir.

Hisse senedi piyasasındaki normal alış satış işlemleri ile karşılaştırıldığında açığa satışın aşırı maliyetli olması, negatif bilgiye sahip olanların açığa satışına engel olacak ve böylece negatif bilgi fiyatlara yansımamış olacaktır. Bu sonuçtan hareketle açığa satışı maliyetli olan hisse senetlerinin aşırı değerlendirilmiş olabileceği hipotezini öne süren birtakım akademik çalışmalar yapılmıştır. Miller¹³⁶ maliyetli açığa satış kısıtlamalarının sermaye piyasalarının etkinliği üzerindeki etkilerini inceleyen ilk akademisyenlerden biridir ve daha önce bahsedilen aşırı değerlendirme hipotezini öne sürmüştür. Fakat Miller¹³⁷ hisse senetleri fiyatları üzerindeki aşırı değerlenmeyi fark etmenin yatırımcılar açısından taşıdığı potansiyel konusunda herhangi bir öneride bulunmamıştır. Yoğun olarak açığa satışa konu hisse senetleri fark edildiğinde açığa satış yapılmalı mıdır yoksa fiyat gerçekten en alt seviyeye inmiş midir?

¹³⁴ Francis, **Investments Analysis and Management**, s. 578.

¹³⁵ Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets:II", **The Journal of Finance**, (December, 1991) , s. 1575-1617.

¹³⁶ Miller, 1977, s. 1151.

¹³⁷ Miller, 1977, s. 1151.

Diamond ve Verrecchia¹³⁸ piyasada işlem yapanların, açığa satışın maliyeti hakkında gerekli bilgiye sahip bir şekilde, yapılan alış satış işlemlerine bakarak gerekli bilgiyi edindiklerini kabul eder. Diğer bir deyişle yatırımcılar etkin piyasalar hipotezinde varsayıldığı şekilde beklentilerini mantıksal bir şekilde oluştururlar.

Geleneksel teknik analistlerin yaklaşımı göreceli olarak yüksek açığa satış oranının yatırımcılar açısından bir alış işareti olduğu yönündedir¹³⁹. Bu yaklaşımın altında yatan iki sebep bulunmaktadır: açığa satışı yapılan hisse senetleri ileri ki vadede tekrar satın alınarak pozisyonlar kapatılacağı için ertelenmiş bir talebi ifade etmektedir, ikinci olarak spekülasyon amaçlı yapılan, uzun süren ve fiyatları düşüren açığa satış işlemleri her an terse dönebilir ve oluşacak alış yönlü talep hisse senedi fiyatlarını tekrar yükseltebilir. Birinci maddeye ek olarak hisse senetleri vadeden önce de geri çağrılabilmesi için eğer ödünç alınacak hisse senedi bulunamaz ise bu hisse senedi piyasadan fiyat ne olursa olsun satın alınacak ve açığa satış yapan için bir risk oluşturacaktır.

Açığa satış miktarının çok yüksek olduğu bir noktada açığa satışa karar veren bir yatırımcı için zamanlama açısından çok geç kalınmış olabilir. Açığa satış işlemlerinde zamanlama açısından gecikmiş olan yatırımcılar muhtemelen en az bilgilenmiş olan yatırımcılar olacaktır.

Miller'in¹⁴⁰ aşırı değerlendirme hipotezinin etkilerini sorgulayan en erken ampirik çalışmalardan biri Figlewski¹⁴¹'nin çalışmasıdır. 1973 ile 1979 yılları arasında Standart & Poors'un 500 endeks hisse senetleri ile yapmış olduğu çalışmada, yüksek veya düşük seviyelerdeki açığa satış oranının aşırı değerlendirilmiş veya değerinin altında bir fiyattan işlem gören hisse senetlerinin tahmin edilmesine yardımcı olacağını öne sürmüştür.

¹³⁸ Diamond and Verrecchia, 1987, s. 277.

¹³⁹ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 238.

¹⁴⁰ Miller, 1977, s. 1151.

¹⁴¹ Figlewski, s. 463.

Senchack ve Starks¹⁴² put opsiyon almanın ve call opsiyon yazmanın açığa satışa alternatif düşük maliyetli bir işlem stratejisi olduğuna, ve açığa satış miktarları açıklanmadan önce bir hisse senedi ile ilgili olumsuz bilginin opsiyon işlem hacimlerine bakarak izlenebileceğine işaret etmişlerdir.

Figlewski ve Webb¹⁴³ opsiyonların açığa satış kısıtlamaları üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalarında farklı bir yaklaşım izlemişlerdir. Opsiyonlar açığa satışın maliyetini azaltır, açığa satış kısıtlamalarının etkilerini ilgisiz kılarak bilgisel etkinliği artırır. Azaltılmış işlem maliyetleri ve bilgisel etkinliğin artmış olması, açığa satış miktarının gelecekteki getirileri tahmin gücünü zayıflatmaktadır. 1970 ve 1980'li yıllar arasında Standart & Poors'un 500 endeks hisse senetleri ile yapmış oldukları çalışmada opsiyon piyasasının, hisse senedi piyasasını tamamlayıcı olarak aktif bir şekilde kullanıldığını göstermişlerdir.

Danielsen ve Sorescu¹⁴⁴ farklı bir yaklaşım benimsemişlerdir. 1981 ile 1995 yılları arasında opsiyonlar üzerinde yapmış oldukları çalışma, opsiyonların açığa satışın maliyetini azaltarak bilgisel etkinliği arttırdığını gösterir. Opsiyonları ilk olarak listelenmiş hisse senetleri için fiyatlar düşer ve açığa satış miktarları artış gösterir. Açığa satış miktarındaki artışın sebebi, açığa satış yapanların put opsiyonu satın almaları ve put opsiyonu yazan kişilerin hedge amaçlı aktiviteleri ile açığa satış işlemlerine dahil olmalarıdır. Put opsiyonu yazan kişiler piyasa profesyonelleri olduğu ve açığa satışta maliyet avantajları olduğu sürece, put sözleşmeleri etkin bir açığa satış pozisyonu oluşturmanın maliyetini azaltacaktır¹⁴⁵. Opsiyonların piyasalarda işlem görmesi ile birlikte açığa satış kısıtlamaları rahatlamış olacaktır¹⁴⁶.

¹⁴² A. J. Senchack and Laura T. Starks, "Short-Sale Restrictions and Market Reactions to Short-Interest Announcements", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Volume 28 No:2 (June, 1993), s. 177-194.

¹⁴³ Stephan Figlewski and Gwendolyn P. Webb, "Options, Short Sales, and Market Completeness", **The Journal of Finance**, Volume 48 No:2 (June, 1993), s. 761-777.

¹⁴⁴ Bartley R. Danielsen and Sorin M. Sorescu, "Why Do Option Introductions Depress Stock Prices? A Study of Diminishing Short Sales Constraints", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Volume 36 No:4 (December, 2001), s. 451-484.

¹⁴⁵ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 246.

¹⁴⁶ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 141.

2.2.5. Diğer Teorik Yaklaşımlar

Duffie, Garleanu ve Pedersen'in¹⁴⁷ menkul kıymet ödünç, açığa satış ve fiyatlama ile ilgili çalışmasında, fiyatları, ödünç maliyetlerini, ve açığa satış miktarını belirleyen dinamik bir model oluşturulmuştur. Açığa satış işlemi, ödünç vermek isteyenlerin piyasada araştırılması ve ödünç maliyeti üzerinde pazarlık edilmesi sonucu oluşmaktadır. Eğer ödünç verilebilir menkul kıymetleri yerine koyabilmek zor ise, menkul kıymetin fiyatı yükselmekte ve zaman geçtikten sonra bu fiyat aşağıya düşmektedir. Bu fiyat düşüşü örneğin ilk halka arzlardan sonra (IPO) beklenmelidir. Yatırımcıların menkul kıymetin gelecekteki fiyatı hakkında farklı görüşlere sahip olmaları da bu düşüşü arttırabilmektedir. Ödünç maliyetleri ile ilgili beklentiler en iyimser alıcının menkul kıymetin temettü getirileri ile ilgili beklentilerinin ötesinde menkul kıymetin fiyatını yükseltebilir. Böylece açığa satış ile birlikte daha yüksek bir fiyat elde edilebilmektedir.

Ödünç maliyetleri Duffie ve D'Avolio tarafından statik modeller ile incelenmiştir. Statik analizlerin anahtar özelliği şudur: denge halinde menkul kıymete birileri sahiptir ve ödünç vermezler, menkul kıymetin alacağı fiyat bu menkul kıymeti satın almak isteyen kişilerin bu menkul kıymetlere ödemek isteyebilecekleri maksimum fiyat kadar olabilir. Dinamik bir ekonomide ise fiyat bütün yatırımcıların değer biçtiği fiyatın çok daha üzerinde olabilir yani açığa satışın sınırlı olarak izin verildiği bir ortamda oluşacak fiyat açığa satışa hiç izin verilmeyen bir ortamda oluşacak fiyatın daha üzerinde olabilir. Bu sonucun arkasında yatan sebep şudur: yatırımcı eğer gelecekte fırsat oluştuğunda bu menkul kıymeti ödünç vererek bir getiri elde edebileceğini düşünüyorsa şu anda hemen ödünç vermese de bu menkul kıymete biçtiği değer üzerinde bir fiyat ödemeyi düşünebilir.

Sonuç olarak bazı özel durumlarda en iyimser ve en kötümser yatırımcıların firmanın değeri, ve ödünç verenin pazarlık gücü bağlamında düşünceleri arasındaki farklılık, en iyimser yatırımcının bu menkul kıymet için biçmiş olduğu değer üzerinde

¹⁴⁷ D. Duffie, N. Garleanu and L. H. Pedersen, "Securities lending, shorting, and pricing", **Journal of Financial Economics**, Volume 66, No: 2,3 (November/December,2002), s. 307.

bir değer oluşmasına sebep olabilir. Açığa satışın fiyatları düşüreceğine dair genel kanı her zaman doğru olmayabilir¹⁴⁸.

Bai, Chang ve Wang'ın¹⁴⁹ çalışmasında açığa satış kısıtlamalarının varlık fiyatlarını ve piyasa etkinliğini ne şekilde etkilediği incelenmiştir. Rasyonel beklentiler denge modeli* düşünülmüştür. Yatırımcıların rasyonel beklentiler teoremi altında, riski paylaşmak ve özel bilgi ile ilgili spekülasyonda bulunmak şeklinde iki sebepten işlem yaptığı ve açığa satış kısıtlamaları ile karşılaştığı düşünülmüştür. Açığa satış kısıtlamaları her iki amaç içinde yapılan işlemleri veya ticareti sınırlayarak bilgisel (informational) ve fon dağıtım (allocational) etkinliğini azaltmaktadır. Riski paylaşmak amacı ile yapılan açığa satış işleminin kısıtlanması hisse senedine olan talebi yukarı yönlü etkiler sonuç olarak varlığın fiyatı da yukarı yönlü hareket eder. Bilgi asimetrisinin olduğu durumlarda, özel bilgiye sahip olduğu için yapılmak istenen açığa satış işleminin sınırlandırılması bilgilendirilmemiş yatırımcıların gözünde varlık hakkındaki belirsizliği arttırır ve bu da varlığa olan talebi azaltır. Bu bilgi kaynaklı etki piyasayı etkisi altına alırsa, açığa satış kısıtlamaları varlık fiyatlarının düşmesine ve fiyat oynaklığının artmasına sebep olur. Açığa satış ile ilgili kısıtlamalar piyasalardaki sert düşüslere sebep olabilir. İyi bilgilendirilmiş yatırımcılar piyasanın dışında kaldığı zaman fiyatlar bilgilendirici olmaktan uzaklaşır ve piyasa çökebilir. Bu durumda daha az bilgiye sahip yatırımcılar tarafından algılanan risk artar ve bu da fiyatların düşmesine sebep olur. Modeldeki fiyat düşüşü büyük bir haber kaynaklı olmayıp sadece aniden farkına varılmış bir belirsizlik ve fiyat oynaklığında bir artış ile desteklenmiştir.

Bu çalışmada popüler yaklaşımdan farklı olarak rasyonel beklentiler altında açığa satış kısıtlamalarının varlık fiyatlarını azaltacağı gösterilmiştir. Bilgi asimetrisinin derecesi çok fazla ise açığa satış kısıtlamaları varlık fiyatlarını düşürür. Yine bu

¹⁴⁸ Duffie, Garleanu and Pedersen, s. 307.

¹⁴⁹ Yang Bai, Eric C. Chang and Jiang Wang, "Asset Prices Under Short-Sale Constraints", 2006, http://stuff.mit.edu/people/wangj/pap/BCW_061112.pdf, (Erişim:7 Haziran 2008).

* Muth (1961) tarafından geliştirilmiş rasyonel beklentiler teorisine göre beklentiler, mevcut bilgilerin tümü kullanılarak yapılmış optimum tahminler ile benzer olacaktır. Finansal piyasalarda kullanılan etkin piyasalar hipotezinde aslında hisse senetleri ve diğer menkul kıymetlerin fiyatlandırılmasında rasyonel beklentilerin uygulanmasından farklı bir şey değildir. Menkul kıymete ilişkin elde edilebilir tüm bilginin fiyata tamamen yansıdığı veya fiyatın tüm elde edilebilir bilgiyi tamamen yansıttığı kabulü etkin piyasa hipotezini oluşturur. John F. Muth, "Rational Expectations and The Theory of Price Movements", *Econometrica*, Volume 29 No:3 (July, 1961), s. 315-335.

çalışmada Miller¹⁵⁰ ve Diamond ve Verrecchia'dan¹⁵¹ farklı olarak ki onlar yukarıda bahsedilen yatırımcıları işlem yapmaya yönelten sebeplerden sadece biri üzerinde çalışmışlardır, her iki işlem sebebi eş zamanlı incelenmiştir.

2.3. Ampirik Uygulamalar

Literatürde yer alan ampirik çalışmalarda, Miller¹⁵² 'a ve Diamond ve Verrecchia¹⁵³ 'a ait teoriler test edilmiştir. Açığa satış kısıtlamalarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi ampirik bir sorudur. Açığa satış kısıtlamalarının uygun bir ölçüsünü belirlemek ise anahtar ampirik bir konudur. Hisse senedi ödünç verisi açığa satış ile ilgili yapılan çalışmaların bir kısmında ölçü olarak kullanılmıştır. Açığa satışın maliyeti yani ödünç almanın maliyeti açığa satış ile ilgili kısıtlamaları oluşturmaktadır. Halka arzlar, birleşmeler gibi bazı özel durumlarda hisse senedi ödünç almanın zorluğu bu maliyeti arttırmaktadır. Açığa satışın hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisi, hisse senedi opsiyon piyasaları ile etkileşimi ampirik uygulamalarda ele alınan diğer konulardır. Açığa satış ile ilgili ampirik uygulamalar aşağıda anlatılmıştır.

2.3.1. Açığa Satış Oranını Belirleyen Faktörler: Stratejiler, Karlılık, ve Bilgi İçeriği

Finansal rasyoları kötü olan firmaların hisse senedi getirilerinin düşük olduğu bilinir. Dechow, Hutton, Meulbroek ve Sloan¹⁵⁴ tarafından yapılan çalışmada açığa satış yapanların bu tip rasyolara sahip firmalarda pozisyon aldıkları ve daha sonra pozisyonlarını kapadıkları dökümanite edilmiştir. Bu çalışmanın literatüre katkısı, açığa satış yapanların belirli rasyoları, aşırı değerlendirilmiş olan hisse senetlerini tespit etmek için kullanmaları, fiyatlar düştüğünde pozisyonlarını kapatmaları ve böylece hisse senedi değerlerinin rasyolardaki değerlere ulaşması ile ilgili tespitlerin yapılmış olmasıdır.

¹⁵⁰ Miller, 1977, s. 1151.

¹⁵¹ Diamond and Verrecchia, 1987, s. 277.

¹⁵² Miller, 1977, s. 1151.

¹⁵³ Diamond and Verrecchia, 1987, s. 277.

¹⁵⁴ Patricia Dechow, Amy Hutton, Lisa Meulbroek and Richard Sloan, "Short Sellers, Fundamental Analysis, and Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, Volume 61 No:1 (July, 2001), s. 77.

2.3.2. Açığa Satışın Hisse Senedi Fiyatları ve Getirileri Üzerindeki Kısa ve Uzun Dönemli Etkileri

Brent, Morse ve Stice¹⁵⁵ yapmış oldukları çalışmada açığa satış yapanları motive eden sebepler üzerinde durmuşlardır. Hedge ve arbitraj amaçlı yapılan işlemlerin açığa satış işlemlerini etkilediği sonucuna varmışlardır.

Senchack ve Starks¹⁵⁶ açığa satış miktarının tahmin gücünü test etmişlerdir. Opsiyonların açığa satış ile kıyaslanınca daha düşük maliyetli olduğunu ve opsiyon işlem hacimlerine ve fiyatlarına bakarak açığa satış miktarları açıklanmadan önce hisse senetlerinin performansı ile ilgili bilginin edinilebileceğine dikkat çekmişlerdir. Açığa satış miktarı arttıkça fiyatların buna tepkisinin negatif yönde artış göstereceğini ancak opsiyon yazılmış olan hisse senetlerinin göstermiş olduğu tepkinin bu boyutta olmayacağını tespit etmişlerdir.

Açığa satış oranındaki yükselişe fiyatların göstermiş olduğu tepkinin analizi Diamond ve Verrecchia'nin hipotezinin test edilmesidir ve yukarıda bahsedilen ampirik çalışmalar literatürde yer alan örneklerdir.

Desai, Ramesh, Thiagarajan, ve Balachandran¹⁵⁷ 1988 ile 1994 yılları arasında NASDAQ piyasasından elde ettikleri açığa satış verileri ile yapmış oldukları çalışmada uzun vadede getirileri ölçmüşlerdir. Yoğun olarak açığa satışa konu firmaların getirilerinin negatif olduğu ve bazen anormal getirilerin oluştuğunu tespit etmişlerdir. Çalışmalarında elde ettikleri sonuçlar, genelde yüksek miktarda açığa satışın negatif bilgiyi içerdiğini önermektedir.

2.3.3. Açığa Satış ile İşlem Hacmi ve Volatilite Arasındaki İlişki

Bir grup piyasa katılımcısı açığa satışın hisse senedi fiyat volatilitesini arttırdığını düşünmektedir ve bu konudan şikayetçidir. Volatilitedeki artış şu şekilde oluşmaktadır. Açığa satış ile birlikte hisse senedi fiyatında oluşan düşme Diamond ve

¹⁵⁵ Brent, Morse and Stice, s. 273-289.

¹⁵⁶ Senchack and Starks, s. 177-194.

¹⁵⁷ Hemang Desai, K. Ramesh and S. Ramu Thiagarajan, "An Investigation of The Informational Role of Short Interest in the NASDAQ Market", **The Journal of Finance**, Volume 57 No:5 (October, 2002), s. 2263-2287.

Verrecchia¹⁵⁸ modellerinde öne sürdüğü, açığa satış yapanların daha iyi bilgilenmiş yatırımcılar olduğu görüşü ile tutarlıdır. Bu iyi bilgilenmiş yatırımcılar şirket hakkında negatif bilgiye sahiptirler ve şirketin geleceği ile ilgili bu bilgi ne kadar olumsuz ise açığa satış miktarı da o kadar fazla olacaktır. Gelecekteki bir zamanda bu bilginin tüm yatırımcılar tarafından öğrenilmesi ve halka duyulması durumunda hisse senedi fiyatı düşecektir. Sonuç olarak fiyat düşüşlerinden önce yüksek oranda açığa satış aktivitesi izlenecektir¹⁵⁹.

Alternatif bir bakış açısına göre açığa satış aktivitesindeki maliyetleri karşılayabilmesi için açığa satış yapanlar daha yüksek volatilitelere sahip hisse senetlerini tercih etmektedirler. Düşük volatilitelere sahip hisse senetlerinde fiyat hareketlerinin de çok düşük olması işlem maliyetlerini karşılayacak ekstra getiriye sağlamayacaktır. Hisse senedi fiyatındaki yüksek volatilitelere açığa satış aktivitesini tetikleyecektir¹⁶⁰.

McKenzie ve Olan¹⁶¹ tarafından yapılan çalışmada işlem hacmi ile volatiliteler arasındaki ilişki incelenmiştir. Açığa satış periyodu boyunca piyasanın daha yüksek oranda volatilitelere gösterdiği tespit edilmiştir.

Angel, Christophe ve Ferri¹⁶² tarafından NASDAQ piyasasında işlem gören hisse senetleri ile Eylül 2000 ile başlayan üç aylık periyot boyunca yapılan çalışmada ilk olarak aşağıdaki bir dizi soruya yanıt aranmıştır.

- Açığa satış hangi sıklıkla yapılmaktadır. NASDAQ piyasasında hisse senedi satın alan bir kişinin açığa satış yapmış olan birinden bu hisse senedini satın almış olma olasılığı nedir?

¹⁵⁸ Diamond and Verrecchia, 1987, s. 277.

¹⁵⁹ James J. Angel, Stephen E. Christophe and Michael G. Ferri, "A Close Look at Short Selling on Nasdaq", **Financial Analysts Journal**, Volume 59 No:6 (November/December, 2003), s. 66-73.

¹⁶⁰ Angel, Christophe and Ferri, s. 66-73.

¹⁶¹ Michael McKenzie and Olan T. Henry, "The Impact of Short Selling on the Price-Volume Relationship: Evidence from Hong Kong", **HKIMR (Hong Kong Institute For Monetary Research) Working Paper No.3/2004, (February, 2004)**, <http://ssrn.com/abstract=407711>, (Erişim:7 Haziran 2008).

¹⁶² Angel, Christophe and Ferri, s. 66-73.

- Açığa satış yapanlar bir strateji izliyorlar mı? Geri dönüşü veya getirisi çok yüksek olan hisse senetleri için mi yoksa performansı kötü olan hisse senetleri için mi açığa satış yapılmaktadır?
- Açığa satış daha çok yüksek işlem hacmine sahip hisse senetleri için mi yoksa daha düşük işlem hacmine sahip hisse senetleri için mi yapılmaktadır?
- Açığa satış yapanlar yüksek fiyat volatilitesine sahip hisse senetleri için mi yoksa fiyat volatilitesi sabit olan hisse senetleri için mi açığa satış yapmaktadır?
- Açığa satış haftanın belli günleri için diğer günler ile kıyaslandığında daha yoğun olarak yapılmakta mıdır?
- Yüksek oranda açığa satışın yapıldığı günler yüksek veya düşük hisse senedi dönüşlerinin yaşandığı günlerin öncesinde mi izlenmektedir?

Angel, Christoph ve Ferri'nin çalışmasında açığa satış ile ilgili aşağıdaki tespitlerde bulunulmuştur.

- NASDAQ piyasasında gerçekleşen her 42 işlemten biri açığa satış işlemi içermektedir.
- Açığa satış yüksek getirisi olan hisse senetlerinde performansı düşük olan hisse senetleri ile kıyaslanınca daha yoğun olarak yapılmaktadır.
- Aktif olarak işlem gören hisse senetleri kısıtlı işlem hacmine sahip hisse senetlerine göre daha yoğun olarak açığa satışa konu olmaktadır.
- Açığa satış hisse senedi fiyat volatilitesi ile direkt olarak değişmektedir.
- Açığa satış işlemlerinde haftanın günü etkisine rastlanmamıştır.
- Düşük getirilerin izlendiği günlerin öncesinde daha yoğun açığa satışlar izlenmektedir.

2.3.4. Açığa Satışın Maliyeti

Açığa satış ile ilgili kısıtlamalar kısaca¹⁶³:

- ödünç almanın parasal maliyeti
- kısa pozisyon oluşturmanın imkansızlığı veya zorluğu
- kısa pozisyonu koruyamama riski
- açığa satış ile ilgili kurumsal ve hukuki kısıtlamalar

şeklinde tanımlanabilir.

Kısa pozisyon oluşturmanın imkansızlığı veya zorluğu ve ödünç almanın parasal maliyeti, ödünç alınacak hisse senetlerinin tekrar yerine koyma zorluğu ile orantılıdır. Aşağıda sıralanmış olan faktörler ödünce konu hisse senedinin yerine koyma zorluğu derecesini etkilemektedir¹⁶⁴:

- İşlemlere konu olabilecek hisse senedi miktarı.
- Hisse senedinin herhangi bir endekse dahil olup olmadığı.
- Hisse senedinin likiditesi.
- Sahipliğin sınırlı sayıda şahıs veya şirketlerin elinde toplanmış olması.
- İlk halka arzlar, birleşmeler, devralmalar, bir şirket aktifinin başka şirketin hisse senetlerine karşılık devri ve bu hisse senetlerinin devreden şirket ortaklarına kar hissesi olarak dağıtılması gibi özel durumlar.

Yasal ve kurumsal kısıtlamalar açığa satış yapmak isteyen bireysel yatırımcının direk karşılaşmış olduğu bir maliyet değildir. Açığa satışın parasal maliyeti ödünç verenin ödünç alana ödemiş olduğu iskonto oranına (rebate rate) yansımaktadır.

¹⁶³ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 249.

¹⁶⁴ Duffie, Garleanu and Pedersen, s. 307.

ABD’nde merkezileştirilmiş bir menkul kıymet ödünç piyasası bulunmadığı için iskonto oranları halka açık bir bilgi değildir.

D’Avolio¹⁶⁵ büyük bir kurumsal menkul kıymet ödünç veren aracı kurumun 2000-2001 yılları arasındaki verisini kullanarak ödünç piyasası ile ilgili bir çalışma yapmıştır. Bu çalışma ABD hisse senetlerinin ödünç alma ve verme piyasasını tanımlamaktadır. Büyük bir ödünç aracısına ait 18 aylık veri ödünç arzı, ödünç maliyeti ve ödünçün geri çağırılması kapsamında incelenmiş ve birtakım sonuçlar elde edilmiştir.

Açığa satış yapanlar ödünç talebini, ödünç vermek isteyenler de ödünç arzını göstermiş olsun. Ödünç alma taleplerini temizleyen miktar açığa satış oranı olarak izlensin. Piyasada eşleşmiş arz ve taleplere ait oluşan ödünç maliyeti ödünç alan için bir maliyet ödünç veren için ise bir gelirdir. Tüm yatırımcılar ödünç vermek istemeyebileceğinden dolayı piyasadaki tüm ödünç alma taleplerini temizleyecek kadar ödünç arzı olmayabilir. Bu ufak ayrıntının derin etkileri olabilir. Yatırımcıların menkul kıymetin fiyatı hakkındaki görüş ayrılıkları ödünç maliyetine yansır ve bu maliyet yükselir. Örneğin menkul kıymeti açığa satmak isteyen yatırımcı için bu kıymetin fiyatı yeterince değerlendirilmiştir oysa bir grup yatırımcı için bu menkul kıymetin fiyatı daha da artabilir değerlendirilebilir ve satmak istemeyebilir. Yatırımcılar arasında görüş ayrılıklarının çok olduğu durumlarda açığa satış maliyetleri çok fazla olabilir.

Ödünç verenin ödünce konu menkul kıymetleri geri çağırma hakkı açığa satış yapanın olumsuz bilgidan faydalanma olanağını kısıtlar. Yatırımcı ile ödünç verenin menkul kıymete biçtiği değer arasında farklılık oluşması durumunda buna paralel geri çağırma riski de artar. Yatırımcılar ile ödünç verenin düşünceleri arasındaki düşük veya negatif korelasyon ödünçün geri çağırılması durumunda bu menkul kıymeti yerine koyulması maliyetini önemli ölçüde arttırabilir¹⁶⁶.

¹⁶⁵ Gene D’Avolio, ”The market for borrowing stock”, **Journal of Financial Economics** , Volume 66 No: 2,3 (November/December 2002), s. 271-306.

¹⁶⁶ D’Avolio, s. 271-306.

Jones ve Lamont¹⁶⁷ menkul kıymet ödünç piyasasında açığa satış maliyetinin direk ölçülmesi üzerine bir çalışma yapmışlardır.

Açığa satış kısıtlamaları hisse senetlerinin aşırı değerlenmesine sebep olabilir. Bazen bazı hisse senetlerini açığa satmak maliyetlidir. Bu hisse senetlerinin aşırı değerlenme hipotezi ile tutarlı olarak değerleri yüksek, getirileri ise düşüktür.

Açığa satış kısıtlamaları ile ilgili pek çok potansiyel sebep olabilir. İlk olarak kurumsal veya kültürel eğilimler açığa satışı engelleyebilir. 1987'deki hisse senedi piyasalarında meydana gelen çökmeden sonra etkin pazar hipotezi ile ilgili şüpheler davranışsal finans (behavioral finance) diye isimlendirilen yeni bir çalışma alanının ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Psikologlar tarafından yapılan çalışmalar insanların kaybetme durumunda hissettikleri mutsuzluğun kazanç durumunda hissettikleri mutluluktan daha yoğun olduğu yönündedir. Açığa satış durumunda açığa satışa konu hisse senedinin fiyatı satışın yapıldığı fiyattan çok daha yüksek bir değere ulaşırsa kayıp sınırsız olabilir. Bu da yatırımcıların bir çoğunun neden açığa satışa sıcak bakmadığını açıklayabilir. Bir diğer sebep de başka bir insanın şanssızlığından veya bilgisizliğinden faydalanarak para kazanmanın ahlaki olmadığı düşünülmesidir¹⁶⁸.

İkinci olarak merkezileştirilmemiş açığa satış piyasalarında açığa satış işlemi yapanların bir ödünç veren bulmaları gerekir. Bu araştırma maliyetli ve zaman alıcı olabilir.

Üçüncü olarak açığa satılan hisse senedinin fiyatı yükselirse ödünç alanın ekstra teminat vermesi gerekebilir. Eğer yeterli kapitalleri yoksa pozisyonlarını bir kayıp ile kapamak zorunda kalabilirler.

Dördüncü olarak ödünç veren ödünç verdiği hisse senedini istediği zaman geri çağırma hakkına sahiptir, eğer hisse senedini satmaya karar verirse geri çağırır, ödünç

¹⁶⁷ Jones and Lamont, s. 207-239.

¹⁶⁸ Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Eighth Edition, USA: Pearson Addison Wesley, 2007, s. 173-174.

alan da ödünç alacak başka hisse senetleri bulamaz ise pozisyonunu zarar ile kapatmaya zorlanmış olur¹⁶⁹.

Geczy, Musto, Reed¹⁷⁰ 1998–1999 tarih aralığında kurumsal ödünç veren belli bir kurumdan elde ettikleri menkul kıymet ödünç işlemleri örneği üzerinde açığa satış maliyetlerine bakmışlardır.

Açığa satış yapanlar hisse senetlerini ödünç alırlar ve menkul kıymetleri teminat olarak verirler. Ödünç verenler teminatları piyasada değerlendirerek bir faiz getirisi elde eder, elde ettikleri faizin bir kısmını önceden pazarlık edilmiş bir ıskonto oranı (rebate rate) ile ödünç alana verirler. Fakat hisse senedi arzı az olan bir hisse senedi ise veya bu hisse için çok fazla ödünç alma talebi varsa bu senet “özel hisse senedi” (special) olur ve ödünç alan tarafından özel hisse senetleri için vermiş olduğu teminatlardan elde etmiş olduğu getiri kolayca elde edilebilen hisse senetleri için vermiş olduğu teminat getirisinden daha düşük olur. En yüksek işlem hacmine sahip ödünç veren kurumlardan birinden elde edilen 12-aylık ıskonto oranları verisi ile yapılan çalışmada menkul kıymet ödünç piyasası genel olarak ve ödünçün maliyetinin potansiyel olarak önem kazandığı üç durum karakterize edilmiştir: ilk halka arzlar, birleşme spekülasyonları ve uzun-kısa “faktor” portföy oluşumları (“factor” portfolio construction). Halka arzlar ödünç alınabilir, fakat kaçınılmaz bir şekilde başlangıçta özel hisse senetleridir. Bu özel olma durumu yeni arzlar ile azalır ve performans ile artar, fakat teklif edilen fiyatın altında işlem gören halka arzları ödünç almak daha maliyetlidir. Birleşme arbitraj stratejileri devralmaya çalışan tarafın hisse senedinde özel olma durumunu artırır özellikle devralmaya çalışan firma küçükse veya hedef firma büyükse. Benzer şekilde özel olma durumu arbitraj stratejisinin karlılığını artırır fakat özel hisse senetlerini ödünç almanın ekstra maliyetleri birleşme arbitraj stratejilerindeki karı azaltmaz. Bununla birlikte devralan firmanın hisse senedini ödünç alamama ekonomik olarak karlılığı azaltır. Büyümüş hisse senetlerini ödünç almak

¹⁶⁹ Jones and Lamont, s. 207-239.

¹⁷⁰ C. C. Geczy, D. K. Musto and A. V. Reed, “Stocks are Special Too: An Analysis of the Equity Lending Market”, **Journal of Financial Economics**, Volume 66 No:2,3 (November/December, 2002), s. 241-269.

değer kazanmış hisse senetlerini ödünç almaktan beş kat, ortalama hisse senetlerinden üç kat daha pahalıdır¹⁷¹.

2.3.5. Global Perspektifte Açığa Satışlar

Bris, Goetzmann ve Zhu¹⁷² tarafından yapılan çalışmada dünya genelinde açığa satış kısıtlamalarının piyasaların verimliliğini etkileyip etkilemediği 46 ülkenin hisse senedi piyasaları incelenerek analiz edilmiştir. Dünyada piyasaların politik, makroekonomik yapısal farklılıkları, varlıkların hareketliliği (volatility), endüstrilerin enformasyon alt yapılarındaki farklılıklardan dolayı açığa satış ile ilgili uygulamalar farklılık gösterebilmektedir. Bu farklılıklar her ne olursa olsun, açığa satış ile ilgili düzenlemelerden sorumlu birimler piyasaların gidişatına göre bu kısıtlamaları ülke içinde yeniden düzenleyebilmektedirler.

Son dönem yapılan ampirik çalışmalar açığa satış ile ilgili zorlukların ve kısıtlamaların menkul kıymet fiyatlamasını olumsuz etkilediği hipotezini desteklemektedir. Dünya genelinde uygulanan açığa satış ile ilgili düzenlemeler ve uygulamalar incelenerek yapılan bu çalışmada yukarıdaki hipotezi destekler deliller bulunmuştur¹⁷³.

2.4. Diğer Çalışmalar

Chen, Hong ve Stein¹⁷⁴ çalışmalarında sahiplik seviyesini yani bir hisse senedine sahip yatırımcıların yüzdesini incelemişlerdir. Sahiplik seviyesindeki değişimin fiyat değişikliklerini tahmin etmeye yardımcı olacağını bulgu olarak elde etmişlerdir¹⁷⁵. Açığa satış talebi için alternatif ölçü olarak sahiplik seviyesi alınabilir. Eğer açığa satış ile ilgili kısıtlamalar, yatırımcıları aşırı değerlenmiş olan hisse senetlerinin açığa satışı konusunda engellerse bu yatırımcılar bu tip hisselerle sahip

¹⁷¹ Geczy, Musto and Reed, s. 241-269.

¹⁷² Arturo Bris, William N. Goetzmann and Ning Zhu, "Short-Sales in Global Perspective", **Yale International Center For Finance (ICF) Working Paper No. 04-01**, (December, 2003), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=486264, (Erişim: 07 Haziran 2008).

¹⁷³ Bris, Goetzmann and Zhu, 2003.

¹⁷⁴ Joseph Chen, Harrison Hong and Jeremy C. Stein, "Breadth of Ownership and Stock Returns", **Journal of Financial Economics**, Volume 66 No: 2,3 (November/December, 2002), s. 171.

¹⁷⁵ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 122-123.

olmaktan kaçınacaklardır ve bu hisseler sadece aşırı iyimser yatırımcılar tarafından elde tutulacaklardır¹⁷⁶.

Mevcut ampirik deliller açığa satış kısıtlamalarının fiyatların oluşumunu engellediği teorik görüşünü çoğunlukla destekler. Bununla birlikte testlerin çoğunluğu dolaylı yollardan yapılmıştır. Çünkü, açığa satışlar teşvik edilmese bile, bu testlerin odaklandığı önemli finansal piyasalarda özellikle ABD piyasalarında yasak değildir. Açığa satış ile ilgili kısıtlamalar haricinde birbirinin aynısı iki farklı ekonomi bulmak imkansızdır. Böylece testlerin odak noktası kısıtlamaların uzantılarını ve etkilerini tanımlamak ve ölçmek olmuştur. En erken ampirik çalışmalardan biri Figlewski'nin¹⁷⁷ açığa satış kısıtlamalarının aşırı değerlendirme üzerine etkilerini sorguladığı çalışmadır, bu çalışmada teori, açığa satış oranı seviyesi veya miktarı ile menkul kıymet getirileri arasındaki ilişkiye bakılarak test edilmiştir. Yoğun olarak açığa satışa konu firmaların performansı, daha az açığa satışa konu firmaların performansından daha kötüdür.

Chen, Hong ve Stein¹⁷⁸ bununla birlikte açığa satış oranı proxy'sinin yanlış tanımlandığını savunur. Çeşitli menkul kıymetlere ait açığa satış oranlarında izlenen farklılıklar açığa satışın işlem maliyetlerindeki farklılıkları gösteriyor olabilir. Düşük veya sıfır değerinde açığa satış oranına sahip bir menkulün açığa satışı zor veya maliyetli olabilir, bu maliyete katlanmak istemeyen işlem yapanlar piyasadan uzaklaşır ve bu durum menkul kıymetle ilgili oluşabilecek olumsuz bir bilginin fiyata yansımaması anlamına gelebilir. Chen, Hong ve Stein¹⁷⁹ açığa satış oranı ile geri dönüşler arasında açık ve net bir ilişkinin açıklanamayacağından yola çıkarak, açığa satış kısıtlamaları için başka bir proxy öne sürer: düşük sahiplik seviyesi. Sahiplik seviyesinde azalma yaşayan hisse senetlerinin performansı bu seviyede yükselme yaşayanlar ile kıyaslanınca daha kötüdür.

Ofek ve Richardson¹⁸⁰ yapmış olduğu çalışmada İnternet sektörüne ait hisse senetlerini incelemişlerdir. İlk olarak İnternet hisselerine ait özel açığa satış

¹⁷⁶ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 188.

¹⁷⁷ Figlewski, s. 463.

¹⁷⁸ Chen, Hong and Stein, s. 171.

¹⁷⁹ Chen, Hong and Stein, s. 171.

¹⁸⁰ Ofek and Richardson, s. 1113-1137.

kısıtlamalarını dökümente etmişlerdir. İkinci olarak İnternet hisseleri üzerinde yatırımcılara ait homojen olmayan fikirler ile fiyatlar arasındaki ilişkiyi göstermişlerdir. 1999-2000 aralığında İnternet hisselerine ait ortalama açığa satış oranı diğer sektörlere ait hisselerin açığa satış oranları ile karşılaştırıldığında daha yüksektir. Açığa satış maliyetleri de aynı paralelde diğer sektörlere ait hisseler ile karşılaştırıldığında daha yüksektir ¹⁸¹.

Jones ve Lamont¹⁸² 20 .yüzyılın başlarına ait ABD verisini kullanarak, açığa satışı maliyetli olan hisselerin, aşırı değerlenmiş ve düşük getirili olduklarını göstermişlerdir. Onların bulguları, açığa satışı zor olan hisselerin aşırı değerlenmiş olduğu hipotezi ile tutarlıdır.

Bu dolaylı ampirik çalışma örnekleri, istisnasız açığa satış kısıtlamaları için uygun olmayan proxy kullanma problemi ile kaçınılmaz bir şekilde yüz yüzedir. Jones ve Lamont¹⁸³ açığa satışın direk maliyetine baktıkları için en ikna edici delili sunmaktadır. Geczy, Musto, ve Reed¹⁸⁴ ve D'Avolio (11/1998–10/1999 ve 4/2000–9/2001) belli tarih aralığında belli kurumlardan elde ettikleri menkul kıymet ödünç işlemleri örneği üzerinde açığa satış maliyetlerine bakmışlardır.

Hong ve Stein¹⁸⁵ açığa satış kısıtlamalarını piyasa çökmeleri ile ilişkilendiren bir model geliştirmişlerdir. Modellerinde eğer bir grup yatırımcı açığa satış işlemindeki kısıtlamalardan dolayı işlem yapamaz ise, bunların sahip olduğu tüm olumsuz bilgi piyasa düşmeye başlayana kadar kendini gösteremeyecek, ileride piyasanın düşüşünü hızlandıracak ve piyasanın çökmesine sebep olacaktır.

Açığa satış ile ilgili kısıtlamaların pozitif ve negatif bilginin yayılmasına farklı şekillerde zarar vereceği tezini savunan Diamond ve Verrecchia'nın ¹⁸⁶ bu tezini test

¹⁸¹ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 200.

¹⁸² Jones and Lamont, s. 207-239.

¹⁸³ Jones and Lamont, s. 207-239.

¹⁸⁴ Geczy, Musto and Reed, s. 241-269.

¹⁸⁵ Harrison Hong and Jeremy C. Stein, "Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes", **The Review of Financial Studies**, Volume 16 No:2 (Summer, 2003), s. 487-525.

¹⁸⁶ Diamond and Verrecchia, 1987, s. 277.

eden pek çok ampirik çalışma mevcuttur. Asquith ve Meulbroek¹⁸⁷ ve Danielsen ve Sorescu¹⁸⁸ tespitlerine göre açığa satış kapsamında açığa satış oranında değişiklik, açığa satış ile ilgili düzenlemeler veya opsiyonlar negatif geri dönüşler ile alakalıdır. Açığa satış ile ilgili kısıtlamaların olduğu durumlarda negatif bilginin fiyatlara yansması çok yavaş olmaktadır. Bunlara ek olarak Reed¹⁸⁹ açığa satışın maliyetli olduğu hisse senetlerine ait kar açıklamalarına, fiyatların verdiği tepkinin eğer bu açıklamalar negatif yönde ise çok büyük olabileceğini bulmuştur.

Reed¹⁹⁰ yapmış olduğu çalışmada hisse senedi ödünç piyasasında açığa satış kısıtlamalarının hisse senedi fiyatlarının efektifliği üzerindeki etkileri incelenmiştir. Diamond ve Verrecchia'nın açığa satış kısıtlamaları fiyatların kar açıklamalarına olan duyarlılığını ve değer kazanma veya kaybetme hızını azalttığı hipotezi test edilmiştir. Açığa satışın maliyetli olduğu hisselerde olumsuz kar açıklamalarına fiyatların göstermiş olduğu reaksiyon daha büyük olmaktadır. Yatırım fonları, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri hisse senedi piyasasında temel ödünç veren kurumlardır ve genelde bunlar ödünç verme konusunda tereddütlü davranırlar. Ödünç arzının artması enformasyonel etkinliği arttıracak ve oynaklığı azaltacaktır. Ödünç alma maliyetinin azalması kötü haberlere verilen reaksiyonun etkisini azaltacaktır.

Açığa satış kısıtlamalarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi ampirik bir sorudur. Açığa satış kısıtlamalarının uygun bir ölçüsünü belirlemek ise anahtar ampirik bir konudur. Açığa satışın direk maliyetleri ile ilgili veri elde etmenin zorluğundan dolayı, çeşitli çalışmalar şu gerçeklerden birini tespit etmiştir: açığa satış konusundaki isteksizlik, yetersizlik, yapamamazlık, imkansızlık açığa satış maliyetlerinde olduğu

¹⁸⁷ Paul Asquith and Lisa Meulbroek, "An Empirical Investigation of Short Interest," **Working Paper, Harvard Business School, Harvard University HBS Number : 96-012**, (September, 1995).
<http://www.hbs.edu/research/facpubs/workingpapers/papers9596.html> , (Erişim: 07 Haziran 2008).

¹⁸⁸ Danielsen and Sorescu, s. 451-484.

¹⁸⁹ Adam V. Reed, "Costly Short Selling and Stock Price Adjustments to Earnings Announcements", University of Pennsylvania, Ph.D., Dissertation, 2002,
<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=765053481&sid=1&Fmt=2&clientId=37578&RQT=309&VName=PQD>, (Erişim: 07 Haziran 2008).

¹⁹⁰ Reed, 2002.

gibi negatif bilginin fiyatlara yansımaları sınırlayabilir . Örneğin kurumsal veya kültürel normlar açığa satışı sınırlayabilir¹⁹¹.

Açığa satış ile ilgili yapılan ampirik çalışmaların bir grubu açığa satış talebine proxy olarak açığa satış oranına (açığa satılmış hisse miktarının toplam hisse miktarına oranı) odaklanır. En erken yapılan ampirik çalışmalar açığa satış oranı ve anormal dönüşler arasında tutarlı bir ilişki yakalamada başarısız olur. Bu açığa satış oranının problem oluşturmaya uygun doğasından kaynaklanmaktadır. Düşük bir açığa satış oranı düşük açığa satış talebi demek değildir: açığa satışı imkansız olan hisse senetlerinin açığa satış maliyeti sonsuzdur ve açığa satış miktarının toplam menkul miktarına oranını ifade eden açığa satış oranı sıfırdır. Desai, Ramesh, Thiagarajan, ve Balachandran¹⁹² tespit ettiği zayıf bulguların sebebi bu erken dönemlerde yapılan çalışmada alınan örneklerin yetersizliği olabilir¹⁹³. Açığa satış miktarını gelecekteki dönüşler ile ilişkilendiren modern ampirik çalışmaların bulguları, yüksek açığa satış oranının gelecekte düşük dönüşler ile ilişkilendirilebileceği konusunda tutarlı deliller sunar. Buna örnek Asquith ve Meulbroek¹⁹⁴ ve Desai, Ramesh, Thiagarajan, ve Balachandran¹⁹⁵ çalışmaları verilebilir.

Son dönem yapılan çalışmalar açığa satış maliyetinin direk ölçülmesini analiz ederler. En yaygın kullanılan ölçü birimi (metric) ıskonto oranı (rebate rate)¹⁹⁶ ve ıskonto oranı ile piyasa faiz oranı arasındaki spread (spread) tir. İskonto oranı ödünç verenin ödünç alana geri ödeyeceği paradır. Açığa satış işlemi, sonucu ödünç almak isteyen yatırımcı ödünç verene teminat vermek zorundadır, ödünç veren de bu teminatın karşılığında ödünç alana bir faiz öder. Nakit fonlara ödenen faiz oranı ile ıskonto oranı arasındaki fark açığa satış işlemi yapan için maliyet, ödünç veren için de gelirdir ve ödünç maliyeti diye adlandırılır. İskonto oranı sabit getirili piyasadaki repo oranı gibi,

¹⁹¹ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 83-86.

¹⁹² Desai, Ramesh and Thiagarajan, s. 2263-2287.

¹⁹³ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 136.

¹⁹⁴ Paul Asquith and Lisa Meulbroek, "An Empirical Investigation of Short Interest," **Working Paper, Harvard Business School, Harvard University HBS Number : 96-012**, (September, 1995). <http://www.hbs.edu/research/facpubs/workingpapers/papers9596.html>, (Erişim: 07 Haziran 2008).

¹⁹⁵ Desai, Ramesh and Thiagarajan, s. 2263-2287.

¹⁹⁶ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 10.

ödünç piyasasında arz ve talebin dengelenmesine yardımcı olur. Eğer her yatırımcı ödünç vermek isterse ve bunun için bir kısıtlama yoksa, ödünç maliyeti sıfır olacaktır.

İskonto oranları ile ilgili mevcut çalışmalar kısa dönem priyodları için özel veritabanları ile kısıtlı kalmıştır. D'Avolio¹⁹⁷ kısa dönem ve tek bir ödünç veren kuruma ait veritabanı ile yaptığı çalışmada, özel hisse senetlerinin daha yüksek açığa satış oranına sahip olduğunu bulmuştur. Geczy, Musto, ve Reed¹⁹⁸ 1 yıllık period için (1998-1999) tek bir ödünç verene ait veritabanından elde ettikleri örnekler ile, açığa satış ile ilgili kısıtlamaların hisse senedi geri dönüşlerindeki anormallikleri açıklayamayacağı sonucuna varmışlardır. Jones ve Lamont¹⁹⁹ iskonto oranlarını içeren küçük bir veritabanı ile yapmış oldukları çalışmada düşük iskonto oranına sahip hisse senetlerinin daha düşük dönüşleri olduğunu bulmuşlardır.

ABD hisse senetlerini satan kişiler işlem gerçekleştikten sonra üç güne kadar hisse senedini getiremez iseler temerrüt durumuna düşerler. Boni²⁰⁰ tarafından ABD hisse senetleri veri seti üzerinde yapılan bu çalışma sonucunda piyasa yapıcılarının ödünç alma maliyetinin yüksek olduğu durumlarda temerrütlerinin arttığı hipotezini destekler bulgular elde edilmiştir.

Edwards ve Hanley²⁰¹ yapmış oldukları çalışmada ilk halka arzlardan hemen sonra halka arza konu hisse senetleri için açığa satış işlemlerinin doğasını incelemişlerdir. İlk işlem gününde yoğun olarak açığa satış yapıldığını tespit etmişlerdir. İlk halka arzlarda açığa satış ile ilgili en önemli kısıtlamalardan biri bu hisse senetlerinin ödünç alınma zorluğudur. Yapılan bu çalışmada açığa satış ile birlikte takas temerrütleri ve aralarındaki korelasyon incelenmiş, elde edilen düşük korelasyonlar, bu açığa satışların çıplak açığa satış olmadığı şeklinde yorumlanmıştır. İlk işlem gününde açığa satış ne kadar fazla ise üç ay sonundaki getiri veya geri dönüş o kadar düşük

¹⁹⁷ D'Avolio, s. 271-306.

¹⁹⁸ Geczy, Musto and Reed, s. 241-269.

¹⁹⁹ Jones and Lamont, s. 207-239.

²⁰⁰ Leslie Boni, "Strategic Delivery Failures in the U.S. Equity Markets", **Journal of Financial Markets**, Volume 9, Issue 1, (February, 2006), s. 1-26.

²⁰¹ Edwards Amy K. and Kathleen Weiss Hanley, "Short Selling in Initial Public Offerings", **Office of Economic Analysis U.S. Securities and Exchange Commission** (April, 2008), <http://ssrn.com/abstract=981242> , (Erişim:7 Haziran 2008).

izlenmiştir. İlk halka arzlara ilişkin literatürde varsayıldığı şekilde açığa satış kısıtlamalarının bu özel durum için çok ağır olmadığı şeklinde yorumlanmıştır.

3. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA AÇIĞA SATIŞ VE MENKUL KIYMET ÖDÜNÇ UYGULAMALARI

3.1. Yurt Dışında Açığa Satış İle İlgili Uygulamalar

Bu bölümde özellikle İngiltere ve Amerika olmak üzere yurt dışındaki açığa satış ile ilgili uygulamalar incelenecektir.

3.1.1. Açığa Satış İşlemlerine Genel Bir Bakış

Açığa satış işlemleri ile ilgili üç ayrı yaklaşım bulunmaktadır. İlki piyasa etkinliğini arttırdığı yönündedir, ikincisi piyasalar için faydalı olduğu fakat kontrollü olması gerektiğidir, üçüncüsü ise piyasaları iyileştirmenin ötesinde zarar verdiği yönündedir. Bu yaklaşımlar ile paralel açığa satış işlemleri için farklı düzenleyici uygulama ve yaklaşımlar geliştirilmiştir.

Sahip olunmayan bir menkul kıymetin satılması anlamına gelen açığa satış uzun yıllardan beri piyasalarda bir işlem stratejisi olarak yer almaktadır ve tüm dünyada hisse senedi piyasalarında bu konu hakkında farklı fikirler ve yoğun tartışmalar yaşanmaktadır. Açığa satışı destekleyenler açığa satış işlemlerinin piyasalarda sadece likiditeyi sağlamayıp aynı zamanda aşırı değerlenmiş olan hisse senedi fiyatlarının olması gereken değere ulaşmasını sağladığı ve bu sebeple hisse senedi piyasalarının vazgeçilmez bir özelliği olduğunu düşünmektedirler. Onların görüşüne göre açığa satış ile ilgili kısıtlamalar fiyatların etkin bir şekilde oluşmasını engelleyerek rasyonel yatırımcılar yerine manipülasyon yapanlara yardımcı olacaktır. Düşen bir piyasada açığa satış pozisyonlarını kapamak için yapılan alışlar bu düşüş trendini durduracaktır.

Açığa satış ile ilgili olarak eleştiride bulunanlar direk veya dolaylı bir şekilde açığa satışın bir takım potansiyel riskler taşıdığını ve piyasaların dengesini kolayca bozabileceğini düşünmektedirler. Onlar açığa satışın piyasalardaki düşüş trendini ve hisse senedi fiyat volatilitelerini arttırabileceğini, ve bazı hisse senetlerinin fiyatlarını başka hiçbir şekilde oluşamayacak kadar düşük değerlere çekebileceğine

inanmaktadırlar. Bir şirkete ait hisse senedi fiyatlarındaki düşüş trendi, bu şirketin fonlama kabiliyetini azaltacak ve şirkete olan güveni olumsuz yönde etkileyecektir.

Açığa satış ile ilgili farklı yaklaşımlar olmasına rağmen gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasalarındaki düzenleyici otoriteler açığa satışı yasal bir yatırım aktivitesi olarak ele almaktadır. Bu otoritelerden biri olan The International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemlerini tüm dünya genelinde incelemiş ve açığa satışın kısıtlanması veya engellenmesi yerine şeffaflaştırılması yönünde önerilerde bulunmuştur.

Hisse senedi piyasalarına ait bir diğer önemli özellik menkul kıymetlerin ödünç alınması ve ödünç verilmesidir. Canlı bir menkul kıymet ödünç piyasası hisse senedi açığa satış işlemlerini desteklemek ve tamamlamak ile birlikte yatırımcıların atıl duran hisse senetlerinden para kazanmasını da sağlamaktadır.

3.1.2. Açığa Satış İle İlgili Düzenleyici Yaklaşımlar Ve Uygulamalar

Yurt dışındaki açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemlerinin uygulamasına ilişkin bilgiler verilirken bu konuda diğer ülkelere de rehberlik etmiş olan Amerika ve İngiltere uygulaması esas alınmıştır. İngiltere’de FSA ve Amerika’da SEC bu konuda düzenlemeler yapmış olan kurumlardır.

3.1.2.1. İngiltere’de Açığa Satış İle İlgili İzlenen Yaklaşım

Açığa satış işlemi İngiltere’de yoğun olarak tartışılmaktadır. Ekim 2002’de FSA* açığa satış ile ilgili kendi düşüncelerini ve yaklaşımlarını içeren Discussion Paper No. 17 yi yayınlamıştır²⁰².

FSA, açığa satış işleminin aşırı değerlenmiş hisse senetlerinde fiyat düzeltmelerini hızlandırarak veya hisse senedi fiyatının aşırı yükselmesini sağlayan

* İngiltere’deki tek düzenleyici kurum Finansal Hizmetler Kurumu (FSA) dır. FSA'nın temel sorumluluğu düzenlemek ve yetkilendirmektir. FSA bütün finansal hizmetleri ve kolektif yatırım kuruluşlarını düzenlemekte ve yetkilendirmekte, ayrıca yatırım borsalarını ve takas kurumlarını tanımak ve gözetmekle görevlidir. FSA düzenlemelerinin temel amacı, İngiliz finansal sistemine güveni sağlamak, halkın finansal sistemi anlamasına yardımcı olmak, yatırımcıyı korumak ve finansal suçu azaltmaktır.

²⁰²Financial Services Authority (FSA) Discussion Paper DP17, **Short Selling**, October 2002, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp17.pdf>, (Erişim: 07 Haziran 2008).

yoğun alış yönlü baskıyı karşılayarak ve bu yolla fiyat enflasyonunu engelleyerek piyasaların bu işleyişten olumlu yönde faydalanacağını düşünmektedir²⁰³.

Benzer şekilde FSA açığa satışın piyasalardaki fiyat anormalliklerini düzeltmeyi desteklediğini düşünmektedir. Arbitraj yapan yatırımcılar aşırı değerlenmiş olan hisse senetlerinde açığa satış yaparak kısa pozisyona geçmekte aynı zamanda değerinin altında işlem gören hisse senetlerini satın alarak uzun pozisyona geçmekte ve böylece fiyat düzeltme işleminin etkinliği artmış olmaktadır²⁰⁴.

FSA üçüncü olarak açığa satış işleminin piyasa yapıcılığına ve piyasaların likiditesine olan faydalarından bahsetmektedir. Piyasaya likidite sağlayan araçların açığa satış işlemlerinin kısıtlanması piyasalarda likidite sorunu yaratacaktır. Veya piyasa yapıcılarının müşterilerinin alış emirlerini karşılayamaması bu araçların piyasa yapıcılığı fonksiyonunu yerine getirememesine sebep olacaktır²⁰⁵.

Sonuç olarak FSA, yukarıda açıklanan işlem stratejilerini kolaylaştırmak için, açığa satışın, ekstra işlem fırsatları yaratarak fiyat etkinliğini arttırdığı ve genel olarak piyasalara likidite sağladığı görüşündedir. Açığa satış işlemlerinin yasaklanması veya caydırıcı engellerin getirilmesinin bir faydasının olmayacağını düşünmektedir.

FSA aynı zamanda açığa satış ile birlikte bir takım potansiyel risklerin oluşacağını farkındadır. Piyasa riski bunlardan ilkidir. Açığa satış işlemi manipülasyona imkan yaratabilir. Açığa satış işlemi aynı zamanda hisse senedi fiyatlarında kısa vadeli volatilitiyi arttırabilir. Takas esnasında açığa satışa konu olmuş menkul kıymetin teslim edilememesi de piyasa riski kapsamındadır. Potansiyel risklerin ikincisi açığa satış işlem zinciri içerisinde oluşabilir. Bu takas işlemi esnasında oluşabilecek gecikme ve problemler ile menkul kıymet ödünç işleminden kaynaklanabilecek riskleri içerir²⁰⁶.

FSA pek çok yabancı düzenleyici kurum tarafından yukarı fiyat kuralı (up-tick rule) nın uygulandığını ve bu kural ile hedeflenenin bir hisse senedine ait en son işlem

²⁰³ FSA Discussion Paper DP17, **Short Selling**, s. 15.

²⁰⁴ FSA Discussion Paper DP17, **Short Selling**, s. 16.

²⁰⁵ FSA Discussion Paper DP17, **Short Selling**, s. 16.

²⁰⁶ FSA Discussion Paper DP17, **Short Selling**, s. 16-19.

fiyatından daha düşük bir fiyattan açığa satış işlemi yapılmasına engel olunması ve böylece düşüş trendinin hızının yavaşlatılması olduğunu ifade eder. İngiltere borsalarında fiyat kuralları bulunmamaktadır. FSA fiyat kuralları ile ilgili birtakım endişeler taşımaktadır. Bu kurallara getirilen istisnaların karmaşıklığı bazı piyasa katılımcılarının bu kurallardan istisna tutulmaları gibi konular bu kapsamdadır. Daha da önemlisi fiyat kurallarının hisse senedi fiyat volatilitisini kontrol ettiği veya azalttığı veya piyasa düşüşlerini yumuşattığına dair güçlü delillerin yer almamasıdır.

FSA açığa satış işleminin kendisinin manipülatif olmadığı , hisse senedi satın alarak uzun pozisyona geçmenin tersi bir yatırım stratejisi olduğu görüşündedir. Bununla birlikte diğer işlem stratejileri gibi kötü amaçlar için kullanıldığında manipülatif olabileceğini ve bu durumda kanunlar ile engellenebileceği ve cezalandırılabileceğini ifade etmektedir.

FSA karşılaşılabilecek bir diğer durum olarak, bir grup yatırımcı tarafından şirket hakkında asılsız bilgi yayarak hisse senedi fiyatlarının oluşabilecek en düşük fiyat seviyesine inmesini sağlamalarını ve seviyeden açığa satmış oldukları hisse senetlerini geri satın alarak haksız bir kazanç elde etmelerini ele alır. Bu durum piyasanın kötüye kullanılması anlamındadır ve İngiltere kanunlarının da bu tür suçların cezası limitsiz olabilmektedir.

FSA mevcut sistemin kötü amaçlı yapılmış açığa satış işlemlerini yakalamak için yeterli araçları olduğunu ve bu tip deliller elde edilmesi durumunda araştırma yapmak için hazır olduğunu düşünmektedir.

Açığa satışa konu kıymetin takas esnasında teslim edilememe riskine karşılık bazı ülke uygulamalarında açığa satışa konu menkul kıymetin satıştan önce ödünç alınması veya ödünç ile ilgili gerekli ayarlamaların yapılması gerekliliği ile ilgili bir takım kurallar getirilmiştir. İngiltere’ de FSA’ ya göre bu bir gereklilik değildir. Takasta sık olarak yaşanan gecikmeler nedeni ile oluşan temerrütler için yaptırımlar ve cezalar söz konusudur. İngiltere’de takas işlemlerinin performansı çok iyidir ve takas evleri bu tip temerrüt durumlarının çözümü için düzenlemeler yapmışlardır.

FSA açığa satışın yatırımcıların daha iyi bilgilenmelerini sağlayacak bilgiyi içerdiğini ve yatırım kararlarını daha sağlıklı bir şekilde alacaklarını ve bu nedenle açığa satış üzerine koyulacak direk kontrol ve kısıtlamaların piyasada güvenin sağlanması ile ilgili direk bir bağlantısı olmadığına inanmaktadır. Sınırlı sayıda yatırımcının sahip olduğu bilginin açığa çıkması ve aşırı değerlendirilmiş olan hisse senetlerinin tespit edilerek bu hisse senetlerine ait fiyatların olması gereken değerlere çekilmesi açığa satışın avantajı olarak düşünüldüğünde bu fayda maliyet kapsamında açıklık ve şeffaflık önem kazanmaktadır.

FSA'nın yayınlamış olduğu Discussion Paper No. 17 ile ilgili almış geri bildirim kendi görüşleri ile tutarlı ve destekler nitelikte olmuştur²⁰⁷. Sonuç olarak FSA açığa satışın yasal bir yatırım aktivitesi olarak piyasaların etkinliğini desteklemede önemli bir rol oynadığı ve mevcut düzenleme ile ilgili önemli değişikliklere gidilmesine gerek olmadığına karar vermiştir. Açığa satış ile ilgili yapay kısıtlamalar da gereksizdir. Açığa satış ve etkilediği işlemler ile ilgili şeffaflığın artırılması açığa satışın içerdiği bilginin geniş yatırımcı kitlesine ulaştırılması ve böylece bu faydaların açığa satış ile ilgili olabilecek dezavantajları ortadan kaldırması veya etkilerin azaltmasını sağlayacaktır.

FSA, CREST tarafından her bir hisse senedi için oluşan takas temerrütlerinin halka açıklanmasını belirli hisse senetleri ile ilgili olarak oluşan takas baskının tespit edilebilmesi açısından faydalı bulmakta ve desteklemektedir. FSA aynı zamanda piyasa katılımcılarının bazı likit olmayan hisse senetleri ile ilgili oluşan takas baskısının hafifletilmesi için bilgilendirilmesi konusunda yapılabilecekleri de düşünmektedir. Yatırımcıların uyarılması onların yatırım kararlarını alırken çok sık takas temerrüdü yaşayan hisse senetlerinin satın alınıp alınmaması konusunda bilgilendirecektir²⁰⁸.

²⁰⁷ Financial Services Authority (FSA) Feedback Statement, **Short Selling Feedback on DP17**, April 2003, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs17.pdf>, (Erişim: 07 Haziran 2008).

²⁰⁸ FSA Feedback Statement, **Short Selling Feedback on DP17**, s. 6.

3.1.2.2. Amerika Birleşik Devletleri'nde Açığa Satış İle İlgili İzlenen

Yaklaşım

Açığa satış işlemleri ilgili olarak en ayrıntılı düzenleme yapmış olan ülke ABD'dir. 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 ilgilidir²⁰⁹. Buna ek olarak NYSE'de 440B isimli bir kural altında aynı düzenlemeleri yapmıştır²¹⁰. 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.

²⁰⁹ Office of Economic Analysis U.S. Securities and Exchange Commission, "Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot", Retrieved 7 Haziran 2008, From <http://www.sec.gov/news/studies/2007/regshopilot020607.pdf>, s. 13.

²¹⁰ Grace Pownall and Paul J. Simko, "The Information Intermediary Role of Short Sellers", *The Accounting Review*, Volume 80 No:3 (July, 2005), ABI/INFORM Global, pg. 941-966.

ABD’nde SEC 1938 yılından beri uygulamakta olduğu fiyat kuralını kaldırarak Ocak 2005 tarihinden itibaren yerine Regulation SHO²¹¹ uygulamasını koymuştur. Regulation SHO²¹² uygulaması ile Menkul Kıymetler Kanunu’nun 3b-3 maddesi yerine 200 maddesi, 10a-1 maddesi yerine 201 ve 202T maddeleri , 10a-2 maddesi yerine 203, maddesi getirilmiştir.

Regulation SHO kuralı takas esnasında karşılaşılan gecikme veya takas yükümlülüğün yerine getirilememesi problemlerine karşılık başlıca iki gerekliliğin yerine getirilmesini şart koşturmaktadır. Birincisi yerine koyma (locate) diğeri ise kapama (close-out) dır. Yerine koyma ile kastedilen açığa satış yapacak olan kişinin açığa satışa konu menkul kıymetin eline vaktinde ulaşacağına dair veya ödünç aldığı veya alabileceğine dair gerekli belge ve bilgilendirmeyi yapabilecek durumda olmasıdır. Kapama ise birbirini takip eden günlerde kayıtlı olunan takas kurumunda belli bir takas günü boyunca takas temerrüdü yaşamış olan ve "threshold securities" diye adlandırılan menkul kıymetler ile ilgili olarak broker ve dealer’lar için ekstra teslim yükümlülükleri getirmektedir.

Regulation SHO açığa satışı, yatırımcının sahip olmadığı veya ödünç alıp teslim edeceği bir menkul kıymetin satışı olarak tanımlanmaktadır. SEC açığa satış yapanların menkul kıymetin fiyatının düşeceğine inanarak, ellerinde tuttıkları menkul kıymetin potansiyel fiyat oynaklığına karşı hedge etmek isteyebileceklerini düşünmektedir. Eğer hisse senedinin fiyatı düşerse açığa satış yapanlar daha düşük fiyatlardan bu hisse senedini satın alıp kar elde edeceklerdir. Eğer hisse senedinin fiyatı yükselirse yatırımcı zarar edecektir. Açığa satış, aşağı yönlü fiyat hareketinden kazanç elde etmek, tahmin edilemeyen ani bir talep baskısı durumunda likidite sağlamak, uzun pozisyon riskini hedge etmek gibi sebeplerden dolayı yapılabilir.

ABD’nde borsalarda takas işlemlerinde temerrüt durumları için tolere edilebilir temerrüt seviyesi ardışık beş takas olarak tanımlanmıştır. SHO ya göre ancak bu

²¹¹ Division of Market Regulation:Key Points About Regulation SHO, Date: April 11, 2005. Retrieved 7 Haziran 2008, From <http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm>.

²¹² SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION,17 CFR PARTS 240, 241 and 242,[Release No. 4-50103; File No. S7-23-03] RIN 3235-AJ00 SHORT SALES, Retrieved 7 Haziran 2008, From http://www.sec.gov/rules/final/34-50103.htm#P52_4350 .

adımdan sonra yaptırım ve cezalar uygulanmaktadır. SEC tarafından yapılan bu son düzenlemelerin arkasında yatan sebepler çıplak (naked) açığa satışlar sonucu oluşan temerrütlerin artmasıdır. Yeni SHO düzenlemesi ile SEC belirli sıklık veya sayıda takas temerrüdüne düşen hisse senetlerini threshold kıymetler olarak sınıflamıştır.

SEC'e göre açığa satışların büyük çoğunluğu yasaldir ancak kötü amaçlı açığa satışlar yasal değildir. Örneğin bir hisse senedinin fiyatını manipüle ederek etkilemek için yapılan açığa satışlar yasaklanmıştır.

Regulation SHO “çıplak” (naked) açığa satışı , satıcının standart üç günlük takas süresi içerisinde teslim edilmek üzere ödünç almadığı veya ödünç almak için herhangi bir anlaşma yapmadığı satış olarak tanımlamaktadır. Sonuç olarak satış yapan yatırımcı alıcıya hisse senetlerini takas süresi içerisinde teslim edemez. Takastaki bu gecikme sadece açığa satış kaynaklı olmayabilir. Bu gecikmeler insan veya sistem kaynaklı da olabilir. Müşteri taleplerini karşılamak için özellikle likit olmayan bir hisse senedi ile açığa satış yapan piyasa yapımcılar takasta bu kıymetleri teslim güçlüğü yaşayabilirler. Çıplak açığa satış her zaman SEC kurallarının ihlal edilmesi anlamına gelmez.

SEC bazı durumlarda çıplak açığa satışın piyasa likiditesine katkıda bulunduğunun farkındadır. Örneğin belli hisse senetleri için piyasa yapımcısı durumunda olan broker veya dealer'lar başka alıcı veya satıcı olmasa bile kota edilmiş fiyattan düzenli ve sürekli olarak bu hisse senetlerini satın alma veya satma durumundadırlar. Böylece, piyasa yapımcılar bu hisse senedi ile ilgili piyasada hiç satıcı olmasa bile eğer bir alıcı varsa bu hisse senedini satmalılar. Böyle durumlar ile örneğin bir hisse senedi için aşırı ve ani bir talep oluşur ve eğer elinde bu hisse senedini bulunduranların hiç birisi satmak istemez ise karşılaşılabilmektedir.

3.1.2.3. Açığa Satış İle İlgili Diğer Ülke Uygulamaları

Açığa satış ile ilgili ülke uygulamaları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 1 Açığa Satış İle İlgili Ülke Uygulamaları

Ülke	Açığa Satışa İzin Verilen Tarih	Menkul Kıymet Ödücüne İzin Verilen Tarih	Açığa Satışın Uygulanıp Uygulanmadığı
Arjantin	1999	1991	Hayır
Avustralya	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Avusturya	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Belçika	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Brezilya	1990'dan önce	1990'dan önce	Hayır
Kanada	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Chile	1999'da izin verildi	1999'da izin verildi	Hayır
Kolombiya	İzin verilmiyor	İzin verilmiyor	Hayır
Çek Cumhuriyeti	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Danimarka	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Finlandiya	1998'da izin verildi	1990'dan önce	Hayır
Fransa	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Almanya	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Yunanistan	İzin verilmiyor	İzin verilmiyor	Hayır
HongKong	1996'da izin verildi	1990'dan önce	Evet
Hindistan	1990'dan önce	1990'dan önce	Hayır
Endonezya	İzin verilmiyor	1996'da izin verildi	Hayır
İrlanda	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
İsrail	1990'dan önce	1990'dan önce	Hayır
İtalya	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Japonya	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Ürdün	İzin verilmiyor	İzin verilmiyor	Hayır
Lüksembourg	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Malezya	1995'de izin verildi;1997'de tekrar yasaklandı	1995'de izin verildi;1997'de tekrar yasaklandı	Evet
Meksika	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Hollanda	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Yeni Zelanda	1992'de izin verildi	İzin verilmiyor	Hayır
Norveç	1992'de izin verildi	1996'de izin verildi	Evet
Pakistan	İzin verilmiyor	İzin verilmiyor	Hayır
Peru	İzin verilmiyor	İzin verilmiyor	Hayır
Filipinler	1998'de izin verildi	1998'de izin verildi	Hayır
Polonya	2000'de izin verildi	1990'dan önce	Hayır
Portekiz	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Singapur	İzin verilmiyor	1990'dan önce	Evet
Slovak Cumhuriyeti	İzin verilmiyor	İzin verilmiyor	Hayır
Güney Afrika	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Güney Kore	İzin verilmiyor	1990'dan önce	Hayır
İspanya	1992'de izin verildi	1992'de izin verildi	Hayır
İsveç	1991'de izin verildi	1991'de izin verildi	Evet
İsviçre	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet
Tayvan	İzin verilmiyor	İzin verilmiyor	Hayır
Tayland	1997'de izin verildi	1999'da izin verildi	Evet
Türkiye	1990'dan önce	1996'da izin verildi	Hayır
İngiltere	1990'dan önce	1990'dan önce	Evet

Amerika Birleşik Devletleri	1990 'dan önce	1990 'dan önce	Evet
Venezüella	İzin verilmiyor	İzin verilmiyor	Hayır
Zimbambe	İzin verilmiyor	İzin verilmiyor	Hayır

Kaynak : Arturo Bris, William N. Goetzmann and Ning Zhu, “Short-Sales in Global Perspective”, Yale International Center For Finance (ICF) Working Paper No. 04-01, (December, 2003), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=486264, (Erişim: 07 Haziran 2008), (Çeviri).

Açığa satış kaynaklı olası risklere ve piyasalarda oluşabilecek düzensizliklere karşı uygulanmakta olan kontroller aşağıda sıralanmış olan üç ana konuya odaklanmıştır:²¹³

- Açığa satışa konu olabilecek hisse senetlerinin belirlenmesi
- Açığa satışın uygulanma yöntemi
- Açığa satış ile alakalı takas yükümlülükleri

Dünya genelinde açığa satış ile ilgili uygulamalar aşağıda karşılaştırılmıştır²¹⁴:

- Menkul kıymet piyasalarının düzenleyicileri açığa satışın potansiyel risklerinin farkında olarak açığa satışını yasal bir yatırım aktivitesi olarak ele almakta ve belli durumlar için belirlenmiş olan kısıtlamalar çerçevesinde açığa satışa izin vermektedirler. Bununla birlikte açığa satış işlemleri fiyat manipülasyonu veya kötü amaçlar için de kullanılabilir.
- Piyasaların çoğunluğunda açığa satış ile ilgili kısıtlamalar uygulanmamaktadır. Bazı piyasalarda ise belli hisse senetleri için açığa satışa izin verilmektedir.

²¹³ IOSCO, **Report On Transparency Of Short Selling**, s.9

²¹⁴ Secondary Market Advisory Committee of The Securities and Exchange Board of India (SEBI), **Discussion paper on Short Selling and Securities Lending and Borrowing**, <http://www.sebi.gov.in/commreport/rep40.pdf> , (Erişim: 07 Haziran 2008).

- İngiltere’de Financial Services Authority (FSA) açığa satışı yasal bir yatırım aktivitesi olarak görmekte ve piyasa etkinliğini arttırdığını düşünmektedir.
- ABD’nde SEC ilk olarak 1938 yılında kabul ettiği fiyat kuralını terk etmiştir. Regulation SHO uygulamasını bir yıllığına pilot proje olarak uygulamaya koymuştur.
- SEC açığa satış işlemlerinin çoğunluğunun yasal olmasına rağmen kötü amaçla uygulanan açığa satış işlemlerini yasal olmadığı görüşündedir.
- ABD’nde borsalarda işlemlerinin takasının gerçekleşememe olasılığı çok düşüktür. SEC tamamlanamamış takaslar için tolerans seviyesi olarak ardışık beş takası belirlemiştir ve ancak bundan sonra SHO kapsamında aksiyon almaktadır.
- Hong Kong, Kore, Japonya, Singapur gibi gelişmekte olan piyasalarda açığa satış belli hisse senetleri için, açığa satış işlemlerinin halka açık bir bilgi olması kapsamında ve düşen piyasalarda açığa satışı yasaklayan fiyat kuralları ile birlikte uygulanmaktadır.
- Bazı otoriteler açığa satışı belirli dönemlerde ve belirli aktiviteler ile birlikte yapılmasını engellemiştir ki bunlar; birleşme ve satın almalar, yeni halka arzlar, stratejik kararların açıklandığı esnalarda.

3.2. Türkiye’de Açığa Satış

Bu bölümde SPK düzenlemeleri ve İMKB Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme işlemleri incelenecektir.

3.2.1. Sermaye Piyasası Kurulu Düzenlemeleri

SPK’nın Seri:V, No:65 Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkındaki Tebliği ile sermaye piyasası araçlarının

kredili alım, açığa satış ve ödünç alma ve verme işlemleri ile bu faaliyeti yapacak olan kurumlara ilişkin ilke ve esaslar düzenlenmiştir.

Bu tebliğde açığa satış işlemi; sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını veya satışa ilişkin emrin verilmesini ifade eder. Satışa ilişkin takas yükümlülüğünün ödünç alınan sermaye piyasası araçları ile yerine getirilmesi de açığa satış sayılır.

Sermaye piyasası aracının satış emrinin verilmesi anından önce, satın alınmış veya sermaye piyasası aracının devri konusunda her iki tarafı da bağlayıcı sözleşme yapılmış olunmasına rağmen henüz teslimatın yapılmamış olması durumlarında satışı yapan kişinin söz konusu sermaye piyasası aracına sahip olduğu varsayılır. Müşteri tarafından verilen satım emrinin açığa satış olduğunun emrin verilmesi esnasında aracı kuruma yazılı olarak bildirilmesi zorunludur. Müşterilerden Seri: V, No: 6 sayılı "Aracılık Faaliyetinde Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ" kapsamında sözlü emir niteliğinde açığa satış emri kabul edilmesi durumunda, müşteri tarafından verilen satım emrinin açığa satış olduğunun emrin verilmesi esnasında aracı kuruma bildirilmesi gerekmektedir. Aracı kurumlar, sözlü emir niteliğinde açığa satış emri kabulü halinde, emirlerin açığa satış olduğunun, emir iletiminde kullanılan iletişim aracının niteliğine uygun bir şekilde bildirilmesi ve bu bildirimlerin saklanması hususunda gerekli önlemleri alır.

Satıma konu olan sermaye piyasası araçlarının satım emrinin verildiği an itibarı ile müşterinin aracı kurum nezdindeki hesabında bulunmaması veya söz konusu yükümlülüğün ilgili sermaye piyasası aracının ödünç alınması sureti ile yerine getirilmesi durumunda herhangi bir ilave bildirim ihtiyacı duyulmaksızın müşteri tarafından verilen satım emrinin bu Tebliğ hükümleri ve açığa satış işlemlerine ilişkin borsa işlem kuralları açısından açığa satış olduğu kabul edilir. Ancak müşterinin satışı yapılan sermaye piyasası aracını tevdi edebilecek durumda olduğunu ve satışa konu sermaye piyasası aracının takas tarihine kadar aracı kuruma iletileceğini yazılı veya herhangi bir iletişim aracı ile (faks, telefon, elektronik ortam ve benzeri) beyan etmesi durumunda işlem açığa satış işlemi sayılmaz. Müşteri söz konusu beyanın doğruluğundan sorumludur. Aracı kurum müşteri tarafından yapılan söz konusu beyanın

doğruluğunun araştırılmasından, gerekirse doğruluğunun teyit edilmesinden ve gerekli belgelerin temin edilerek saklanmasından sorumludur.

Satışı yapılan sermaye piyasası aracının tamamının veya bir kısmının takas süresi içinde tevdi edilmemesi veya söz konusu sermaye piyasası araçlarının takas tarihi itibarıyla müşterinin aracı kurum nezdindeki hesaplarında bulunmaması durumunda müşteriye temerrüt hükümleri uygulanarak en geç takas tarihini izleyen 2 iş günü içerisinde;

- Daha önce imzalanan alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesinde bu yönde hüküm bulunması ve satım emrinin yerine getirildiğinin müşteriye açıkça bildirilmiş olması şartı ile sermaye piyasası aracı yükümlülüğünü yerine getirmeyen müşteri namına satılan sermaye piyasası araçlarından elde edilen tutarın yükümlülüğe tekabül eden kısmı için piyasadaki ilgili sermaye piyasası aracının satın alınması,

veya

- İMKB Yönetmeliğinin 38 inci maddesinin veya genel hükümlerin uygulanması, suretiyle söz konusu temerrüdün tasfiye edilmesi veya tasfiyesi için gerekli işlemlere başlanması zorunludur. Ayrıca temerrüde düşen müşteri için Tebliğin 35 inci maddesi çerçevesinde İMKB'ye gerekli bildirim yapılır.

3.2.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri

Aracı kuruluşların, kredili menkul kıymet, açığa satış ve menkul kıymetlerin ödünç alma ve verme işlem esasları, 3794 sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22'nci maddesinin (L) bendi uyarınca SPK'nın 14.07.2003 tarih 25168 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri :V, No: 65 tebliği ile düzenlenmiştir.

3.2.2.1. Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemlerini Yapabilecek Kuruluşlar

Sermaye piyasası araçlarının kredili alım, açığa satış ve ödünç alma ve verme işlemlerine, sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık yetki belgesine sahip aracı kurumlar Kuruldan ayrıca izin almaksızın aracılık edebilirler.

Aracı kurumlar ilgili Tebliğde yer alan mekan, teknik donanım, personel ve muhasebe sistemi gibi şartları yerine getirdiklerini Kurula tevsik etmeleri şartı ile 30 iş günü içerisinde kendilerine aksi bildirilmedikçe Tebliğ kapsamına giren işlemleri yapabilirler.

Sermaye piyasası aracı ödünç alma ve verme işlemleri; aracı kurumlar, bankalar ve Takasbank tarafından Seri :V, No: 65 sayılı Tebliğde yer alan esaslar çerçevesinde Kuruldan ayrıca izin alınmaksızın gerçekleştirebilir. Sermaye piyasası aracı ödünç alma ve verme işlemleri için Takasbank bünyesinde oluşturulacak piyasaya kabul koşulları, işlem yapma kural ve biçimleri ile uygulanacak diğer hükümler Takasbank yönetim kurulunun önerisi üzerine Kurul onayı alınmak kaydıyla yönetmelikle belirlenir.

3.2.2.2. İşlem Konusu Menkul Kıymetler ve İşlem Sınırı

Borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarından, sermaye piyasası araçlarının kredili alım ve açığa satış işlemlerine konu olacaklar ilgili borsanın yetkili organları tarafından piyasa kapitalizasyonu, likidite, dolaşımda bulunan pay sayısı, işlem sıklığı ve bu gibi hususlar dikkate alınmak suretiyle bir veya birden fazla gruba ayrılarak listelere alınır, Kurul'a bildirilir ve Kurul'un onayını müteakip ilan edilir. Kurul gerekli gördüğü hallerde, bazı sermaye piyasası araçlarının listelerden çıkarılmasını ilgili borsanın yetkili organından isteyebilir.

Güncelleşme sonucunda listeden çıkarılan hisse senetleri, takip eden 3 aylık değerlendirme döneminin sonuna kadar “Geçici Listeler”de yer alacak, söz konusu hisse senetleri bu dönem boyunca gerçekleştirilecek yeni kredili menkul kıymet işlemleri ve açığa satış işlemlerine konu edilmeyecek ancak kredili işlemelerden doğan hesaplardaki

pozisyonlar, krediyi sağlayan banka/aracı kurumun veya müşterinin aksine bir talebi bulunmaması halinde, bu dönemin sonuna kadar korunabilecektir. Söz konusu üç aylık dönemi takip eden yeni değerleme döneminde, geçici listedeki hisse senetlerinin yeniden esas listelere alınmaması durumunda, bu hisse senetlerindeki kredili işlemlerden kaynaklanan pozisyonların doğrudan tasfiyesi gerekecektir. (2 Kasım 1998 tarih, 102 sayılı Genelge)

11 Haziran 2001 tarih ve 150 sayılı Genelge ile konu hakkında getirilen düzenleme sonucunda; “Kredili Menkul Kıymet İşlemlerine Konu Olan Menkul Kıymet Listesi” İMKB pazarlarında işlem görme şartlarını sağlayan tüm şirketlerin hisse senetlerinden oluşturulmaktadır.

“Açığa Satış İşlemlerine Konu Olan Menkul Kıymetler Listeleri” 1 Mart 2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere; Gözaltı Pazarı hariç tutularak İMKB Pazarları’nda işlem gören tüm hisse senetlerini ve borsa yatırım fonlarını kapsayacak şekilde yeniden belirlenmiştir.

Kurul gerekli gördüğü hallerde, bazı menkul kıymetlerin listelerden çıkarılmasını, ilgili Borsa'nın yetkili organından isteyebilmektedir.

İşlem sınırları ilgili tebliğ ile Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Genel ve Özel İşlem Sınırları olmak üzere iki bölüme ayrılarak ele alınmıştır. Buna göre:

Genel İşlem Sınırları:

Aracı kurumların belirli bir anda kullandıkları kredilerin toplam tutarı ile müşterileri ve/veya kendi hesaplarına açığa sattıkları hisse senetlerinin değerinin toplamı her faaliyet için ayrı hesaplanmak üzere içinde bulunulan aydan önceki üç ay için ay sonları itibariyle hesaplanan özsermayelerin ortalamasının iki katını geçemez. Ancak, ortalamaya dahil olan son aya ait özsermaye rakamının ortalamadan düşük olması durumunda, limit hesaplamalarında son üç aylık özsermaye rakamlarının ortalaması yerine son aya ait özsermaye rakamı dikkate alınır. Kurul'un aracı kurumların sermayelerine ve sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemelerinde yer alan sermayenin güçlendirilmesine ilişkin özel hükümler saklıdır.

Özel İşlem Sınırı:

Aracı kurumların bir müşteriye açacakları kredi tutarı, tebliğin 7 nci madde çerçevesinde hesaplanan ortalama özsermaye tutarının %10 (yüzde on)'unu aşamaz. Sürdürme teminatının kredili işlem süresince % 50 oranında ve üzerinde uygulanması kaydı ile aracı kurumların bir müşteriye açabilecekleri kredi tutarı iki katına kadar artırılabilir. Ancak bu hüküm Kurulun aracı kurumların sermayelerine ve sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemelerinde yer alan sermayenin güçlendirilmesine ilişkin özel hükümlerden yararlanan aracı kurumlar için uygulanmaz.

Kredi Hesabı

Aracı kurumlar sermaye piyasası araçlarının kredili alımı ve açığa satış işlemlerinde bulunacak gerçek veya tüzel kişiler adına "kredi hesabı" açmak zorundadırlar. Müşterilerin hem sermaye piyasası araçlarının kredili alımı hem de açığa satış işlemlerinin aynı anda olması halinde her iki işlem türü için de ayrı hesap açılır.

3.2.2.3. Açığa Satış İşlemleri

Açığa satış işlemi; sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını veya satışa ilişkin emrin verilmesini ifade eder. Satışa ilişkin takas yükümlülüğünün ödünç alınan sermaye piyasası araçları ile yerine getirilmesi de açığa satış sayılır.

Sermaye piyasası aracının satış emrinin verilmesi anından önce, satın alınmış veya sermaye piyasası aracının devri konusunda her iki tarafı da bağlayıcı sözleşme yapılmış olunmasına rağmen henüz teslimatın yapılmamış olması durumlarında satışı yapan kişinin söz konusu sermaye piyasası aracına sahip olduğu varsayılır. Müşteri tarafından verilen satım emrinin açığa satış olduğunun emrin verilmesi esnasında aracı kuruma yazılı olarak bildirilmesi zorunludur.

Satıma konu olan sermaye piyasası araçlarının satım emrinin verildiği an itibarı ile müşterinin aracı kurum nezdindeki hesabında bulunmaması veya söz konusu yükümlülüğün ilgili sermaye piyasası aracının ödünç alınması sureti ile yerine getirilmesi durumunda herhangi bir ilave bildirim ihtiyacı duyulmaksızın müşteri

tarafından verilen satım emrinin Tebliğ hükümleri ve açığa satış işlemlerine ilişkin borsa işlem kuralları açısından açığa satış olduğu kabul edilir.

Ancak müşterinin satışı yapılan sermaye piyasası aracını tevdi edebilecek durumda olduğunu ve satışa konu sermaye piyasası aracının takas tarihine kadar aracı kuruma iletileceğini yazılı veya herhangi bir iletişim aracı ile (faks, telefon, elektronik ortam ve benzeri) beyan etmesi durumunda işlem açığa satış işlemi sayılmaz. Müşteri söz konusu beyanın doğruluğundan sorumludur. Aracı kurum müşteri tarafından yapılan söz konusu beyanın doğruluğunun araştırılmasından, gerekirse doğruluğunun teyit edilmesinden ve gerekli belgelerin temin edilerek saklanmasından sorumludur.

Açığa Satış İşlemlerinde Özkaynak Ve Özkaynağın Korunması:

Açığa satış işlemlerinde özkaynak; işleme konu kıymetlerin Tebliğin 13 üncü maddenin birinci fıkrasındaki esaslara göre belirlenen cari değerleri ile açığa satışı elde edilen hasılatın toplanması suretiyle hesaplanır.

Müşteri açığa satış işleminde başlangıçta asgari %50 oranında özkaynak yatırmak zorundadır. Başlangıçtaki özkaynak, açığa satılacak menkul kıymetlerin cari piyasa değeri kadar nakit veya menkul kıymetin peşin olarak yatırılmasını ifade eder. Açığa satış işlemlerinin devamı süresince özkaynak oranının %35 olması zorunludur.

Özkaynak oranının hesaplanmasında;

[(İşleme konu kıymetlerin cari piyasa değeri-açığa satışa konu sermaye piyasası aracının piyasa değeri)/işleme konu kıymetlerin cari piyasa değeri] formülü kullanılır.

Açığa Satış Emrinin Bildirilmesi

Müşteri tarafından açığa satış emri olduğu yazılı olarak bildirilen emirlerin alınması veya aracı kurum tarafından bir işlemin açığa satış olduğunun tespit edilmesi yahut aracı kurumun kendi hesabına açığa satış işlemi gerçekleştirecek olması durumunda, aracı kurum emri Borsaya iletirken emrin açığa satış emri olduğunu açıkça belirtir.

Müşteri tarafından açığa satış emri olduğu aracı kuruma yazılı olarak bildirilen ancak aracı kurum tarafından Borsa'ya açığa satış emri olduğu bildirilmeyen ve/veya aracı kurum tarafından açığa satış niteliğinde olduğu tespit edilen ancak aracı kurum tarafından Borsa'ya açığa satış olduğu bildirilmeyen emirlerden dolayı cezai sorumluluk aracı kuruma aittir.

Müşteri ve aracı kurum, yapmakla yükümlü oldukları her bir açığa satış bildiriminden dolayı ayrı ayrı olarak Tebliğ hükümlerine aykırılıktan sorumludurlar.

İşlemlerde Fiyat Sınırı

Aracı kurumun müşteri adına veya kendi hesabına açığa satış işlemi gerçekleştirmesi durumunda açığa satış işlemi, açığa satışı konu olacak sermaye piyasası aracının en son gerçekleşen işlem fiyatından daha yüksek bir fiyat üzerinden yapılır.

Ancak, en son gerçekleşen fiyatın bir önceki fiyattan daha yüksek olması halinde açığa satış işlemi en son gerçekleşen fiyat düzeyinden yapılabilir.

Seans açılışında, en son gerçekleşen fiyat bir önceki seansın kapanış fiyatıdır.

Açığa Satış İşlemi Yapma Yasağı:

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 yapmaları yasaktır.

3.2.2.4. Sermaye Piyasası Ödünç Alma ve Verme İşlemleri

Sermaye piyasası aracı ödünç alma ve verme işlemi, ilgili çerçeve sözleşmede belirlenen esaslar dahilinde, ödünç veren tarafından ödünç alan tarafa, belirli bir dönem için sermaye piyasası araçlarının verilmesi ve aynı cins sermaye piyasası aracının mislen geri alınmasını ifade eder.

Aracı kurumlar, kendi nam ve hesaplarına tuttıkları sermaye piyasası araçları ile müşteriler veya portföy bulunduran diğer kişi ve kurumlar tarafından yetki verilmiş olması şartıyla, müşterilerin veya portföy bulunduran diğer kişi ve kurumların hesaplarında bulunan sermaye piyasası araçlarını her ödünç verme işleminden önce müşterinin yazılı veya herhangi bir iletişim aracı ile (faks, telefon, elektronik ortam ve benzeri) talimatını alarak başka kişi ve kuruluşlara ödünç verebilirler.

Ödünç Alınan Menkul Kıymetlerden Doğan Hakların Kullanımı

Ödünç alınan sermaye piyasası araçlarının ödünç verene tesliminden önce, ihraççı ortaklık tarafından temettü veya faiz ödenmesi durumunda, söz konusu ödemeler ödünç alan tarafından ödünç veren tarafa sermaye piyasası araçları ödünç alma ve verme işlemi çerçeve sözleşmesi hükümleri dahilinde ödenmek zorundadır.

Ödünç alınan hisse senetlerinin ödünç verene tesliminden önce, ihraççı ortaklığın sermaye artırımını sonucu yeni pay ve bedelsiz pay alma hakkı kullanımı söz konusu olduğunda, tarafların yükümlülükleri sermaye piyasası araçları ödünç alma ve verme işlemi çerçeve sözleşmesi hükümleri dahilinde serbestçe belirlenir.

Ödünç alan aracı kurum tarafından verilen özkaynak tutarı ile ödünç alınan sermaye piyasası araçlarının cari değeri arasındaki fark Tebliğin 4 nolu ekinde yer alan ödünç alınan menkul kıymetler izleme formu ile izlenir.

Ödünç Alınan Sermaye Piyasası Araçları Karşılığında Özkaynak Verilmesi:

Ödünç alan, ödünç aldığı sermaye piyasası araçları karşılığında, ödünç veren tarafa ödünç alınan sermaye piyasası araçlarının cari değerinin %100'ünden az olmamak kaydıyla, aralarında serbestçe belirlenecek tutarda özkaynak verir.

Verilecek özkaynağın, Tebliğin 12 nci maddede belirlenen özkaynak olarak kabul edilebilecek kıymetlerden oluşması gereklidir. Ancak, DİBS piyasa yapıcıları tarafından gerçekleştirilecek ödünç alma ve verme işlemlerinde, özkaynak olarak kabul

edilecek kıymetler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Hazine Müsteşarlığının görüşü alınarak ilgili Borsa tarafından belirlenir.

Özkaynak tutarı ile ödünç verilen sermaye piyasası araçlarının cari değeri arasındaki fark ödünç veren adına ilgili aracı kurum tarafından günlük olarak Tebliğin 5 nolu ekinde yer alan ödünç verilen menkul kıymetler izleme formu düzenlenerek takip edilir. Özkaynak tutarı, sermaye piyasası araçlarının cari değerinin %100'ünün altına düştüğü takdirde, ödünç alan tarafa aynı gün içinde en seri haberleşme aracı ile yazılı olarak özkaynak tamamlama bildiriminde bulunulur. Ancak ödünç alan tarafın aracı kurum, ödünç veren tarafın ise aracı kurumun kendi müşterisi olması durumunda bildirimde gerek olmaksızın aracı kurumun özkaynak tutarını başlangıç seviyesine tamamlaması gerekir.

Ödünç İşleminin Sona Ermesi ve Muacceliyeti

Ödünç alma ve verme işleminden doğan borç aşağıdaki hallerde muaccel hale gelir.

- Aracı kurum tarafından yapılan özkaynak tamamlama bildirimine rağmen müşterinin özkaynağı tamamlamaması,
- Sermaye piyasası araçları ödünç alma ve verme işlemi çerçeve sözleşmesi ile belirlenen ödünç alma ve verme işlemi süresinin sona ermesi,
- Açığa satışı yapılan sermaye piyasası araçlarının ilgili listeden çıkarılması.

Muaccel hale gelen borç karşılığında, sözleşmede hüküm bulunması kaydıyla, özkaynak olarak yatırılan kıymetler nakde dönüştürülmek sureti ile tasfiye edilebileceği gibi, aracı kurumun hesabına geçirilebilir. Bu durumda söz konusu kıymetler 13 üncü maddede yer alan değerlendirme hükümleri çerçevesinde değerlendirilir.

Ödünç alma ve verme işlemlerinden doğan borcun muaccel hale gelmesi durumunda bu Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde sermaye piyasası araçları ödünç alma ve verme işlemi çerçeve sözleşmesi ve genel hükümleri uygulanır.

3.2.2.5. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) Kredili Menkul Kıymet ve Açığa Satış İşlemleri Süreci

Aracı Kurumlar Borsa'ya başvurarak Bilgisayarlı Alım Satım Sistemi'nde kendilerine bu yetkinin verilmesini sağlarlar. Söz konusu başvuru Üye İşleri Müdürlüğü'ne yapılacaktır. Açığa satış işlemleriyle ilgili olarak sadece Hisse Senetleri Piyasası'nda hali hazırda geçerli olan limitler uygulanacaktır.

Kredili Menkul Kıymet İşlemleri ve Açığa Satış İşlemlerini Konu Alan Menkul Kıymet Listeleri

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: V, No: 18 sayılı Tebliği'nin 5. maddesi çerçevesinde, "Kredili Menkul Kıymet İşlemlerine Konu Olan Menkul Kıymet Listesi" İMKB pazarlarında işlem görme şartlarını sağlayan tüm şirketlerin hisse senetlerinden oluşturulmaktadır (11.06.2001 tarih ve 150 sayılı Genelge).

Menkul kıymet listeleri başlangıç tarihinden bir yıl geriye dönük veriler esas alınarak hazırlanacak ve üç ay için geçerli olacaktır. Menkul kıymet listelerinin geçerli olduğu dönemler; Ocak-Mart, Nisan-Haziran, Temmuz-Eylül, Ekim-Aralık olarak belirlenmiştir. Menkul kıymet listeleri yürürlüğe gireceği dönem başlangıcından 15 gün önce Borsa Bülteni'nde ilan edilecektir.

Fiyat Sınırı

Açığa satış işlemi, açığa satışı konu olan menkul kıymetin en son gerçekleşen fiyatının bir önceki fiyattan daha yüksek olması halinde açığa satış işlemi en son gerçekleşen fiyat düzeyinden yapılabilir.

Seansın açılışında, en son gerçekleşen fiyat bir önceki seansın kapanış fiyatıdır ve açığa satış emri bu fiyatın bir adım üzerinden verilebilir. Baz fiyat serbest veya değiştirilmiş ise açığa satış emri işlem gerçekleştikten sonra verilebilir. Sistem fiyat

sınırı ile ilgili kontrolleri yapacak, söz konusu düzenlemeye uymayan emir girişleri yapılamayacaktır.

Emir Girişi

Açığa satış emri girmek isteyen üye, normal emir girişinde kullandığı "Sat" tuşu yerine "Açığa Satış" tuşuna basarak emrini girecektir. Açığa satış işlemlerine ilişkin Özel Emir ve Tarihli Emir verilemez.

Açığa Satış İşlemlerinin Bültende İlanı

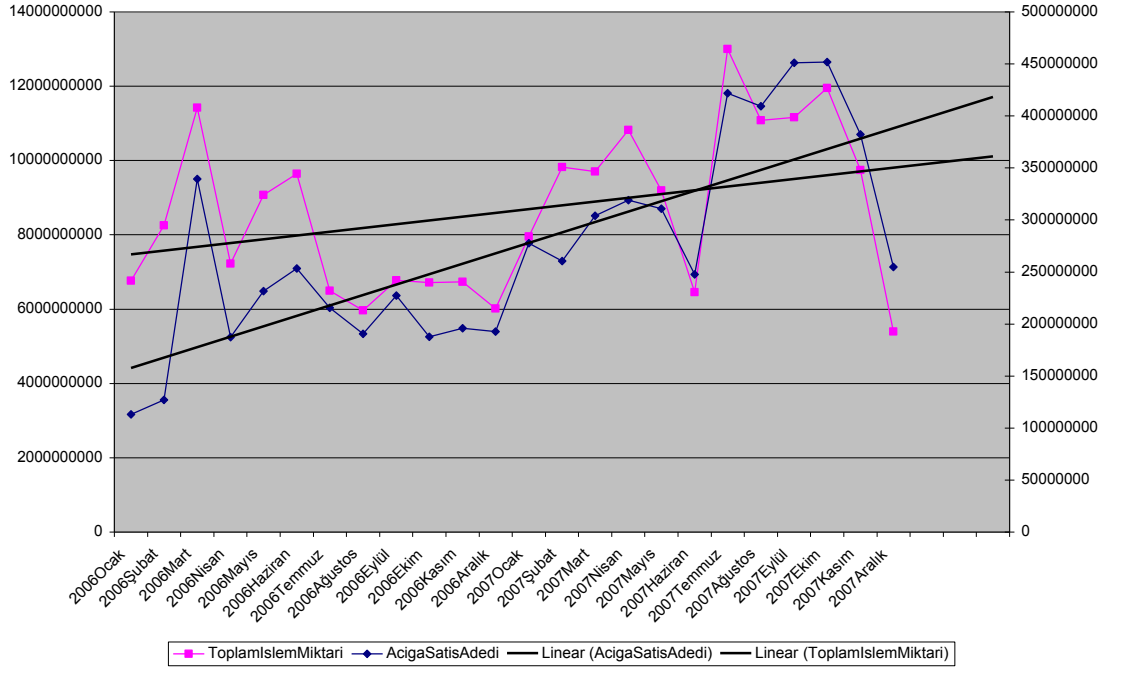
Açığa satış işlemleri Bültende hisse bazında, her fiyat seviyesinde miktar ve sözleşme adedi belirtilerek ilan edilecektir.

Müşterilerin özkaynak tamamlama ve/veya takas yükümlülüğünü yerine getirmemesine ilişkin bildirim:

SPK düzenlemeleri uyarınca: Üç ay içerisinde iki defadan daha fazla nakit ve sermaye piyasası aracı takas yükümlülüğünü ve/veya özkaynak tamamlama yükümlülüğünü yerine getirmeyen müşteriler ilgili aracı kurum tarafından 2 iş günü içerisinde Borsaya bildirilir ve söz konusu müşterilerin kimlik bilgileri Borsa tarafından ilan edilir. Ancak temerrüt tarihi itibarıyla 10.000 Yeni Türk lirası ve altında kalan tutarlar veya müşterinin net varlığının %5 ini geçmeyen tutarlar Borsaya bildirilmeyebilir.

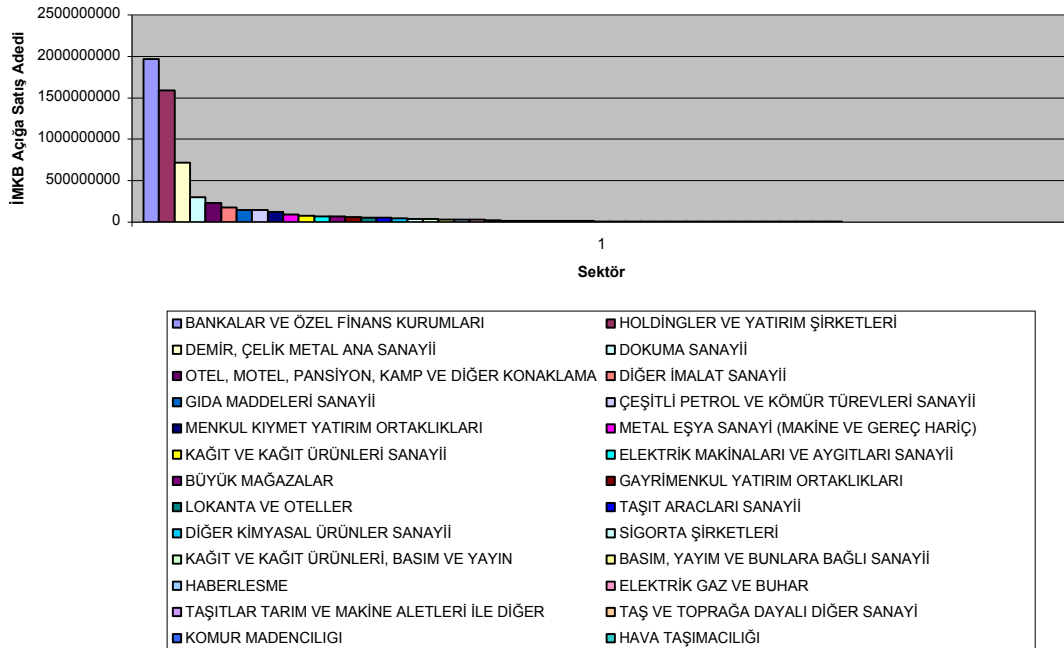
3.2.3. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) yapılan Açığa Satış İşlemlerinin Analizi

Aşağıda Şekil 10 da yer alan grafikte 2006-2007 tarih aralığında İMKB’de gerçekleşen toplam işlem miktarı ve toplam açığa satış miktarlarının yükseliş trendi gösterdiği izlenmektedir. Şekil 11 de 2006-2007 aralığı için İMKB’de yapılan açığa satış işlemlerinin sektör bazında dağılımına bakıldığında ilk sıraları sırası ile, bankacılık ve özel finans kurumları, holdingler ve yatırım şirketleri, demir, çelik, metal ana sanayi sektörlerine ait hisse senetlerinin aldığı görülmektedir.



Şekil 10 : İMKB Hisse Senedi Piyasası Açığa Satış İşlem Miktarları ve Toplam İşlem Miktarları (2006-2007)

Kaynak : İMKB Açığa Satış Verileri



Şekil 11 : İMKB Hisse Senedi Piyasası Açığa Satış İşlem Miktarlarının Sektör Bazında Dağılımı (2006-2007)

Kaynak : İMKB Açığa Satış Verileri

3.3. Yurt Dışı Menkul Kıymet Ödünç Uygulamaları

Menkul kıymet ödünç işlemi belli bir ücret karşılığında menkul kıymetlerin sahipliğinin geçici süreliğine ödünç verenden ödünç alana geçmesine, ödünç alanın ödünç veren tarafından talep edilmesi durumunda veya mutabık kalınmış olan sürenin sonunda yani vade sonunda menkul kıymetlerin geri getirilmesine dayalı piyasa uygulamasını ifade etmektedir. Ödünç alan ödünç verenin kredi riskine karşı korunması için işlemi nakit veya diğer menkul kıymetler ile teminatlandırmaktadır. Kanunen ödünç işlemi ödünç alınan menkul kıymet kadarını geri getirme taahhüdü karşılığında sahipliğin geçici süreliğine transferini ifade etmektedir.

Menkul kıymet ödünç işlemlerini doğasından kaynaklanan birtakım sonuçlar aşağıda listelenmiştir²¹⁵.

- Ödünce ve teminatlara konu sahiplik taraflar arasında yer değiştirir. Böylece bu menkul kıymetler direk satılabilirler.
- Menkul kıymetlerin yeni sahipleri birtakım haklara sahiptir. Örneğin bunları başka birine satma, ödünç verme ve yıllık olağan toplantılarda (AGM) oy kullanma.
- Ödünç alan ödünce konu menkul kıymetlerin ekonomik getirilerinden faydalanma haklarına sahiptir örneğin temettü getirileri ancak ödünç veren ile yapılan anlaşma gereği eşit miktardaki ödemeleri ödünç verene iade etme yükümlülüğü bulunmaktadır.
- Ödünç veren menkul kıymetlere sahip değildir ve oy kullanma hakkı yoktur. Fakat yine de menkul kıymetin fiyatında oluşacak dalgalanmalara maruzdur, çünkü ödünç alan önceden belirlenmiş olan fiyatta onu geri getirecektir. Ödünç verenler oy kullanmak istediklerinde ödünçleri geri çağırma hakkına sahiptir. Bununla birlikte özellikle hissedarların oy hakkını etkilemek amacı ile ödünç alınması kabul edilebilir bir piyasa uygulaması değildir.

²¹⁵ Frank J. Fabozzi, Steven V. Mann, **Securities Finance**, USA: John Wiley & Sons, Inc, 2005, s. 4.

3.3.1. Menkul Kıymet Ödünç Piyasalarına Genel Bir Bakış

Menkul kıymet kredileri diğer menkul kıymetler ile veya nakit ile teminatlandırılırlar. Ödünç verenlerin menkul kıymetleri teminat olarak alması durumunda ödünç alanlar belli bir ücret veya komisyon öderler. Ters durumda yani ödünç verilere nakit teminat verilmesi durumunda, onlar ödünç alana piyasa faiz oranlarının altında bir faiz öderler ki böylece onlar bu nakdi tekrar piyasada değerlendirerek bir gelir elde ederler. Fiyat taraflar arasında pazarlık sonucu oluşur, menkul kıymetlerin arz ve talebine göre, teminatların esnekliğine göre, ödünç verenin menkul kıymeti vadesinden önce geri çağırma olasılığına göre değişebilir.

Menkul kıymet ödünç işlemleri gibi, repo ve buy-sell back işlemleri de nakde karşı menkul kıymetlerin geçici süreliğine el değiştirmesi amacı ile kullanılmaktadırlar. Genelde menkul kıymet ödünç işlemleri belirli menkul kıymetleri ödünç almak için kullanılırken repo ve buy-sell back nakit ödünç almak için kullanılmaktadırlar. Fakat bu sınırlar net değildir. Örneğin nakit teminatın yeniden değerlendirilmek üzere yatırılması menkul kıymet ödünç işlemlerinin en önemli bölümlerinden biridir. Özellikle ABD’nde yeniden yatırım fırsatları menkul kıymet ödünç işlemlerini tetikleyen olaydır²¹⁶.

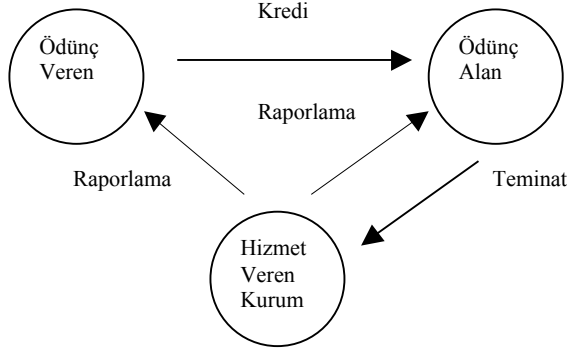
1- Menkul Kıymetin Doğrudan Borç Verilmesi

Şekil 12 de gösterildiği şekilde menkul kıymetin sahibi olan kişi/kuruluşun bir sözleşme ile belirlenmiş şartlarla ve daha sonraki bir tarihte geri almak üzere ödünç almak isteyen kişi/kuruluşa ödünç vermesidir. Ödünç alan kişi/kuruluşların ödünç aldıkları menkul kıymetleri vadesinde ödünç veren tarafa iade etmesini sağlamak amacıyla bir teminatlandırma sistemi geliştirilmiştir. İşlem teminatları nakit, menkul kıymet veya teminat mektubu olarak ödünç alan tarafından ödünç verene tevdi edilmektedir. Ödünç işleminin vade bitiminde veya sözleşmede yazılı belirli bir tarihte, ödünç alan taraf ödünç veren tarafa komisyon ödemesinde bulunmaktadır.

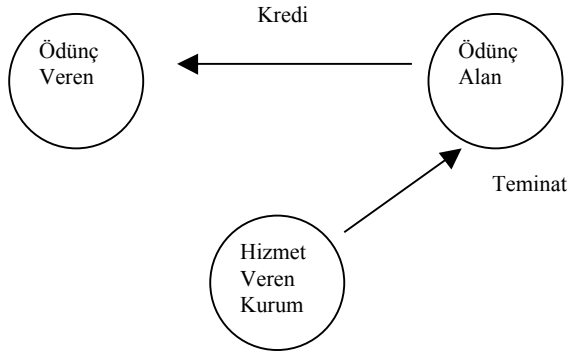
²¹⁶ Mark C. Faulkner, **An Introduction to Securities Lending**, Third Edition, UK: Spitalfields Advisors Limited, 2006, s. 9.

Aşağıdaki iki şekilde diğer menkul kıymetler veya varlıklar ile teminatlandırılmış bir ödünç işlemi gösterilmektedir²¹⁷.

a- Kredinin başlatılması



b- Kredinin sona ermesi



Şekil 12 : Menkul Kıymetler İle Teminatlandırılmış Bir Ödünç İşlemi

Kaynak : Mark C. Faulkner, An Introduction to Securities Lending, Third Edition, UK: Spitalfields Advisors Limited, 2006, s. 9.

Nakit olmayan teminat tipleri aşağıda listelenmiştir :

- G7, G10 veya G7 ye dahil olmayan devletler tarafından çıkarılmış devlet tahvilleri

²¹⁷ Faulkner, s. 9.

- Özel sektör tahvilleri
- Dönüştürülebilir tahviller
- Farklı endeks gruplarına ait hisse senetleri
- Kredibilitesi olan bankalardan alınmış teminat mektupları
- Mevduat sertifikaları
- Warrants
- Diğer para piyasası enstrümanları

Kabul edilebilir teminat ve aşağıda listelenmiş olan faktörler taraflar arasında belirlenir :

- Ulusal limitler

Teminat olarak kabul edilecek varlığın gerçek değeri

- Başlangıç marj oranı
- Sürdürme marj oranı
- Yoğunluk limitleri

Herhangi bir konu ile ilgili kabul edilebilir maksimum oran örneğin günlük işlem hacminin %5 i gibi.

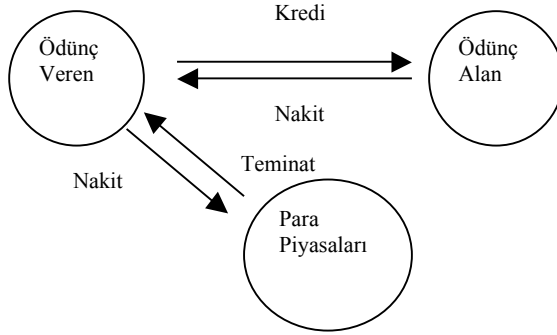
Aynı ihraççıdan kabul edilebilecek teminat havuzunun maksimum oranı örneğin teminat mektubu, mevduat sertifikası, tahvilden oluşan teminatların tümü aynı kuruma ait olabilir.

Yukarıdaki şekilde hizmet veren kurum tarafından teminatlar muhafaza edilmektedir. Saklamacı banka veya uluslararası merkezi saklama kurumu gibi özel kurumlar sadece seçilmiş kabul edilebilir teminatları ödünç alandan alacaktır ve bunları

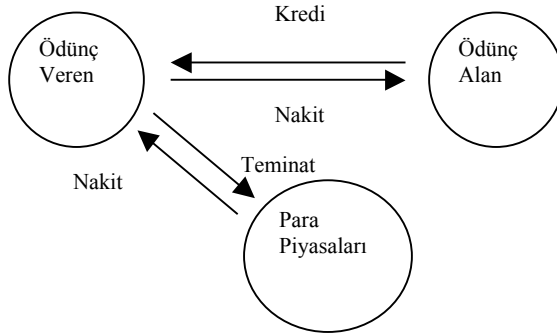
ödünç verenin talimatı doğrultusunda ayrı bir hesapta tutacaktır. Ödünç alan burada kuruma bir ücret ödemektedir.

Aşağıdaki iki şekilde nakit ile teminatlandırılmış ödünç işlemleri gösterilmektedir²¹⁸.

a- Kredinin başlatılması



b- Kredinin sona ermesi



Şekil 13 : Nakit İle Teminatlandırılmış Bir Ödünç İşlemi

Kaynak : Mark C. Faulkner, An Introduction to Securities Lending, Third Edition, UK: Spitalfields Advisors Limited, 2006, s. 16.

²¹⁸ Faulkner, s. 16.

Nakit ile teminatlandırılmış bir ödünç işlemi ise Şekil 13 de gösterildiği şekilde, menkul kıymetin sahibi olan kişi/kuruluşun bir sözleşme ile belirlenmiş şartlarla ve daha sonraki bir tarihte geri almak üzere ödünç almak isteyen kişi/kuruluşa ödünç vermesi, karşılığında ise nakit teminat almasıdır. Ödünç veren bu nakit teminatı para piyasasında değerlendirmekte ve bir getiri elde etmektedir. Nakit teminat içeren menkul kıymet ödünç işlemlerindeki gelir nakit teminat içermeyen menkul kıymet işlemlerindeki getiriden farklıdır. Ödünç veren açısından ödenen ve elde edilen faiz oranları arasındaki fark getiriye oluşturmaktadır.

Nakit teminat özellikle ABD’nde yıllardır menkul kıymet ödünç işlemlerinin en önemli parçasıdır. İki farklı aktivite arasındaki çizgi:

- Menkul kıymet ödünçü ve
- Nakdin yeniden değerlendirilmesi

net değildir ve pek çok Amerikan yatırım kuruluşları için eş anlam ifade etmektedir. ABD dışında bu pek yaygın değildir ancak saklama işinin konsolidasyonu ve Amerikan saklamacı bankalarının piyasalardaki önemli rolünden dolayı daha yaygın hale gelmektedir. Bununla ilgili olarak birbirine geçmiş olan bu aktivitelerdeki risk profilleri önem arz etmektedir.

2- Repo

Satma ve geri alma veya repo menkul kıymetleri elinde tutan tarafın nakit karşılığında bu kıymetleri karşı tarafa satması ve gelecekteki bir tarihte önceden belirlenmiş olan fiyattan aynı kıymetleri geri alacağını taahhüt etmesidir. Ödünç alan ve ödünç veren ifadelerinin yerine alan ve satan ifadeleri terminolojide kullanılmaktadır. Repolar The Bond Market Association (TBMA) / ISMA Global Master Repurchase Agreement (GMRA) tarafından yönetilmektedir. Repolar iki temel sebepten dolayı yapılmaktadır: belirli menkul kıymetlerin transferini taraflar arasında gerçekleştirmek veya teminatlandırılmış nakit kredileri kolaylaştırmak veya işlemleri fonlamak²¹⁹.

²¹⁹ Faulkner, s. 17.

Bono veya tahvil ödünçü ve finansmanı (bond) repolar ile yapılmaktadır ve hisse senedi repo piyasası da gelişmektedir. Repo işleminin başlangıcında menkul kıymetler piyasa fiyatı üzerinden değerlendirilir ve satılır. Vade sonunda menkul kıymetler daha önce belirlenmiş fiyattan yani orijinal satış fiyatı artı daha önce belirlenmiş olan faiz oranı yani repo oranından tekrar satılır. Menkul kıymetlere dayalı işlemlerde repo oranı para piyasalarında geçerli oran orandan daha düşüktür ki böylece ödünç alan taraf bu nakdi para piyasalarında değerlendirerek bir getiri elde edebilsin. Nakde dayalı işlemlerde, yeniden satın alma fiyatı para piyasalarındaki oranlara yakındır, çünkü bu tip işlemler menkul kıymet spesifik olma yerine finansman amaçlı yapılan işlemlerdir.

Reponun en belirgin özelliği hem nakit hem de menkul kıymet elde etmek için kullanılmasıdır. Bu nedenle repo piyasası birbirini tamamlayan iki piyasa kesimini kapsıyor olarak görülebilir; farklı piyasa oyuncularının faaliyet gösterdiği menkul kıymetlere dayalı kesim ile nakde dayalı kesim²²⁰.

Nakde dayalı kesimde işlemler, nakit ödünç almak veya vermek isteyen bir tarafın girişimiyle başlamakta ve menkul kıymetler teminat görevi görmektedir. Bu durumda repo işlemlerinin statüsünü teminatlı kredi olarak göstermek üzere repo oranı bankalar arası faiz oranına yakın veya çok az altında olmaktadır. Talep edilen aktifin nakit olması durumunda değişime konu menkul kıymetlerin özellikleri ikinci derecede önem taşımakta ve işlemler genellikle “genel teminat” karşılığında yapılmaktadır. Genel teminatlı repo işlemlerinde tüm menkul kıymetler kredi çeşidi ve kalitesi ile belirlenmiş bir teminat grubunda yer almaktadır²²¹.

Menkul kıymete dayalı kesimde ise işlemler fiilen teminat görevi gören nakit ile özel bir menkul kıymeti ödünç vermek veya ödünç almak isteyen tarafın isteği ile başlamaktadır. Bu kesimde çoğunlukla yüksek talep gören özel menkul kıymetler işlem görmektedir. Bunlar özellikle aranan menkul kıymetler olmakla birlikte repo oranı genel teminatlı repo oranı ve bankalar arası faiz oranından daha düşüktür ve “özel menkul

²²⁰ Avrupa Merkez Bankası, “Euro Alanında Repo Piyasasının Özellikleri”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 44 (2003), s. 72.

²²¹ Avrupa Merkez Bankası, “Euro Alanında Repo Piyasasının Özellikleri”, s. 72.

kıymetler” (specials) olarak adlandırılmaktadır. Özel olmaları, menkul kıymetin kalıcı değil geçici bir özelliğidir²²².

Menkul kıymete dayalı repo kesiminde nakit ödünç verenlerin (menkul kıymet alıcısı) davranışı özel bir menkul kıymet elde etmek istemesine bağlıdır; örneğin bir menkul kıymette kısa pozisyon almak, bir mutabakatı sonuçlandırmak için gerekli menkul kıymeti sağlamak veya vadeli bir sözleşme gereği gerekli menkul kıymeti teslim etmek amacıyla hareket ederler. İşlemin diğer tarafında ise menkul kıymet karşılığı nakit ödünç alan taraf ya uzun dönemli pozisyonunu nakde çevirmek veya menkul kıymetlerini repo ile ödünç vermek veya marjinal bir gelir elde etmek amacıyla elde ettiği nakdi daha yüksek bir faizle (örneğin teminatsız bankalar arası piyasa veya teminatsız repo oranlarında) yeniden yatırım için kullanmak istemektedir. Özel menkul kıymetlerin ödünç verilmesi menkul kıymet portföylerinin optimizasyonu için kullanılan bir tekniktir.

Ekonomik anlamda bir repo işlemi menkul kıymetlerin teminat olarak gösterildiği nakit kredi gibi değerlendirilebilir. Teminatsız nakit krediden farklı olarak bir repo işleminde ödünç alan tarafından kreditöre, genel olarak menkul kıymet olmak üzere, bir maddi teminat verilmektedir. İşlemin sonunda teminat ödünç alana geri iade edilir. Bu teminatın temel fonksiyonu ödediği nakit karşılığında kreditöre bir güvence sağlamasıdır. Menkul kıymetler teminat olarak kullanılmakta ve alınan nakit tutarın geri ödenmemesi durumunda piyasalarda satış imkanı bulunmaktadır. Ne var ki söz konusu teminatın etkin olarak kullanılabilmesi için teminat olarak verilen menkul kıymetin piyasa değerinin en azından ödünç verilen nakit karşılığı ve işlem dolayısıyla kazanılacak faiz getirisi toplamına eşit olması gerekmektedir. Ancak teminatın piyasa değerinde olabilecek ters yönlü değişimler dikkate alınmalıdır. Bu nedenle kredi verilirken teminat olarak alınan menkul kıymetin nakit karşılığı ödünç verilen kredi miktarından daha fazladır. İskonto olarak adlandırılan belli bir oranın düşülmesinden sonra teminat değeri en azından nakit karşılığına eşit olmalıdır²²³.

²²² Avrupa Merkez Bankası, “Euro Alanında Repo Piyasasının Özellikleri”, s. 72.

²²³ Avrupa Merkez Bankası, “Euro Alanında Repo Piyasasının Özellikleri”, s. 72.

Diğer açıdan bakıldığında ise repo, satış/geri-alım anlaşmasının yasal yapısı nedeniyle, teminatlı nakit krediden farklıdır. Nakit ödünç alan (menkul kıymet teminatı veren) “satıcı”, nakit ödünç veren ise “alıcı” olarak adlandırılmaktadır. Satıcı tarafında işlem repo; menkul kıymet satışı ve geri-alımı, alıcı tarafında ise işlem ters repo; menkul kıymet alımı ve geri-satışıdır²²⁴.

Uluslararası para piyasalarında gerçekleştirilen repo işlemleri genelde; “iki taraf arasında nakit karşılığı gerçekleştirilen, GMRA 2000 benzeri çerçevede bir anlaşma metni ile sözleştilen ve teminat olarak rehnedilen kıymetin yasal haklarının nakit ödünç veren tarafa devredilmesine olanak veren bir para piyasası işlemi” olarak değerlendirilmektedir. Repo işlemlerindeki marjin uygulamaları, nakit ödünç veren tarafın maruz kalabileceği kredi riskinden dinamik bir şekilde korunmasını sağlamaktadır. İlaveten, repo işlemlerinin otomatik bir programa tabi kalınmadan iki kuruluş nezdinde rahat bir şekilde gerçekleştirilebilmesi olanağı ve uluslararası repo piyasalarında gerçekleştirilen repo işlemlerine konu olan anlaşmaların GMRA 2000 anlaşma metni ile standardize edilmesi, bu menkul kıymet borç işlem türünün diğer menkul kıymet borç işlem türlerinden daha fazla tercih edilmesine neden olmaktadır. Repo işlemlerinin kullanım amaçlarının diğer menkul kıymet işlem türlerinden daha fazla olması, iki taraflı işlemlere olanak sağlaması ve repo işlemlerine konu olan anlaşmaların standart olması nedenlerinden ötürü, Merkez Bankalarının döviz rezerv yönetim etkinliklerine en fazla katkıda bulunacak menkul kıymet borç verme işlemi olduğu düşünülmektedir²²⁵.

3- Sell /Buy Back (Satım/Geri Alım) Veya Buy/Sell Back (Alım/Geri satım) İşlemleri

Alma ve satma ekonomik anlamda repo ya benzemektedir. Ödünç menkul kıymet işlemlerinin değişik bir türüdür. Bu türde de, repo işlemine benzer şekilde satım ve geri alım işlemi taraflar arasındaki sözleşme uyarınca gerçekleştirilmektedir. Bu işlemlerde işlem günündeki satış fiyatı ile vade sonundaki geri alım fiyatı işlem anında belirlenmektedir. Repo işlemleriyle arasındaki en büyük fark, repo işlemlerinde bir faiz

²²⁴ Avrupa Merkez Bankası, “Euro Alanında Repo Piyasasının Özellikleri”, s. 72.

²²⁵ Volkan Arslan, **Teminat Karşılığı Menkul Kıymet Borç İşlemlerinden Repo'nun Merkez Bankaları Döviz Rezerv Yönetimindeki Yeri**, Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2005, s. 28.

oranı söz konusu iken burada vade tarihindeki geri alım tutarı işlem anında belirlenmektedir. İşlem gününde yapılan kontratlarda yazılı olan şartlar bu işlemin dayanağını oluşturmaktadır²²⁶.

Aşağıdaki tabloda üç tip teminatlandırılmış menkul kıymet ödünç işlem tipi karşılaştırılmıştır²²⁷.

²²⁶ Fabozzi and Mann, s. 11-12.

²²⁷ Faulkner, s. 18.

Tablo 2 Menkul Kıymet Ödünç İşlem Tiplerinin Karşılaştırılması

Özellikler	Menkul Kıymet Ödünç İşlemi		Repo		Buy/Sell back
	Nakit Teminat	Menkul Kıymetler/Nakit Olmayan Diğer Teminat	Belirli Kıymetler (Menkul Kıymete Dayalı)	Genel Teminat (Nakde Dayalı)	
Resmi Değişim Metodu	Eşdeğer menkul kıymetlerin alınması karşılığında satış anlaşması	Eşdeğer menkul kıymetlerin alınması karşılığında satış anlaşması	Yasal bir sözleşmeye (Master Agreement) dayanan satma ve geri satın alma	Yasal bir sözleşmeye (Master Agreement) dayanan satma ve geri satın alma	Satma ve geri satın alma
Değişim Yöntemi	Menkul kıymet karşılığında nakit	Menkul kıymet karşılığında teminatlar	Menkul kıymet karşılığında nakit	Nakit karşılığında menkul kıymetler	Nakit karşılığında menkul kıymetler
Teminat Tipi	Nakit	Menkul kıymetler (bonolar, hisse senetleri),teminat mektupları	Nakit	Genel teminat(bonolar), alıcı tarafından belirlenen kabul edilebilir teminat	Bonolar
Başlangıç Marjı	Evet	Evet	Evet	Evet	Mümkün
Değişim Marjı	Evet	Evet	Evet	Evet	Hayır
Teminat Fazlası	Evet	Evet	Hayır	Mümkün	Mümkün
Temettüer ve kuponlar	Ödünç verene verilir	Ödünç verene verilir	Orijinal satıcıya ödenir	Orijinal satıcıya ödenir	Geri satın alma fiyatına dahil etme yükümlülüğü yok
Vade	Açık veya vadeli	Açık veya vadeli	Açık veya vadeli	Açık veya vadeli	Vadeli
Tipik varlık tipi	Bonolar ve hisse senetleri	Bonolar ve hisse senetleri	Ağırlıklı olarak bonolar, hisse senetleri mümkün	Ağırlıklı olarak bonolar, hisse senetleri mümkün	Bonolar
Motivasyon	Menkul kıymet spesifik ağırlıklı olarak	Menkul kıymet spesifik	Menkul kıymet spesifik	Finansman	Finansman

Kaynak : Mark C. Faulkner, **An Introduction to Securities Lending**, Third Edition, UK: Spitalfields Advisors Limited, 2006, s.18, (Çeviri).

3.3.2. Menkul Kıymet Ödünç Piyasalarının Genel Yapısı

Kredinin görüşülmesi

Geleneksel olarak menkul kıymet kredileri taraflar arasında telefonda pazarlık edilir ve devamında yazılı veya elektronik teyitler oluşturulur. Normalde ödünç almak isteyen ödünç alma talebi ile ödünç vereni arar. Bununla birlikte aktif ödünç vericiler talep edilen menkul kıymetleri onaylanmış yani işlem yapmaya yetkili oldukları tarafa teklif ederler.

Günümüzde iki taraflı ve çok taraflı otomasyona geçmiş ödünç sistemleri mevcuttur. Ödünce konu edilmek istenen menkul kıymetler e-mail veya diğer elektronik ortamlarda yayınlanmaktadır. Ödünç vadelerinde mutabık kalınması durumunda otomatik eşleşmeler gerçekleşmektedir.

EquiLend hisse ödünç kredileri için örnek bir elektronik platformdur. 2002 yılında işlemlere başlamıştır ve finansal kurumlar tarafından oluşturulmuş bir konsorsiyum tarafından desteklenmektedir. SEcFinex Avrupa'da benzer hizmeti sunmaktadır²²⁸.

Teyitler

İşlemin yapıldığı gün yazılı veya elektronik teyitler oluşturulur. Teminatlar ile ilgili ayarlamalar ve değişiklikler işlem süresince yapılır ve taraflara bunlarla ilgili bilgilendirmeler yapılır. Teyitler aşağıdaki bilgileri içerir²²⁹:

- Sözleşme ve takas tarihleri
- Kredilendirilmiş menkul kıymetlerin detayları
- Ödünç veren ve alanın kimlikleri
- Kabul edilebilir teminat ve marj oranları

²²⁸ Faulkner, s. 31.

²²⁹ Fabozzi and Mann, s. 27.

- Vadeler ve oranlar
- Ödünç veren ve alana ait banka ve takas hesap detayları

Kredinin vadesi , kredi kapanmadan menkul kıymetlerin satılması

Krediler belirlenmiş bir vade veya açık uçlu olabilir. Açık krediler için sabit bir vade yoktur. Özellikle hisse senedi ödünç işlemlerinde vadenin açık olması yaygın bir kullanım, çünkü ödünç verenler hisseleri fon yönetimi kapsamında rahatça satabilme esnekliğine sahip olmak isteyebilirler. Ödünç verenler ödünce konu kıymetleri satmak amacı ile ödünç alandan geri çağırabilirler.

Menkul kıymet ödünç piyasasında vadeli işlem farklı düzenlemeleri ifade ediyor olabilir. Taraflar bir kredinin vadesini belirli bir tarihe sabitleyeceği gibi, vade değişen de olabilir yani ödünç veren istediği zaman menkul kıymetleri geri çağırabilir. Vade sabit ise ödünç veren vadesinden önce bu kıymetleri geri almak zorunda değildir, benzer şekilde ödünç alan da bu kıymetleri vadesinden önce geri getirmek zorunda değildir. Vadesi sabit olan ödünç işlemlerinde ödünç süresince bu kıymetler satılamaz. Sabit olmayan durumda ödünç veren kıymetleri geri çağırma hakkını her zaman kullanabilir²³⁰.

Menkul kıymetlere bloke konulması

Ödünç alanın gelecekte oluşabilecek ödünç ihtiyaçlarına karşılık olarak ödünç verenin bu menkul kıymetleri bloke etmesi anlamına gelir. Bloke koymanın temel özelliği ödünç verenin bu işlem karşılığında herhangi bir ücret talep etmemesi ve başka bir kurumdan gelebilecek ödünç alma talebi karşısında ilk bloke koymuş olan kurumdan 30 dakika içerisinde karar vermesini beklemesi veya bu kıymetleri yeni ödünç müşterisine vermesidir.

²³⁰ Fabozzi and Mann, s. 27.

Bloke işlemine bir alternatif ödünç verenin bloke işlemine karşılık olarak bir ücret almasıdır. Bu tip uygulamalarda bir sözleşme oluşturulur ve diğer ödünç talebinde bulunanlar önceki durumda olduğu gibi bu kıymeti alma hakkına sahip olmazlar²³¹.

Kredilerin Takası

Menkul kıymet ödünç verenler piyasadaki takas süresinden daha kısa bir zaman diliminde işlemlerini sonlandırmaya ihtiyaç duyarlar. Takas normalde ödünç verenin saklamacı bankası üzerinden yapılır ve ödünç veren takasa kadar belli süre içerisinde menkul kıymeti getireceğini garantiler. Pek çok takas sistemlerinde krediler “free-of-payment” teslimatı esasına göre takas olur ve teminatlar muhtemelen farklı ödeme ve takas sistemlerinde, veya belki farklı bir ülke ve zaman diliminde ayrı bir şekilde alınır. Örneğin, İngiliz hisse senetleri, herhangi bir Avrupa uluslararası merkezi menkul kıymet saklama kurumundan (a European International Central Securities Depository) verilen teminatlar veya New York’ ta ödenen Amerikan doları nakit teminatına karşılık ödünç verilmiş olabilir. Ödünce konu kıymetlerin teslimatı gerçekleştiği halde teminata konu menkul kıymetler gün aşımından dolayı teslim edilmemiş olabilir. Bu tip durumlarda bazı ödünç verenler önceden teminatlandırmayı tercih edebilirler. İngiliz ve İrlanda menkul kıymetlerinin takasını yapan kurum olan CREST aynı zamanda teminatları da içerisinde bulundurmaktadır. Krediler gün içerisinde nakde karşı takas edilebilmektedir²³².

Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri İçin Crest ‘in Takas Kolaylığı

İngiltere’nin merkezi takas ve saklama kuruluşu olan CREST’in ödünç menkul kıymet işlemlerine ilişkin üye ve müşterilerine verdiği hizmetler iki grupta değerlendirilmektedir. Bu hizmetler “Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri” ve “Delivery by Value” (DBV) olarak adlandırılan değer karşılığı teslim işlemleridir.

CREST, 2002 yılının Eylül ayında Euroclear ile birleşmiş olup, faaliyetlerini söz konusu tarihten itibaren Euroclear çatısı altında sürdürmektedir.

²³¹ Fabozzi and Mann, s. 28.

²³² Faulkner, s. 28.

CREST ödünç işlemlerinin karşı tarafı olarak işlemlere dahil olmamakta, sadece ödünç alan ve ödünç veren taraflara aracılık hizmeti vermektedir.

İngiltere’de menkul kıymet ödünç işlemleri 1997 yılında yayımlanan hisse senedi ve sabit faizli menkul kıymetlerin ödünç sözleşmesi ile düzenlenmiştir. Menkul kıymet ödünç işlemleri 3 değişik şekilde uygulanmaktadır. Bunlar; ödünç menkul kıymet işlemleri, repo ve sell buy/back işlemleridir. Bütün bu işlemlerin ortak adı ödünç işlemidir. Ödünç işleminin en önemli özelliği ödünce konu menkul kıymetlerin ve bu kıymetler için verilen teminatların el değiştirmesidir. CREST’in merkezi takas ve saklama kuruluşu olarak sağladığı hizmetlerden birisi de yukarıda bahsedilen transfer işlemi gerçekleştirir.

Kredinin Sonlandırılması

Açık krediler ödünç alanın menkul kıymetleri geri getirmesi veya ödünç verenin geri çağırması ile sonlandırılır. Ödünç alan açık pozisyonunu kapattığında ödünç aldığı menkul kıymetleri geri getirir. Bazen ödünç alan daha ucuz ödünç olarak ta pozisyonunu kapatabilir. Ödünç alan ödünç veren ile oran pazarlığını tekrar yaparak fiyatı düşürebilir²³³.

Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri Ve Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim anlayışı, anonim ortaklıkların idaresinde ve faaliyetlerinde kar elde etme ve pay sahiplerine dağıtma ana unsuru ve amacını taşıyan geleneksel yapılarının yanında, pay sahipleri dahil tüm menfaat sahiplerinin haklarının korumasını ve bu çerçevede söz konusu menfaat grupları arasındaki ilişkilerin kurallarının düzenlemesini hedefleyen bir kavramdır²³⁴.

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) ’nin Pay Sahiplerinin Hak ve Yükümlülükleri İlkesi kapsamında pay sahiplerinin hakları; temel haklar, önemli kararlarda bilgi ve söz sahibi olma hakkı, genel kurula katılma, oy kullanma ve genel kurul prosedürü hakkında bilgi sahibi olma hakkı, ortaklık

²³³ Faulkner, s. 33.

²³⁴ Kübra Şehirli, **Kurumsal Yönetim**, Ankara: SPK Araştırma Raporu, 1999, s. 8.

kontrolünün el değiştirmesine yol açan işlemlerin adil ve şeffaf olması ve ortakların özellikle de kurumsal yatırımcıların oy haklarını kullanmalarına ilişkin teşviklerin sunulması olmak üzere belirlenmiřtir²³⁵.

Menkul kıymet ödünç işlemi belli bir ücret karşılığında menkul kıymetlerin sahipliğinin geçici süreliğine ödünç verenden ödünç alana geçmesine, ödünç alanın ödünç veren tarafından talep edilmesi durumunda veya mutabık kalınmiş olan sürenin sonunda yani vade sonunda menkul kıymetlerin geri getirilmesine dayalı piyasa uygulamasını ifade etmektedir. Ödünç alan ödünç verenin kredi riskine karşı korunması için işlemi nakit veya diğer menkul kıymetler ile teminatlandırmaktadır. Kanunen dn işlemi ödünç alınan menkul kıymet kadarını geri getirme taahhüdü karşılığında sahipliğin geçici süreliğine transferini ifade etmektedir.

Menkul kıymet ödünç işlemlerinin doğasından kaynaklanan birtakım sonuçlar aşağıda listelenmiştir ve yine doğası gereği kurumsal yönetim anlayışı kapsamında ele alınmaktadır²³⁶.

- dnce ve teminatlara konu sahiplik taraflar arasında yer değiştirir. Böylece bu menkul kıymetler direk satılabilirler.
- Menkul kıymetlerin yeni sahipleri birtakım haklara sahiptir. Örneğin bunları başka birine satma, ödünç verme ve yıllık olağan toplantılarda (AGM) oy kullanma.
- Ödünç alan ödünce konu menkul kıymetlerin ekonomik getirilerinden faydalanma haklarına sahiptir örneğin temettü getirileri ancak ödünç veren ile yapılan anlaşma gereği eşit miktardaki ödemeleri ödünç verene iade etme yükümlülüğü bulunmaktadır.
- Ödünç veren menkul kıymetlere sahip değildir ve oy kullanma hakkı yoktur. Fakat yine de menkul kıymetin fiyatında oluşacak

²³⁵ şehirli, s. 31

²³⁶ Geert T.M.J. Raaijmakers, "Securities Lending and Corporate Governance", Maastricht University Faculty of Law, Published in Dutch in Tussen Themis en Mercurius (Anniversary Book of the Dutch Association of Company Lawyers), Deventer, The Netherlands 2005, p. 241-255, <http://ssrn.com/abstract=928312>, (Erişim: 07 Haziran 2008).

dalgalanmalara maruzdur, çünkü ödünç alan önceden belirlenmiş olan fiyatta onu geri getirecektir. Ödünç verenler oy kullanmak istediklerinde ödünçleri geri çağırma hakkına sahiptir. Bununla birlikte özellikle hissedarların oy hakkını etkilemek amacı ile ödünç alınması kabul edilebilir bir piyasa uygulaması değildir.

Menkul kıymet ödünç işlemlerinde kurumsal yönetim anlayışı kapsamında dikkat edilmesi gereken noktalar aşağıda açıklanmıştır.²³⁷

a- Şeffaflık

Menkul kıymet ödünç işlemine taraf olan yatırımcılar ve tüm pay sahipleri aşağıda listelenmiş olan maddeleri anlamalıdır :

- Menkul kıymet ödünç düzenlemesini destekleyen hukuki çerçeve
- Menkul kıymetler oy kullanmak için geri çağırılmalıdır
- Kredi olarak verilmiş menkul kıymetlere ait bilgiye ne şekilde ulaşılabileceği
- Temettü ödeme günlerinin potansiyel etkisi
- Oy kullanmak için geri çağırılacak hisse senetleri ile ilgili bilgilendirmenin ne şekilde yapılacağı

b- Tutarlılık

Menkul kıymeti geri çağırarak vazgeçilecek getiri ile oy kullanıyor olmanın getireceği katkı değerlendirilmelidir. Menkul kıymetin çeşidine uygun esnek bir politika oluşturulmalıdır. Çünkü vazgeçilecek getirinin hesaplanması kolaydır ancak oy kullanıyor olmanın potansiyel getirisini hesaplamak zordur.

²³⁷ Faulkner, s. 45.

c- İletişim

Hisse senedi sahiplerinin zamanında gerekli bilgiye sahip olmaları karar vermeleri için önemlidir. Menkul kıymet ödünçüne konu tarafların ödünç işlemine aracılık etmiş olan kurumlar üzerinden zamanında ve doğru bilgilendirilmiş olmaları gereklidir. Bu bilgilendirmenin ne şekilde yapılacağı menkul kıymet ödünç anlaşmasında dökümanete edilmiş olmalıdır.

d-Zamanlama

Temettü dağıtım tarihinin yıllık olağan genel kurul tarihinden ayrıştırılması daha yapıcı olacaktır. Bununla birlikte ortakların toplantısına ait gerekli dokümantasyonun temettü dağıtım tarihinden önce dağıtılmış olması, hisse senedi sahiplerinin genel kurulda oy kullanmayı tercih edip etmeyecekleri ve hisse senetlerini ödünç verip vermeyecekleri konusunda karar vermelerine yardımcı olacaktır. Ödeme gününün genel kurula yakın olması temettü ödeme tarihlerinin gereksiz yere uzatılmamasını sağlayacaktır. Bu da ödünç verenlerin kazançlı temettü ile ilgili bir ödünç aktivitesine oy kullanma çelişkisi yaşamadan katılımını sağlayacaktır.

3.3.3. Menkul Kıymet Ödünç Uygulamaları ile İlgili Önerilen Standartlar

3.3.3.1. Uluslararası Standartlar

Aşağıda menkul kıymet ödünç işlemleri ile ilgili olarak standartları belirleyen uluslararası kurumlar listelenmiştir.

a- Uluslararası Menkul Kıymetler Ödünç İşlemleri Birliği (International Securities Lending Association, ISLA)

Uluslararası Menkul Kıymetler Ödünç İşlemleri Birliği 1989 yılında menkul kıymet ödünç piyasalarının katılımcıları tarafından kurulmuştur. Bu birlik Avrupa'daki düzenleyici otoriteler ile birlikte işbirliği içerisinde çalışmaktadır. Piyasadaki pek çok girişime ve yeniliğe katkıda bulunmuştur. Birliğin öncelikleri aşağıda sıralanmıştır:

- Düzenleyici otoriteler ile birlikte çalışarak menkul kıymet ödünç işlemleri için güvenli ve etkin bir çerçeve oluşturmak,
- Üyelere menkul kıymet ödünç piyasalarındaki gelişmeler ile ilgili bilgi vermek,
- Yeni menkul kıymet ödünç piyasaları açmak,
- Piyasa uygulamalarını iyileştirmek ve geliştirmek,
- Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA) gözden geçirmek,
- Menkul kıymet ödünç piyasasının yatırımcı profilini iyileştirmek.

b- İngiltere Menkul Kıymetler Ödünç İşlemleri ve Repo Komitesi (Securities Lending and Repo Committee)

İngiltere Menkul Kıymetler Ödünç ve Repo komitesi 1990 yılında kurulmuştur ve İngiltere Merkez Bankası (Bank of England) tarafından yönetilmektedir. İngiltere merkezli olan bu komitenin katılımcıları repo ve menkul kıymet ödünç uygulamacıları, CREST, Borç Yönetimi Ofisi (the Dept Management Office), gelirler (the Inland Revenue), Londra Takas Odası (the London Clearing House) ve Londra Menkul Kıymetler Borsası' dır.

c- Asya Ülkeleri Menkul Kıymetler Ödünç İşlemleri Birliği (The Pan Asia Securities Lending Association, PASLA)

Asya piyasalarında menkul kıymet ödünç alma ve ödünç verme işlemi yapan kurumlardan oluşmuş olan bu birlik 1995 yılında kurulmuştur ve merkezi Hong Kong'tadır. PASLA üyeliği farklı piyasalarda işlem yapan uluslararası kurumlara da açıktır.

d- Avustralya Menkul Kıymetler Ödünç İşlemleri Birliği (The Australian Securities Lending Association, ASLA)

1991 yılında kurulan bu birliğin piyasada düzenleyici rolünün yanı sıra dokümantasyon ve standartların koyulması ve korunması kapsamında da rolleri vardır.

3.3.3.2. Ülke Uygulamaları

Menkul kıymet borsaları menkul kıymet ödünç işlemlerinin kontrolü kapsamında çeşitli yaklaşımlar benimsemişlerdir. Bazı ülkelerde borsalar ve merkezi saklama kurumları düzenli ve resmi bir piyasa işletmektedirler. Bazılarında ise borsa ve menkul kıymet ödünç işlemleri tamamen bağımsızdır. Bu yaklaşımları dikkate almadan, dünya genelinde borsalar, hisse senedi ihraç eden firmaların haklarının korunması kapsamında menkul kıymet ödünç piyasaları ile daha fazla ilgilenmeye başlamışlardır.

Menkul kıymet borsalarının menkul kıymet ödünç piyasaları ile ilgili iki farklı girişimi bulunmaktadır. Bunlardan ilki ve potansiyel olarak en büyüğü yatırımcıların haklarının ve kurumsal yönetim ilkesi kapsamında ihraççı şirketlerin ihtiyaçlarının yönetilmesidir. Diğeri ise açığa satış verisinden ayrı olarak menkul kıymet ödünç verisinin, piyasanın denetlenmesi ve gözetilmesi kapsamında kullanılmasıdır.

İlk bakışta menkul kıymet borsalarının menkul kıymet ödünç işlemleri ile ilgili çok az ortak noktası varmış gibi görülebilir. Borsalar ihraççıların ve yatırımcıların faydaları için çalışan düzenli piyasalardır oysa ki menkul kıymet ödünç piyasaları pek çok ülkede düzenlemeden uzak bir şekilde çalışmaktadır. Menkul kıymet ödünç piyasaları tezgah üstü piyasalardır ve daha çok hedge fonlar tarafından bir menkul kıymetin fiyatı üzerine bahis işlemini kolaylaştırmak için kullanılmaktadırlar. Borsalarda fiyatlar şeffaf iken, rekabetçi menkul kıymet ödünç fiyat oranları saydam değildir. Menkul kıymet ödünç kredilerinin öneminin artması, borsaların da hisse senedi türev aktivitelere dikkat etmelerini önemli hale getirmektedir.

Borsalar menkul kıymet ödünç verilerini analiz ederek piyasa gözetim ve kontrollerini derinleştirme yöntemini de seçebilirler. Menkul kıymet ödünç verisi piyasanın belli bir hisse senedine ait duyarlılığını ve hisse senedindeki fiyat

hareketlerini analiz etmeye yardımcı olabilir. Veri toplama gönüllü veya zorunlu olabilir. Her iki yöntemde de borsalar bunun yönetimi ve bu bilginin yorumlanması için kaynak ayırmak zorunda kalacaklardır.

Merkezi saklama kurumları tarafından sunulan menkul kıymet ödünç hizmetlerinin yer aldığı ülkelerde ödünç uygulamaları ile ilgili güçlü kontroller bulunmaktadır. Bu kontrollerin iyi veya kötü olduğu tartışılmaktadır ancak genel olarak piyasanın denetlenmesi ve gözetilmesini kolaylaştırmaktadır.

Her ülke menkul kıymet ödünç işlemleri için merkezi bir takas kuruluşunun taraf olup olmaması konusunda kendi şartlarını piyasa dinamikleri veya düzenleyici kurumların kararı doğrultusunda oluşturmaktadır. Hangi sistemin iyi olduğu konusunda kesin bir hüküm olmamakla birlikte merkezileştirilmiş bir menkul kıymet ödünç piyasası, piyasaların gözetim, denetim ve fiyatların izlenmesi açısından gerekli verileri sağlayacaktır.

Aşağıda örnek olarak verilen üç ülkede de düzenleyici kurumların ne şekilde menkul kıymet ödünç işlemlerini yönettikleri gösterilmiştir²³⁸.

Brezilya

Brezilya'daki takas ve saklama kurumu (The Brazilian Clearing and Depository Corporation (CBLC)) menkul kıymet ödünç işlemlerinin takasından sorumlu tek merkezi garantör kurumdur. Piyasa şeffaftır ve CBLC açık pozisyonları İnternet sitesinde yayınlamaktadır. Menkul kıymet ödünç programı, temerrütleri azaltmak için CBLC'nin takas sistemi ile ilişkili bir şekilde çalışmaktadır. Takasbank'ta bulunan Ödünç Pay Senedi Piyasası ile benzerlik göstermektedir.

Japonya

Tokyo Borsası (The Tokyo Stock Exchange) ikili bir piyasa sistemini desteklemektedir. Bazı menkul kıymetler Japan Securities Finance Co. (JSF) den ödünç

²³⁸ Vodia Group Research Report, **Stock Exchanges and the Growth of Securities Lending: A Report for the World Federation of Exchanges**, November 2007, <http://www.vodiagroup.com/site/stockexchangegrowthreport.php>, (Erişim: 07 Haziran 2008), s.25-26.

alınmakta diğerleri karşılıklı kredi anlaşması (borrowed on a bilateral credit basis) kapsamında ödünç alınmaktadır. JSF menkul kıymet finansmanı konusunda uzmanlaşmış piyasada işlem yapan bir kurumdur. JSF sisteminde işlem yapan katılımcılar ihtiyaç durumlarında menkul kıymetleri ödünç almaktadırlar ve JSF merkezi takas tarafı (the central credit counterparty) olarak davranmaktadır. Karşılıklı anlaşma sistemi ABD modeline benzemektedir, bu modelde bankalar ve broker'ler birbirlerinden eğer belirli bir (credit counterparty agreement) merkezi takas tarafı anlaşması var ise ödünç alıp vermektedirler.

İngiltere/ABD

İngiltere bankalara ve broker'lere, isteğe bağlı olarak katılımcıların dahil olacağı veya hariç tutulmak isteyebilecekleri karşılıklı ödünç anlaşmaları yapmalarına izin vermektedir. Aynı zamanda bazı merkezi takas tarafı (central credit counterparty) sistemleri de mevcuttur. Bunlardan biri ABD Options Clearing Corporation's (OCC) programıdır. Bu sistemler merkezileştirilmiş piyasalar gibi davranmazlar ve menkul kıymet ödünç işlemlerini de izleyip takip etmezler. OCC sistemi ödünç alan ve ödünç veren açısından kredileri garanti eder. İngiltere'de bu çeşit bir merkezi program olmamakla birlikte pek çok kurum piyasa fırsatlarını araştırmaktadır.

Bir ülkenin düzenleyici kurumları merkezi takas taraflarına (central credit counterparties) sahip olma tercihinde bulunabilirler, bu tercih doğru veya yanlıştır şeklinde yorumlanamaz. Brezilya ve Türkiye modelinde tüm ödünç aktivitesi düzenleyici otoritelerin gözetiminde yapılmaktadır. Piyasaya ait veriler merkezileştirilmiştir ve istenirse yatırımcılara açık bir şekilde dağıtılmaktadır. Diğer yandan merkezi takas tarafları (central credit counterparties) ve bunların getirmiş olduğu yükümlülük, kural ve kısıtlamalar yatırımcıların aktivitelerini ve açık piyasa davranışını sınırlayabilir. Hong Kong Borsa 'sında (Hong Kong Stock Exchange) işlemler ile ilgili kısıtlamaların daha esnek olması yüksek volatilitenin yaşandığı günlerde yatırımcılara sınırlı bir koruma sağlayarak piyasanın kendini açık bir şekilde ifade etmesini veya tepki vermesini sağlamaktadır. Tüm dünya genelinde borsalar kendi ulusal piyasa yapılarını dikkate alarak hangi sistemin en iyi şekilde çalışacağına karar vermelidirler.

Türkiye’de bütün menkul kıymet kredileri Takasbank aracılığı ile yürütülmektedir. Üyelerin ödünç alabilmesi için iki taraflı kredi sözleşmeleri yapması gerekmektedir. Takasbank merkezi takas kuruluşudur ancak Ödünç Pay Senedi Piyasası’nda (ÖPSP) garantör değildir. Bununla birlikte menkul kıymet ödünç işlemleri Takasbank’ın bu sistemdeki rolü sebebi ile şeffaftır.

Clearstream Banking (Frankfurt, Lüksembourg)²³⁹

Uluslararası takas ve saklama kuruluşu Cedelbank ve Avrupa’nın en büyük ulusal takas ve saklama kuruluşu Deutsche Borse Clearing, Mayıs 1999’da aldıkları kararla birleşmişlerdir. Bu iki dev kurumun birleşerek oluşturdukları yeni kuruluşun adı Clearstream International olarak belirlenmiştir. Clearstream International iki ana kurumdan oluşmaktadır:

- Clearstream Banking ve
- Clearstream Services.

Clearstream Banking takas ve saklamadan oluşan görevleri üstlenirken, Clearstream Services ise teknik destek ve yazılım desteği sağlamaktadır. Clearstream Banking, takas ve saklama işlevini Clearstream Banking Frankfurt ve Clearstream Banking Luxemburg ofisleri aracılığıyla yürütmektedir.

Kurumlar, bu birleşme ile Avrupalı yatırımcılara daha düşük maliyetle daha kaliteli hizmet sağlamayı planlamaktadırlar.

Aşağıda menkul kıymet ödünç hizmeti veren kurumlar listelenmiştir.

- EuroClear (İngiltere)²⁴⁰
- Monte Titoli (İtalya)²⁴¹
- İberClear (İspanya)

²³⁹ <http://www.clearstream.com>

²⁴⁰ <http://www.euroclear.com>

²⁴¹ <http://www.montetitoli.it>

- State Street Bank (ABD)²⁴²
- National Securities Clearing Corporation (ABD)²⁴³

Aşağıda menkul kıymet ödünç hizmeti veren OTC piyasalar listelenmiştir.

- Sunguard Enterprises (Loanet) (ABD)
- eSEcLEnding (ABD)²⁴⁴

3.4. Türkiye’de Menkul Kıymet Ödünç Uygulamaları

3.4.1. Genel Açıklama

Türkiye’deki menkul kıymet ödünç işlemlerinin; İMKB Takas Ve Saklama Bankası A.Ş. aracılığıyla gerçekleştirilen ödünç işlemleri aracı kurumların kendi bünyelerinde gerçekleştirdikleri ödünç işlemleri olmak üzere iki grup altında sınıflandırılması gerekmektedir. Takasbank’tan sağlanan veriler çerçevesinde, Takasbank aracılığında gerçekleştirilen ödünç işlemlerinin hacmi ve uygulama esasları hakkında bilgi sahibi olmakla birlikte, piyasada gerçekleşen ödünç işlemleri için aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Bu sebeple bu bölümde sadece Takasbank Ödünç Pay Senedi Piyasası işlemleri ele alınmıştır.

3.4.2. Sermaye Piyasası Kurulu Düzenlemeleri

Türkiye’de ödünç menkul kıymet işlemlerinin esaslarını belirleyen temel düzenleme, SPK’nın Seri:V, No:18 Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkındaki Tebliği (Tebliğ)’dir.

İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) esas sözleşmesinin “Amaç ve Konu” başlıklı 3.4. maddesinin (c) bendinde, Takasbank’ın faaliyet amaçları arasında “...İMKB veya görev verilecek diğer borsa üyelerinin takas işlemlerinin süresinde sonuçlandırılması amacıyla gerek takas açıkları gerekse açığa satış işlemleri için

²⁴² <http://www.statestreet.com>

²⁴³ <http://www.dtcc.com>

²⁴⁴ <http://www.esecleending.com>

müşterilerin ve kurumsal yatırımcıların da taraf olabileceği menkul kıymet ödünç alma ve verme mekanizmaları kurmak ve işletmek...” sayılmıştır. Bu amaçla Takasbank tarafından 1996 yılının son çeyreğinde “Ödünç Menkul Kıymet Kredisi (ÖMK)” işlemleri uygulamaya konmuştur.

Borsa’da işlem gören hisse senetlerine ilişkin kayıtlar, SPK’nın 28 Ekim 2005 tarih, 43/1318 sayılı kararı doğrultusunda 28 Kasım 2005 tarihi itibarıyla Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.’ye aktarılmıştır.

Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğin Revizyonu (Resmi Gazete: 8.6.2005, 25839) ile İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan Ödünç Pay Senedi Piyasası Uygulama Esasları Yönetmeliği yürürlüğe girmiştir.

Ödünç Pay Senedi Piyasası Uygulama Esasları Yönetmeliği²⁴⁵ uluslararası normlara uygun, etkin, sistemik riskten uzak, güvenli, hacimli ve yurtdışında muadili piyasalarla rekabet edebilecek, aracı kurumların takas yükümlüğünü yerine getirmesini kolaylaştıracak bir ödünç piyasasının kurulabilmesi amacıyla hazırlanmış ve devreye girmiştir.

28 Kasım 2005 tarihinde “Ödünç Pay Senedi Piyasası (ÖPSP) ”nın faaliyete başlaması ile beraber “Ödünç Menkul Kıymet Kredisi (ÖMK)” uygulamasına son verilmiştir.

3.4.3. İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. Aracılığında Ödünç Pay Senedi Piyasası

Ödünç Pay Senedi Piyasası’nın kurulmasındaki amaç, Sermaye Piyasası Kurulu’nca onaylanan tür ve miktarda teminat göstererek belirli bir dönem için Pay Senedi ve Borsa Yatırım Fonu Katılma Belgesi ödünç almak isteyen Aracı Kuruluşların taleplerinin, portföylerine ilave getiri ve piyasada oluşacak temerrütlerin minimuma indirilmesini sağlamak amacıyla, Pay Senedi ve Borsa Yatırım Fonu Katılma Belgesi

²⁴⁵ Takasbank A.Ş., Ödünç Pay Senedi Piyasası Uygulama Esasları Yönetmeliği, <http://www.takasbank.com.tr/UserFiles/Documents/OPSPYONETMELIK.pdf> (Erişim: 07 Haziran 2008).

ödünç vermek ve vade sonunda bunları mislen geri almak isteyen Aracı Kuruluşların teklifleri ile karşılaşmasını sağlamaktır.

Takasbank, Tebliğ'in ilgili maddesinde verilen yetki ve SPK'ca onaylanan Ödünç Pay Senedi Uygulama Esasları Yönetmeliği çerçevesinde, Piyasa'da alınan işlem teminatları dahilinde, takasın sonlanmasına aracılık eden ve Piyasa'yı işleten kurumdur.

3.4.3.1. İşleyiş Esasları

Ödünç Pay Senedi piyasası işleyiş esasları aşağıda açıklanmıştır²⁴⁶.

Piyasada, SPK'ca Tebliğ kapsamına giren ödünç işlemlerini yapmaları yasaklananlar dışındaki aracı kuruluşlar işlem yapabilirler.

Piyasada işlem yapmak isteyen aracı kuruluşların, şekli ve kapsamı Takasbank tarafından belirlenmiş "Ödünç Pay Senedi Piyasası Taahhünamesi"ni imzalamaları ve temsilcilerini Takasbank'a bildirmeleri gerekmektedir.

Piyasa'da işlemler temsilciler aracılığıyla verilen emirler ile yapılır. Temsilciler; aracı kuruluş veya müşterileri adına piyasada; emir verebilir, verilmiş emirleri iyileştirebilir ve vadesi gelen işlemleri kapatabilirler.

Aşağıdaki durumlarda aracı kuruluşlar piyasada işlem yapamazlar:

- İMKB ve SPK tarafından faaliyetlerinin (geçici veya sürekli) durdurulması,
- İMKB üyeliğinden çıkarılması,
- Piyasada, işlem komisyonu (ödünç verene ödenecek olan komisyon) nedeni ile temerrütte olmaları ve/veya ödenmemiş Takasbank komisyon borçlarının olması

²⁴⁶ Takasbank A.Ş., 25/11/2005 tarihli 855 nolu Genel Mektubu, <http://www.takasbank.com.tr> (Erişim: 07 Haziran 2008).

Aracı kuruluş veya müşterileri ile ilgili olarak MKK nezdindeki hesaplarında herhangi bir kısıtlamanın olması durumunda, bahse konu aracı kuruluş ve müşterileri, kısıtlılık durumları ortadan kalkıncaya kadar yeni işlem yapamazlar.

Piyasada kıymet temerrüdünde veya teminat tamamlama çağrısı durumunda olan aracı kuruluş veya müşterileri, bu durumları ortadan kalkıncaya kadar yeni işlem yapamazlar.

Ayrıca teminatına haciz gelmiş olan veya haklarında işlem yasağı bulunan aracı kuruluş veya müşterileri de, haczin veya işlem yasağının bulunduğu sürece yeni işlem yapamazlar.

İşlemlere Konu Kıymetler ve Piyasa Değeri

Piyasada işlemlere konu olabilecek kıymetler, İMKB Ulusal Pazardaki Pay Senetleri ve Borsa Yatırım Fonları Katılma Belgeleridir. İşleme konu kıymet piyasa değeri; bir gün önceki son seansta oluşan ağırlıklı ortalama fiyat ile işleme konu kıymet adedinin çarpımı sonucu elde edilir. Eğer bir gün önceki son seansta işlem gerçekleşmemişse, piyasa değeri hesaplamasında yine son seansa ait en iyi alış ve en iyi satış emirlerinin aritmetik ortalaması ile bulunan fiyat kullanılır. En iyi alış veya en iyi satış emirlerinden birinin olmaması halinde önceki seans ağırlıklı ortalama fiyat alınır.

Vadeler

Verilecek emirlerin vadesi;

- 1 haftaya kadar her gün,
- 1, 2 ve 3 hafta,
- 1, 2, 3, 6, 9 ve 12 aydır.

Komisyon Oranları

Piyasada yapılan işlemlerin komisyon oranları taraflarca serbestçe belirlenir. Emir komisyon adımları % 0.01 (onbinde bir) ve katları olacak şekilde sisteme girilir.

Komisyon hesaplanırken, 1 yıl = 365 gün olarak alınır. Emir komisyon adımları piyasa koşullarına göre Takasbank tarafından belirlenip duyurulur.

Seanslar ve Seans Saatleri

Piyasada işlemler aynı gün valörlü, saat 09:30-12:00 ve 13:30-16:15 olmak üzere 2 seanstır.

3.4.3.2. Teminatlara İlişkin Esaslar

Türleri

Piyasa'da Aracı Kuruluşların verebilecekleri teminatların türleri ve kullanılan kısaltmaları aşağıda belirtilmiştir:

- NK Nakit
- HB Hazine Bonosu
- DT Devlet Tahvili
- PS Pay Senedi
- YF Yatırım Fonu Katılma Belgesi
- BYF Borsa Yatırım Fonu Katılma Belgesi
- AL Altın
- TM Teminat Mektubu

Tüm teminatlar sisteme aracı kuruluş ve müşteri detayı ile tanımlanır.

Teminat/risk kontrolü, aracı kuruluş ve müşteri bazında yapılır.

YTL cinsi nakit teminatlar Takasbank tarafından nemalandırılır. Nemalandırma, günlük olarak teminatta tutulan toplam tutar üzerinden yapılır. Takasbank Fon Yönetimi Müdürlüğüne verilen ortalama günlük faiz oranı üzerinden

faiz hesaplanarak, aracı kuruluş hesaplarına aktarımı günlük olarak yapılır. Faiz oranı bildirilirken, yasal mali yükümlülüklerden doğan maliyetler faiz oranından düşülür.

Teminat Oranları

Başlangıç Teminat Oranı:

Ödünç işleminin yapılabilmesi için toplam %120'si kadar değerlenmiş teminat olması gerekmektedir.

Toplam değerlenmiş teminatın içindeki; NK, HB, DT, PS, BYF veya YF türü kıymetlerin piyasa değerleri toplamı, toplam ödünç borcunun en az %100'ü kadar olmalıdır.

Toplam değerlenmiş teminatın içindeki AL ve TM türü kıymetlerin piyasa değerleri toplamı, toplam ödünç borcunun en fazla % 20'si kadar olabilir.

Ayrıca teminata alınan her bir çeşit Pay Senedinin değerlenmiş tutarı, toplam ödünç alınan kıymetin piyasa değerinin %20'sini geçemez.

Sürdürme Teminat Oranı :

Toplam ödünç borcunun (piyasa değerinin) % 105'idir.

Teminat Tamamlama Çağrısı (Margin Call) ve Çağrıya Uymamanın Sonuçları

Toplam değerlenmiş teminatın, ödünç alınan kıymetin piyasa değerinin sürdürme teminat oranının altına düştüğü durumlarda, Takasbank tarafından teminat tamamlama çağrısı yapılır ve ilgili aracı kuruluş veya müşterilerinin teminatının başlangıç teminat oranına tamamlanması istenir.

Her gün yapılan teminat değerlemesi sonucu; aracı kuruluş veya müşterilerin her birinin toplam teminatı, toplam piyasa borcunun sürdürme teminat oranının altına düştüğü takdirde, aracı kuruluşa, banka tarafından teminat tamamlama çağrısı yapılır ve

ilgili aracı kuruluşun veya müşterilerinin teminatını, başlangıç teminat oranına tamamlaması istenir.

Teminat tamamlama çağrısına muhatap aracı kuruluş veya müşterilerinin, piyasada yeni işlem yapmasına izin verilmez.

Teminat tamamlama çağrısının yapıldığı gün, gün sonuna kadar, aracı kuruluş veya müşterilerinin istenen ek teminatı yatırmaları gerekmektedir.

Teminat tamamlama çağrısına uyulmaması durumunda, çağrıya muhatap aracı kuruluş veya müşterilerinin teminatları nakde dönüştürülüp kıymet alınarak vadesi en yakın olan ödünç borcundan başlanarak teminat oranı yeniden başlangıç oranına ulaşılmaya kadar ödünç borçları tasfiye edilir. Vade kırılarak kapatılan ödüncüler için vade sonuna kadar tahakkuk edecek olan komisyon tutarı, ödünç alan aracı kuruluştan tahsil edilerek ödünç veren aracı kuruluşa aktarılır.

Teminatlardan Doğan Haklar

Teminatta bulunan kıymetlerden doğan haklar teminatı verenindir. Aracı kuruluşların kendi veya müşterileri adına teminat olarak vermiş oldukları pay senetlerinin sermaye arttırımı (sermaye arttırımı bedelli ise, aracı kuruluş ve/veya müşterilerinin rüçhan hakkı bedelini ödemesinden sonra) veya kar payı hakları, aracı kuruluş adına Takasbank tarafından kullanılarak, işlemler sonucu elde edilen yeni paylar ve nakit tutarlar yine aynı aracı kuruluş ve/veya müşterilerinin teminat hesabına aktarılır.

3.4.3.3. Emirler

Emirlerin İletilmesi

Emirler, Aracı Kuruluşların ofislerinde bulunan Takasbank terminalleri vasıtası ile piyasaya iletilecek olup, her bir emre; kıymet kodu, adedi, komisyon oranı, vadesi, emir tipi ile emrin ait olduğu aracı kuruluş veya müşterilerin no.su veya kodu (yatırım fonu veya ortaklığı olması durumunda) yazılır. Emir girildiğinde sistem tarafından “emir numarası” verilir. Temsilci verdiği emirle ilgili yapmak istediği değişikliklerde

sistem tarafından verilen bu numarayı kullanır. Değiştirilen emirler yeni emir numarası ve zamanı alırlar.

Ödünç teklifi verildiği anda, emre konu miktardaki kıymet, emri veren aracı kuruluş veya müşterilerinin; MKK nezdindeki Serbest Alt Hesabından, ÖPSP Alt Hesabına virmanlanır. Teklifin sisteme girilebilmesi için bu virman şarttır.

Ödünç talebinin sisteme girilebilmesi için ise, emrin verildiği aracı kuruluş veya müşterilerinin yeterli teminatının bulunması gerekmektedir.

Emir Türleri

Verilecek emirlerin türleri;

- Seanslık Emir
- Günlük Emir
- Kalanı İptal Et” Emri (KİE)
- Blok Eşleşmezse İptal Et” Emri (BEİE)

Limitler ve İşlem Sınırları

Ödünç talep eden aracı kuruluş veya müşterilerinin değerlenmiş teminatı oranında limit belirlenir.

Teklif verilebilmesi için, teklifi veren aracı kuruluş veya müşterilerinin MKK nezdindeki Serbest Alt Hesabında ödünce konu kıymetlerin mevcut bulunması gerekmektedir.

Teklif verenler için herhangi bir teminat şartı bulunmamaktadır.

İşlemler adet ve katları bazında gerçekleşir.

Vadesi o gün dolan bir alış işlemi için, ilgili aracı kuruluş veya müşterilerinin tekrar aynı senetten talep etmesi durumunda risk rakamı, vadesi dolan borcun halen

kapatılmamış adedi ile talep adedinden büyük olanı üzerinden hesaplanır. Ancak bu talep uygun bir teklif ile eşleştiğinde, eşleşme sonucu alınan kıymetin adedi ile vadesi gelen işlemin adedinden küçük olanı MKK nezdindeki Ödünç Kapama Blokaj Hesabına alınır ve Ödünç Kapama Ekranı'ndan aracı kuruluş tarafından kapatılır. Bu şekilde, vadesi gelen bir alışın ilave teminat vermeksizin yeniden talep edilerek kapatılması imkanı sağlanmaktadır. Ödünç Kapama Blokaj Hesabındaki kıymetlerin farklı bir kuruluş veya hesaba virmanlanması mümkün değildir.

Kıymet bazında en büyük emir için iki kısıt bulunmaktadır. Bunlar:

- Girilecek emrin adedi kıymet bazında İMKB'nin belirlediği "bir defada işlem yapılabilecek maksimum adet miktarı"ni aşamaz.
- Girilecek emrin piyasa değeri 1,5 milyon YTL.sını aşamaz. İMKB spot piyasada yapılacak değişiklikler aynen yansıtılacaktır.

Eşleşme

Emirler, talepte en yüksek, teklifte en düşük komisyon oranlı emirlere öncelik verilerek eşleşir. Komisyon oranının aynı olduğu emirlerde, zaman önceliği geçerlidir.

İşlem gerçekleştiren taraflara, işlemin karşı tarafındaki aracı kuruluş veya müşteri bilgisi verilmez.

Eşleşmede her iki taraf, aracı kuruluş veya müşterilerinin (hesap numaralarının veya kodlarının) farklı olması şartıyla, aynı aracı kuruluş olabilir. Gerçekleşmiş işlemlerin (sözleşmelerin) iptali mümkün değildir.

Bilgi Dağıtım Ekranları

Piyasa bilgilerine veri dağıtım ekranları vasıtası ile erişilir. Sisteme girilen emirler ve işlemler piyasa ekranlarına yansıtılır. Bilgi dağıtım şirketleri ve ekran kodları ile ekranlara ilişkin özellikler Takasbank tarafından duyurulur.

3.4.3.4. Takas ve Ödemeler

Ödünce Konu Kıymetin Takası

İşleme konu kıymetin takası, ödünç işleminin gerçekleştiği anda ödünç verenin MKK nezdindeki ÖPSP Alt hesabından ödünç alanın MKK nezdindeki Serbest Alt hesabına veya Ödünç Kapama Blokaj Hesabına aktarım suretiyle yapılır.

Ödünç Kapama

Piyasa'da vadesi gelen ödünç borçlarının son kapama saati 16:30'dur. Gün içinde ödünç borcu kısmen veya tamamen aracı kuruluş ofislerindeki Takasbank ekranlarından kapatılabilir. Aracı kuruluş veya müşterilerin kapatılmak istenen ödünç borcunun konu olduğu kıymetten Ödünç Kapama Blokaj Hesabında bakiye olması durumunda Takasbank tarafından da kapama yapılabilir.

Kapama sonrası iade edilen kıymetler ödünç veren aracı kuruluş veya müşterilerinin MKK nezdindeki Serbest Alt Hesaplarına iade edilir.

Kapatılmak istenen ödünç borcunun konu olduğu kıymetten Ödünç Kapama Blokaj Hesabında bakiye olması durumunda, kapama işlemi serbest hesaptan yapılamaz, Ödünç Kapama Blokaj Hesabından yapılmak zorundadır.

Saat 16:30 itibariyle halen aynı gün vadeli borç bakiyesi bulunan Aracı Kuruluş veya Müşterileri temerrüde düşer.

Komisyon Ödemeleri

İşlem komisyonu, vade sonunda ödünç alan aracı kuruluşun serbest cari hesabından tahsil edilerek ödünç verene aktarılır. Komisyon matrahı, işlemin valör günündeki piyasa değeri olup aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$\text{İşlem Komisyonu} = \frac{\text{İşlemin Piyasa Değeri} * \text{İşlem Komisyon Oranı} * \text{Gün sayısı}}{36.500}$$

Takasbank komisyonu, emrin gerçekleşen kısmının piyasa değerinin belli bir yüzdesidir.

Takasbank komisyonunun ödenmemesi durumunda Aracı kuruluşun işlem yetkisi komisyon ödenene kadar kaldırılır.

3.4.3.5. Ödünce Konu Kıymetten Doğan Haklar

Pay senetlerinden doğan mali haklar (bedelli, bedelsiz sermaye arttırımı ve kar payı) ödünç verende kalmaktadır ancak ödünç veren yönetsel hakları (oy hakkı) kaybeder.

Kar Payı

Ödünce konu menkul kıymetlerin vadesi içerisinde kar payı ödemesi varsa, ödünç alan Aracı Kuruluş ilgili tutarı Takasbank'a kar dağıtımın olduğu gün saat 17:00'a kadar yatırmak zorundadır. Banka bu tutarı ödünç alanın serbest hesabından tahsil eder ve aynı anda ödünç verenin serbest hesabına aktarır. Eğer ödünç alan aracı kuruluş yükümlülüğünü yerine getiremezse ilgili tutara kar dağıtım günü Takasbank Borsa Para Piyasası'nda oluşan gecelik faiz oranı ortalamasının %50 fazlası oranında ceza faizi uygulanır.

Bedelsiz Sermaye Arttırımı

Ödünce konu menkul kıymetin vadesi içerisinde bedelsiz sermaye arttırımı var ise, bedelsiz sermaye arttırımının yapıldığı gün ödünç alanın kıymet borcu, işlem adedinin bedelsiz sermaye arttırım oranı ile çarpımı sonucu bulunacak adet kadar arttırılır. Ödünç alan, işlemin vade sonunda başlangıçta aldığı adede ilave olarak bedelsiz sermaye arttırımı sonucu artan adedi de getirmekle yükümlüdür.

Bedelli Sermaye Arttırımı

Ödünce konu pay senedinin işlemin vadesi içerisinde bedelli sermaye arttırımı var ise, ödünç veren aracı kuruluşlar, kendilerinin veya müşterilerinin bedelli sermaye arttırımına katılıp katılmayacağını ve eğer katılıyorsa katılma oranını bilgi işlem sistemi

üzerinden Takasbank'a bildirmeli ve rüçhan hakkı ödemesini yapmalıdır. Takasbank, ödünç verenin serbest hesabından tahsil ettiği rüçhan hakkı tutarını aynı anda ödünç alanın serbest hesabına aktarır. Nakit aktarımının ardından ödünç alanın pay senedi borcu, ödünç verenin ödediği katılım payı oranında artar. Ödünç alan, işlemin vade sonunda başlangıçta aldığı adede ilave olarak sermaye artırımını sonucu artan adedi de getirmekle yükümlüdür.

Bedelli sermaye artırımını başlangıç tarihi ve kar payı tarihi aynı gün ise otomatik mahsup işlemi yapılır.

Ödünce Konu Kıymetin Geri Çağrılması (vadenin kırılması)

Ödünç alanın ödünç aldığı kıymeti vadeden önce getirip işlemi kapatmayı isteme hakkı bulunmamaktadır.

Ödünce konu pay senedinin ihraççısı olan şirketin, ödünçün işlem gününden sonra Genel Kurul tarihi açıklaması ve Genel Kurul tarihinin vade tarihinden önceki tarihe rastlaması durumunda, ödünç veren ödünçü geri çağırma hakkını kullanabilir. Takasbank'ın ödünç verenin bu talebini ödünç alana iletmesinden sonra, ödünç alan 3 iş günü içinde ödünce konu kıymetleri geri vermekle yükümlüdür. Bu durumda, işlemin kapama gününe dek tahakkuk etmiş olan komisyon tutarının yarısı Takasbank tarafından ödünç alandan tahsil edilerek, ödünç verene ödenir. Kapatılmayan işlemler için temerrüt hükümleri uygulanır.

İşlem yasağı uygulanan aracı kuruluş veya müşterilerinin halen vadesi gelmemiş tüm mevcut ödünç alma ve verme işlemleri geri çağırılır. Ödünç alan veya verenlerin çağrıyı kabul etmeme hakları bulunmayıp en geç 3 iş günü içinde çağrıya uymak ve işlemlerini kapatmak zorundadırlar. Piyasa'da işlem yapacak aracı kuruluşların müşterileri ile imzalayacakları sözleşmelerde, işlem yasağı gelmesi durumunda işlemin kesileceğine dair bir madde konulması gerekmektedir. Vadesi değiştirilen ödünç işlemleri, işlem yasaklı kıymetlerle kapatılamaz. Aracı kuruluş veya müşterilerinin ödünç borçlarını, işlem yasağı uygulanmamış kıymetlerle kapatamaması durumunda ise temerrüt hükümleri uygulanır. Bu tür vade kırma işlemlerinde, işlem

kapandığı an itibariyle tahakkuk edecek olan komisyon tutarları ödünç alanlardan tahsil edilerek ödünç verenlere ödenir.

Takasbank, ÖPSP’nda açık işlemi olan bir aracı kuruluşun, İMKB veya SPK tarafından faaliyetlerinin geçici veya sürekli olarak durdurulması, iflas veya tasfiyeye tabii tutulması, borsa üyeliğinden çıkarılması veya herhangi bir nedenle menkul kıymetler üzerinde işlem yapmalarının yasaklanması durumunda, aracı kuruluşun ve müşterilerinin halen vadesi gelmemiş tüm mevcut ödünç alma ve verme işlemlerini geri çağırır. Ödünç alan veya verenlerin çağrıyı kabul etmeme hakları bulunmayıp en geç 3 iş günü içinde çağrıya uymak ve işlemlerini kapatmak zorundadırlar. Kapatılmayan işlemler için temerrüt hükümleri uygulanır. Bu tür geri çağırma işlemlerinde, işlem kapandığı an itibariyle tahakkuk edecek olan komisyon tutarları ödünç alanlardan tahsil edilerek ödünç verenlere ödenir.

MKK’ca üzerine haciz uygulanmış veya hareketsizleştirilmiş olan teminatların teminat değerlemesine alınmayıp, değiştirilmesi istendiğinde, aracı kuruluş veya müşterisi tarafınca eğer teminatlar değiştirilmez veya eksik kısım tamamlanmaz ise ve devamında teminatların riski karşılamaya yeterli olmaması durumunda, teminatına haciz gelen veya hareketsizleştirilen aracı kuruluş veya müşterisinin piyasa’da ödünç veren konumunda olduğu işlemleri en yakın vadeden başlamak üzere başlangıç teminat oranına ulaşıncaya kadar geri çağırılır. Ödünç alanların çağrıyı kabul etmeme hakları bulunmayıp en geç 3 iş günü içinde çağrıya uymak ve işlemlerini kapatmak zorundadırlar. Bu tür vade kırma işlemlerinde, işlem kapandığı an itibariyle tahakkuk edecek olan komisyon tutarları ödünç alanlardan tahsil edilerek ödünç verenlere ödenir.

Ödünç işlemine konu olmuş bir pay senedinin sırasının İMKB’de kapatılması durumunda, sıranın kapatılmasını takip eden iş günü seans açılana kadar İMKB’ce bir haftaya kadar belirli bir süre sonunda işleme açılacağıнын beyan edilmemesi durumunda ertesi gün, mevcut, o gün ve ileri vadeli tüm ödünç işlemlerinin vadesi kırılarak kapatılması istenir. Kapatılmayan işlemler için temerrüt hükümleri uygulanır. Bu tür vade kırma işlemlerinde, işlem kapandığı an itibariyle tahakkuk edecek olan komisyon tutarları ödünç alanlardan tahsil edilerek ödünç verenlere ödenir.

Teminat Tamamlama Çağrısına uyulmaması durumunda, çağrıya muhatap aracı kuruluş veya müşterilerinin teminatları nakde dönüştürülüp kıymet alınarak vadesi en yakın olan ödünç borcundan başlanarak teminat oranı yeniden başlangıç oranına ulaşıncaya kadar ödünç borçları tasfiye edilir. Vade kırılarak kapatılan ödünçler için vade sonuna kadar tahakkuk edecek olan komisyon tutarı, ödünç alan aracı kuruluştan tahsil edilerek ödünç veren aracı kuruluşa aktarılır.

3.4.3.6. Temerrüt

Temerrüt Koşulları

- 1- Piyasada vadesi gelen ödünç borçlarının son kapama saatinde kapatılmaması
- 2- Ödünce konu kıymetin, aşağıda belirtilen durumlarda vadeden önce geri çağrılması halinde kapatılmaması

- Aracı Kuruluşun faaliyetlerinin geçici/sürekli olarak durdurulması,
- İşlem yasağı gelmesi,
- Borsa üyeliğinden çıkarılması,
- Pay senedinin sırasının kapatılması,
- İflas ve tasfiyeye tabii tutulması,
- Aracı Kuruluşların herhangi bir nedenle menkul kıymetler üzerinde işlem yapmalarının yasaklanması

Ödünce Konu Kıymet Temerrüdü ve Mali Cezalar

Piyasa'da vadesi gelen ödünç borçlarının son kapama saati 16:30 olup bu saat itibariyle halen borç bakiyesi bulunan aracı kuruluş veya müşterileri temerrüde düşer. Temerrüde düşülen gün ödünç borcunun saat 17:00'e kadar kapatılması durumunda temerrüt faiz oranı, aynı gün Takasbank Borsa Para Piyasası'nda oluşan gecelik

işlemlerin ortalama faiz oranının %50 si kadar olup, temerrüt faiz tutarı, temerrüde konu borcun piyasa değeri üzerinden 1 günlük hesaplanarak tahakkuk ettirilir.

Ödünç borcunun, temerrüde düşülen gün saat 17:00'dan sonra kapatılması durumunda temerrüt faiz oranı, aynı gün Takasbank Borsa Para Piyasası'nda oluşan gecelik işlemlerin ortalama faiz oranının 2 katı kadar olup, temerrüt faiz tutarı, temerrüde konu borcun piyasa değeri üzerinden temerrüt süresi boyunca geçen gün sayısı kadar hesaplanarak tahakkuk ettirilir. Temerrüdün kapatıldığı günden sonraki günün tatil olması durumunda, tatil günleri için de faiz alınır. Tahsil edilen temerrüt faizinin 2/3'ü ödünç verenlere aktarılırken, bakiyenin 1/3'ünü Banka komisyon olarak alır.

Temerrüt süresince, temerrüdün kaynaklandığı aracı kuruluş veya müşteri; piyasada işlem yapamaz, teminatına bloke konulur ve teminat fazlalarını çekemez.

Temerrüt durumunda ödünç verene opsiyonel olarak sunulan seçenekler aşağıdadır:

- Ödünç verenin, aynı şartlarla ödünç işlemine devam etmesi,
- Teminatların nakde dönüştürülerek ödünce konu kıymetlerin piyasadandan alınması,
- Teminatların nakde dönüştürülerek, nakdin ödünç verene verilmesi,
- Teminatların piyasa değeri ile ödünce konu kıymetlerin piyasa değerlerinin karşılıklı olarak netleştirilmesi,

Genel olarak kıymet, nakit ve teminat aktarımı yolu ile borç kapatılırken, ödünç verenlerin tercih ettikleri seçenek göz önünde bulundurularak, şu hususlara uyulur:

Ödünç verenler birden fazla ise, kıymet nakit ve teminat aktarımı yoluyla borcun kapatılması işlemi, ilk gerçekleşen ödünç işleminden başlanarak yapılır. Teminatların nakde çevrilmesi işlemine günün piyasa koşullarına göre Bankaca belirlenecek en likit teminattan başlanır.

Teminatlar ödünç verenlere aktarılırken, tüm teminatların borcu karşılayacak piyasa değeri kadarlık kısmı, ödünç verme oranlarında ödünç verenler arasında paylaşılır.

Teminat veya nakit aktarımıyla ödünç borcu kapatılırken borca esas tutar, ödünce konu kıymetin piyasa değeridir.

1.Seçeneğin tercih edilmesi durumunda; ödünç borcunun temerrüt durumu ortadan kaldırılarak işlemin başlangıcındaki (valör günündeki) vade türü ve komisyon oranından ödünç işlemi uzatılır(temdit).

2.Seçeneğin tercih edilmesi durumunda; Banka teminattaki kıymetleri nakde dönüştürerek borca konu kıymeti satın alıp borcu kapatmaya çalışır. Bu seçenek tercih edildiğinde aşağıdakiler sırası ile uygulanır:

a.Teminatlar borcu kapatmaya yetecek kadar nakde dönüştürülür ve borca konu kıymet satın alınarak ödünç verene iade edilir ve ödünç borcu kapatılır.

b.Teminatların borcu kapatmaya yetecek kadar kısmı nakde dönüştürülür ancak borç bakiyesinin tümü satın alınamaz ise, borca konu kıymetin satın alınabilen kısmı ödünç verene verilir. Bakiye borç ise ödünç verene nakit aktarımı ile kapatılır.

c.Teminatlar borcu kapatmaya yetecek kadar nakde dönüştürülemez ise nakde dönüşen kısım ile borca konu kıymetin satın alınan kısmı ödünç verene verilir. Borcun kalan kısmı ise ödünç verene teminatların aktarımı ile kapatılır.

d.Teminatlar borcu kapatmaya yetecek kadar nakde dönüştürülemediği gibi nakde dönüştürülen kısmın tamamı ile borca konu kıymet de satın alınamaz ise, kıymetin satın alınabilen kısmı ödünç verene verilir. Bakiye borç ise ödünç verene, nakit ve teminat aktarımı ile kapatılır.

3.Seçeneğin tercih edilmesi durumunda; ödünç borcu, teminatların satışından elde edilen nakdin, borcu karşılayacak kadarlık kısmının ödünç verene aktarılması suretiyle kapatılır. Bu seçenek tercih edildiğinde aşağıdakiler sırası ile uygulanır:

a.Teminatlar borcu kapatmaya yetecek kadar nakde dönüştürülür ve nakdin ödünç verene aktarımı ile ödünç borcu kapatılır.

b.Teminatlar borcu kapatmaya yetecek kadar nakde dönüştürülemez ise öncelikle elde edilen nakit ödünç verene aktarılır. Bakiye borç ise ödünç verene, teminatların aktarımı ile kapatılır.

4.Seçeneğin tercih edilmesi durumunda; ödünç borcunun piyasa değeri ile teminatların piyasa değeri karşılıklı netleştirilerek ödünç verene aktarılması suretiyle borç kapatılmış olur.

3.4.4. Aracı Kurumların Bünyesinde Geçekleştirilen Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri

SPK ‘nın Seri:V, No:18 Tebliği’nin 4. maddesinde; “...Kredili menkul kıymet, açığa satış ve menkul kıymetlerin ödünç alma ve verme işlemlerini, sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık yetki belgesine sahip bankalar ve aracı kurumlar, Kurul’dan izin almak kaydıyla yapabilir.” denilmektedir. Anılan hüküm çerçevesinde, 94 adet aracı kurumun kredili menkul kıymet, açığa satış ve menkul kıymetlerin ödünç alma ve verme izin belgesi bulunmaktadır.

Aracı kurum bünyesinde gerçekleştirilen ödünç menkul kıymet işlemlerinde; ödünce konu olan menkul kıymetler genel olarak, aracı kurumların kendi portföylerinden, müşterilerinden veya diğer aracı kurumlardan sağlanmaktadır.

Aracı kurumun müşterilerine ait menkul kıymetler;

a-Kredili hesabı bulunmayan müşterilerden alınan yazılı izin çerçevesinde,

b-Müşteri ile ayrı bir ödünç sözleşmesi yapılması suretiyle,

c-Kredili müşterilerle yapılan kredi sözleşmelerine konan aracı kurumun kredili olarak alınan veya teminat olarak verilen menkul kıymetleri ödünç olarak verebileceğine ilişkin yetki hükümleri çerçevesinde,

d-İzinsiz kullanım suretiyle,

ödünç verilmektedir.

Piyasada faaliyet gösteren diğer kurumlara göre kurumsallaşmış bazı aracı kurumlarda -sayısı çok az olmakla birlikte-, basit ödünç programlarının oluşturulduğu görülmektedir. Bu aracı kurumlarda ödünç işlemlerine ilişkin olarak geliştirilen uygulama kısaca şöyledir: Aracı kurum bünyesinde müşterilerin ödünç olarak kullanılmasına izin verdiği hisse senetlerinden bir havuz oluşturularak, açığa satış işlemi gerçekleştiren müşterilerin talepleri bu havuzdan karşılanmaktadır. Ödünç alınan hisse senetlerinin kullanımına ilişkin olarak ödünç veren müşteri ile “Ödünç Sözleşmesi”, ödünç alan müşteri ile ise “Açığa Satış Çerçeve Sözleşmesi” imzalanmakta olup, her iki sözleşmenin tarafı da aracı kurumdur.

3.4.5. Takasbank ÖPSP Piyasasının Analizi

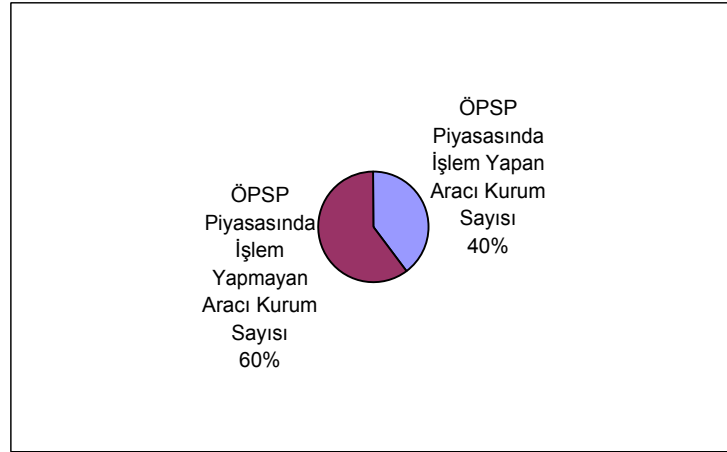
2006 yılı içinde ÖPSP Piyasası’nda gerçekleşen işlem hacimleri incelendiğinde İMKB Hisse Senetleri Piyasası işlem hacmi ve endekslerindeki artış veya azalışların piyasada gerçekleşen işlemlere de paralel yönde yansıdığı görülmektedir.

Ulusal Pazar’daki tüm hisse senetlerinin işlemlere konu olabildiği ÖPSP Piyasası’nda 2006 yılı içinde 220 adet farklı hisse senedi işlem görmüştür. 2006 yılında piyasada gerçekleşen işlemlerin toplam hacmi 127 milyon adet ve 769 milyon YTL olmuştur. Günlük ortalamalar ise 509 bin adet ve 3,1 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. Piyasada işlem yetkisine sahip aracı kurum sayısı 91, temsilci sayısı ise 2006 yıl sonu itibariyle 248’dir. 2006 yılı içinde 78 aracı kurumun katılımı ile toplam 8.949 adet sözleşme yapılmış, sözleşme sayısının günlük ortalaması 36 adet olmuştur

247

²⁴⁷ Takasbank A.Ş., 2006 Faaliyet Raporu, <http://www.takasbank.com.tr>, (Erişim: 07 Haziran 2008).

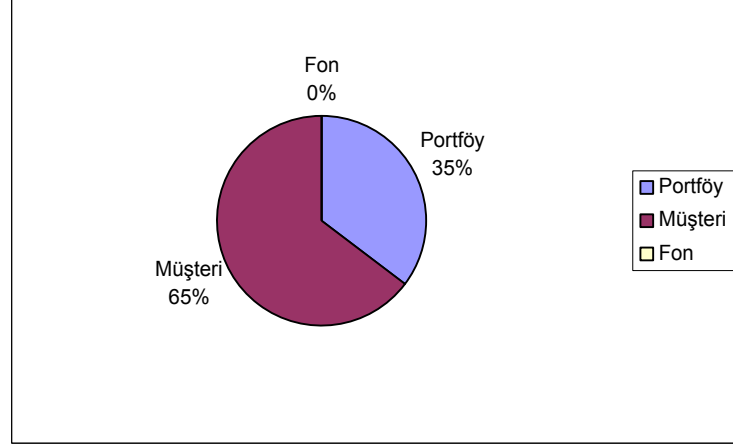
2007 yılı içinde ÖPSP Piyasası'nda gerçekleşen işlem hacimleri incelendiğinde, İMKB hisse senetleri piyasası işlem hacmi ve endekslerindeki artış veya azalışların piyasa işlemlerine paralel yönde yansıdığı görülmektedir. 2006 yılı ile karşılaştırıldığında 2007 yılında bu piyasada gerçekleşen işlemlerin %83 gibi ciddi bir artışla 233 milyon adede, işlem hacminin ise %82'lik artışla 1.401 milyon YTL' ye ulaştığı görülmektedir. İşlem adedi ve hacmindeki günlük ortalamalar ise 924 bin adet ve 5,6 milyon YTL olarak hesaplanmaktadır. Yıl içinde ÖPSP Piyasası'nda, 2006 yılına göre %16'lık artışla, 256 adet farklı hisse senedi işlem görmüştür. 2007 yıl sonu itibariyle, Piyasa'da işlem yetkisine sahip aracı kuruluş sayısı 98, temsilci sayısı ise 253'tür. 2007 yılı içinde 87 aracı kurumun katılımıyla toplam 10.723 adet sözleşme gerçekleşmiştir. Bu rakam 2006 yılı ile kıyaslandığında %20'lik bir artışa karşılık gelmektedir. Sözleşme sayısının günlük ortalaması 43 adet olarak gerçekleşmiştir ²⁴⁸.



Şekil 14 : Takasbank ÖPSP Piyasasında İşlem Yapan Kurumlar
Kaynak: Takasbank ÖPSP Piyasası Verileri

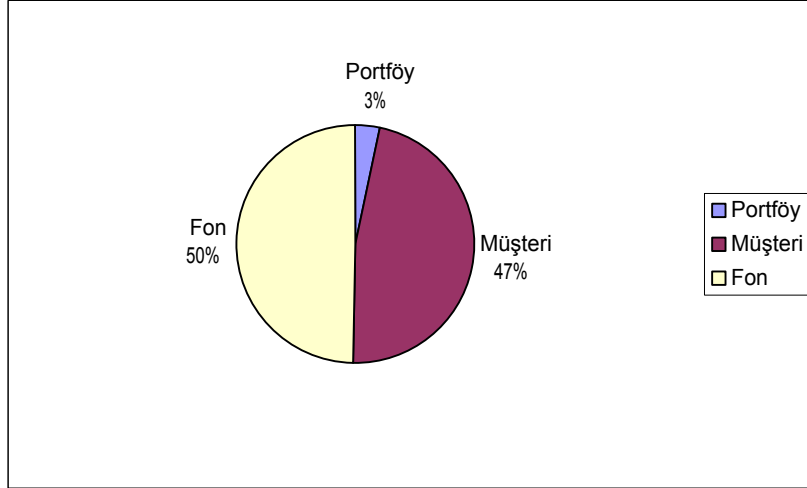
Şekil 14 incelendiğinde sermaye piyasasında işlem yapan aracı kurumların %40' lık kısmının ÖPSP Piyasası'nda da işlem yapmakta olduğu görülmektedir.

²⁴⁸ Takasbank A.Ş., 2007 Faaliyet Raporu, <http://www.takasbank.com.tr>, (Erişim: 07 Haziran 2008)



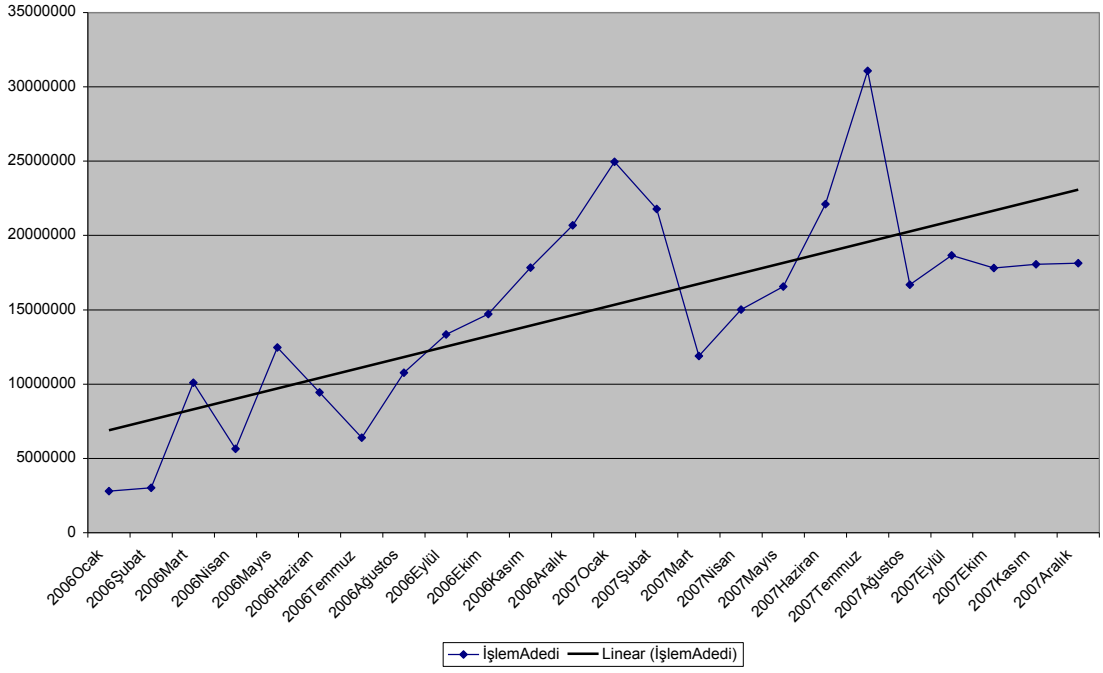
Şekil 15 : Takasbank ÖPSP Piyasasında Ödünç Alan Kurumlar
Kaynak: Takasbank ÖPSP Piyasası Verileri

Şekil 15 incelendiğinde ÖPSP piyasasında ödünç alan aracı kurumların yoğun olarak müşterileri ve kendi portföyleri için ödünç almakta olduğu görülmektedir.



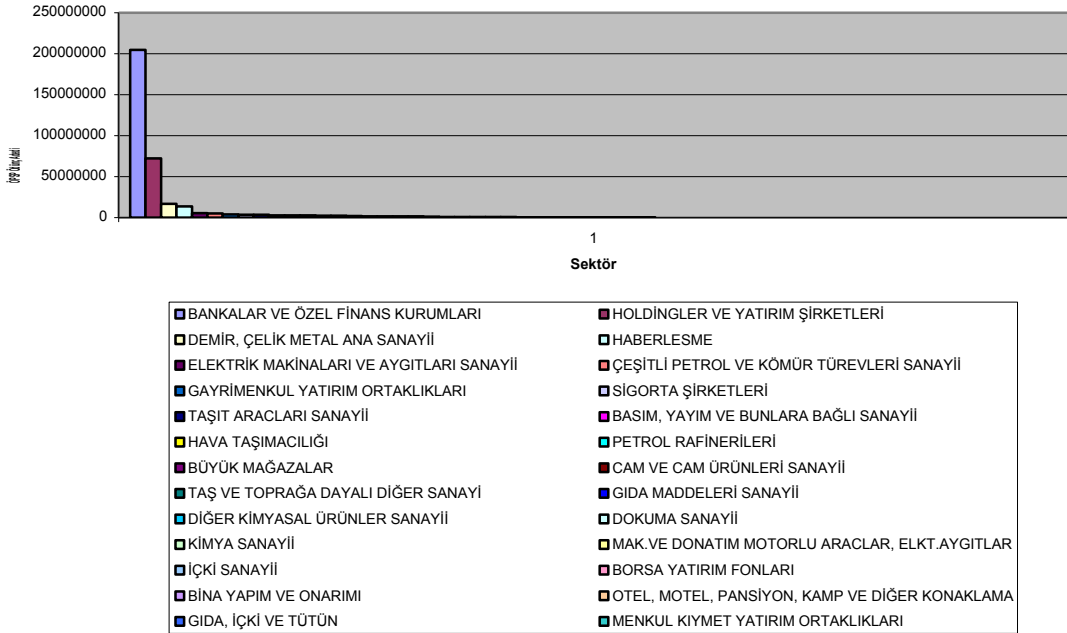
Şekil 16 : Takasbank ÖPSP Piyasasında Ödünç Veren Kurumlar
Kaynak: Takasbank ÖPSP Piyasası Verileri

Şekil 16 da ise ÖPSP piyasasında ödünç veren aracı kurumların yoğun olarak fon portföylerinden ve müşterilerinin portföylerinden ödünç vermekte olduğu görülmektedir.



Şekil 17 : Takasbank ÖPSP Piyasası Ödünç İşlem Miktarları
Kaynak: Takasbank ÖPSP Piyasası Verileri

2006 ve 2007 yılları arasında ÖPSP piyasasında gerçekleşen işlemlerin artış kaydettiği ve yükseliş trendi gösterdiği Şekil 17 deki grafikte izlenmektedir.



Şekil 18 : Takasbank ÖPSP Piyasası Ödünç İşlem Miktarlarının Sektör Bazında Dağılımı
Kaynak: Takasbank ÖPSP Piyasası Verileri

2006 ve 2007 yılları arasında ÖPSP piyasasında gerçekleşen işlemlerin sektör bazında dağılımına bakıldığında ilk sıraları sırası ile bankalar ve özel finans kurumları, holdingler ve yatırım şirketleri, demir çelik metal ana sanayi ile haberleşme sektörüne ait firmaların hisse senetlerinin aldığı Şekil 18 deki grafikte izlenmektedir.

3.5. Açığa Satış ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri İle İlgili Öneriler Ve Standartlar

3.5.1. Dünya Genelinde Düzenleyici Otoritelerin Standartları ve Önerileri

Açığa satış ile ilgili başta ABD ve İngiltere olmak üzere dünya genelindeki uygulamalar ve IOSCO önerileri dikkate alınarak, gelişmekte olan piyasalar kapsamında yapılan öneriler aşağıda sıralanmıştır.

- Finans literatüründe ve dünya genelinde açığa satış yatırımcı tarafından sahip olunmayan bir menkul kıymetin satışı olarak tanımlanmaktadır. Hisse senedi ile ilgili satış emrinin işlem esnasında menkul kıymete sahip olmadan verilmesi şeklinde yapılan satış işleminin açığa satış olarak tanımlanması önerilmektedir.
- Açığa satış, kurumsal ve bireysel tüm yatırımcılar tarafından yapılabilmelidir.
- Uluslararası menkul kıymet piyasalarındaki düzenleyici ve denetleyici otoriteler çıplak açığa satışı yasaklamışlardır ve açığa satış işlemine başlamadan önce yatırımcının takas yükümlülüğünün ödünç alınarak gerçekleştirileceğine dair gerekli anlaşmayı gösteren dokümana sahip olmasını gerekli kılmışlardır. Çıplak açığa satışa izin verilmemelidir, takas yükümlülüğünü yerine getirmeyen yatırımcılar için ağır finansal cezalar getirilmelidir
- İMKB takas temerrüt verisini takip etmeli ve temerrüt sebeplerini araştırmalıdır. Açığa satış kaynaklı temerrütlerin tespitine gidilmelidir. Açığa satış yapan fakat takas yükümlülüğünü yerine getiremeyen

broker'ler için caydırıcılığı olan standart bir ceza yapısı oluşturulmalı ve bu çıplak açığa satışı engellemelidir.

- Menkul kıymet ödünç piyasası aktif bir şekilde çalışır olmalıdır.
- Dünya genelinde, uluslararası düzenleyici ve denetleyici otoriteler açığa satışı tüm hisse senetlerinde izin vermektedirler. Fakat bazı otoriteler sadece türev ürünlere sahip hisse senetlerinde veya borsalardaki temel endekslere dahil hisse senetlerinde açığa satışı izin vermektedirler. Bu kısıtlamaların altında yatan sebep volatiliteye ve manipülasyona daha duyarlı olan likiditesi düşük hisse senetlerinde fiyat düzensizliklerine ve fiyat bozulmalarına engel olmaktır. Farklı piyasa koşullarında bu uygulamalar örnek teşkil edebileceği ve İMKB'de bir alternatif olarak uygulanabileceği düşünülmelidir.
- Açığa satış için yapılmış olan ödünç anlaşmalarına ait gerekli dokümantasyon aracı kurumlar tarafından denetimlerde hazır bulundurulmalıdır.
- Açığa satış işlemleri ile ilgili detaylar yatırımcılara yayınlanmalıdır.

3.5.2. Türkiye'de Piyasa Katılımcılarının Talep Ettiği Değişiklikler

Mevcut yapıda, Takasbank ödünç piyasasında ödünç almak isteyen kurum ödünç vermek isteyen kurumlarca görülememektedir. Bu durum, Takasbank'ın işlemlere garantör olamaması nedeniyle de ödünç vermek isteyen kurumlar açısından, karşı kurumun risk derecesinin ölçülememesi sonucunu doğurmaktadır. Bu çerçevede, ödünç almak isteyen kurumun işlemden önce görülmesinin sağlanması ile ödünç menkul kıymet arzının artırılabilmesi düşünülmektedir.

Yukarıda belirtilen sorunun çözümüne yönelik diğer bir seçenek de, ödünç piyasasında Takasbank'ın garantör olmasıdır. Takasbank'ın garantörlüğü ödünç vermek isteyen kurumun risk algılamasını düşürecek ve ödünç menkul kıymet arz etmesini kolaylaştıracaktır.

Menkul kıymet ödünç piyasasındaki teminat oranlarının ve piyasanın yapısının da gözden geçirilmesinde yarar görülmektedir. Çünkü, mevcut yapıda kurumlar İMKB-30 Endeksine dahil bir hisse senedini ödünç vererek karşılığında likiditesi sınırlı olan hisse senetlerini teminat olarak alma ihtimalini göz önünde bulundurarak aktif katılım sağlamamaktadır.

Mevcut yapıda karşılaşılan bir diğer sorun, portföyünde uzun süre menkul kıymet taşıyan ve ödünç piyasasında arz yapabilecek durumda olan müşterilerin, piyasa işleyişi ve piyasanın kendilerine kazandırabileceği gelir konusunda yeterince bilgi sahibi olmaması ve/veya piyasaya güvenlerinin yeterince oluşmamış olmasıdır.

Ödünç piyasasındaki arz yetersizliğinin bir diğer nedeni Yatırım Fonlarına ilişkin mevzuat hükümlerinden kaynaklanmaktadır. Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 42/j maddesine göre Yatırım Fonları, portföylerindeki menkul kıymetlerin piyasa değerinin en fazla %25'i tutarındaki menkul kıymetleri ödünç verebilmekte veya aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilmektedir. Ancak, bu işlemlerde ödünce konu senetlerin en az %100'ü kadar nakit veya DİBS teminatı aranmaktadır. Bu durum ödünç piyasasına en önemli katkıyı sağlayacak Yatırım Fonlarının piyasaya katılmalarını kısıtlamaktadır. Bu sorunu aşmak üzere; Yatırım Fonlarının ödünç verebilecekleri/alabilecekleri oranının yükseltilmesin ve/veya teminat oranlarının düşürülmesin uygun olacağı düşünülmektedir.

Ödünç piyasasının bütünleyicisi açığa satış piyasasıdır. Açığa satış işlemlerine işlerlik kazandırılması ödünç piyasasını da canlandıracaktır. Ülkemiz dışında açığa satış işlemlerini, işlemin gerçekleştirilme esnasında piyasanın bilgisine sunulması yöntemi (açığa satış tuşu) Avrupa ülkelerinde sadece Yunanistan'da bulunmaktadır. Ülkemizdeki düzenleme ABD piyasaları örnek alınarak hazırlanmıştır. Ancak, açığa satış işleminin işlem esnasında bildirilmesi piyasa katılımcıları için caydırıcı olabilmektedir. Bu çerçevede, düzenlemenin gözden geçirilmesi düşünülebilir.

4. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA AÇIĞA SATIŞ VE MENKUL KIYMET ÖDÜNÇ İŞLEMLERİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

4.1. İMKB’de Yapılan Açığa Satış İşlemlerinin Genel Analizi

4.1.1. Genel Metodoloji

İMKB’de işlem gören ve açığa satışı konu hisse senetleri ile yapılan bu çalışmada 2006-2007 yılları arasında açığa satış işlemleri ile ilgili olarak bir dizi soruya yanıt aranmıştır:

- Açığa satışı konu hisse senetleri belli birtakım özelliklerine göre gruplandırılabilir mi?
- Açığa satış genel olarak ne kadar sıklıkla yapılmaktadır. Yani İMKB’de hisse senedi satın alan kişinin açığa satış yapmış olan birinden bu hisse senedini satın almış olma olasılığı nedir?
- Açığa satış yapanlar bir strateji izliyorlar mı? Geri dönüşü veya getirisi çok yüksek olan hisse senetleri için mi yoksa performansı kötü olan hisse senetleri için mi açığa satış yapılıyor?
- Açığa satış daha çok yüksek işlem hacmine sahip hisse senetleri için mi yapılıyor yoksa daha düşük işlem hacmine sahip hisse senetleri için mi yapılıyor?
- Ödünç Pay Senedi Piyasası’nda ödünce konu hisse senetleri ile İMKB’de yapılan açığa satış işlemleri arasında bir ilişki tanımlanabilir mi?

Yukarıda listelenmiş olan sorulara yanıt aranırken ilk olarak Kümeleme Analizi (Cluster Analysis) yapılmıştır. Bu yöntem kullanılarak ilgili değişkenler arasında gruplar oluşturulmuştur.

2006-2007 tarihleri arasında iki yıllık dönem için İMKB’de işlem gören ve açığa satışa konu olmuş hisse senetleri aşağıdaki başlıklar altında kümelenemiştir:

- açığa satış miktarları
- işlem miktarları

Bu çalışma kapsamında yapılan kümeleme analizinde hiyerarşik kümeleme analizi (hierarchical cluster analysis) kullanılmıştır. Hisse senetleri değişkenler olarak tanımlanmıştır.

Analiz çalışmasının devamında Eylül-Kasım 2007 dönemine ait 3 aylık veri seti üzerinde birtakım istatistikler ile bu dönem içinde İMKB’de işlem gören tüm hisse senetlerine ait açığa satış işlemlerinin genel olarak analizi yapılmış ve yukarıda listelenmiş olan sorulara cevap aranmıştır.

Çalışmada kümeleme analizi ve diğer istatistik analizler SPSS Paket Programı (Statistical Package for Social Sciences) kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

4.1.1.1. Kümeleme Analizi

Doğal sınıflamaları hakkında açık bilgi bulunmayan durumlarda, popülasyona ilişkin tahminlerin yapılmasında yararlı olan bir yöntemler topluluğu olarak tanımlanan kümeleme analizi, araştırmacıya, üzerinde çalışılan gözlemler topluluğunu, kendi içinde türdeş fakat diğerlerinden farklı olacak biçimde kümeler ayırma olanağı tanıyan, çok değişkenli istatistiksel analiz tekniğidir²⁴⁹.

Kümeleme analizinin temel amacı n sayıda gözlemi, p sayıda değişkene göre saptanan özelliklerine göre olabildiğince kendi içinde türdeş (homojen) ve kendi

²⁴⁹ Subhash Sharma, **Applied Multivariate Techniques**, USA:J.Wiley and Sons Inc., 1996, s. 185.

aralarında farklı (heterojen) alt gruplara (küme) ayırmaktır²⁵⁰. Kümeleme analizi veriyi anlamlı, yararlı veya hem anlamlı hem de yararlı gruplara (kümelere) ayırır. Eğer amaç anlamlı gruplar ise, bu durumda kümeler verinin doğal yapısını yakalamalıdır. Bununla birlikte bazı durumlarda, kümeleme analizi başka amaçlar için yalnızca bir başlangıç noktasıdır, örneğin verinin özetlenmesi gibi .

Kümeleme analizi veri nesnelere yalnızca nesnelere tanımlayan ve ilişkilerini ortaya koyan verilerden çıkarılacak bilgiler ışığında gruplar. Amaç aynı grup içerisindeki nesnelere birbirine benzer veya ilişkili olması; farklı gruptakilerin ise birbirinden farklı olması veya ilişkilerinin bulunmamasıdır. Aynı gruptakilerin birbirine benzeme oranı veya farklı gruptakilerin ise birbirinden farklı olma oranları kümelemenin ne kadar iyi olduğunu veya kümelerin birbirlerinden ne kadar kesinlikle ayrıldıklarının göstergesidir.

Kullanım alanına göre kümeleme analizinin amaçları aşağıdaki gibi sıralanabilir ,

- Doğru tiplerin belirlenmesi
- Model oluşturmak
- Gruplara dayalı tahmin
- Hipotez testi
- Veri araştırma (inceleme)
- Hipotez oluşturma
- Veri indirgeme

Kümeleme analizinde pek çok teknik kullanılabilir. Bununla birlikte kümeleme teknikleri hiyerarşik ve hiyerarşik olmayan teknikler olmak üzere iki grupta incelenebilir.

²⁵⁰ Kazım Özdamar, **Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi (Çok Değişkenli Analizler)**, 4.Baskı, Eskişehir: Kaan Kitabevi, 2002, s. 279.

1- Hiyerarşik Kümeleme Teknikleri

Hiyerarşik kümeleme teknikleri, kümeleri peş peşe birleştirme sürecidir ve bir grup, diğeri ile bir kez birleştirildikten sonra, daha sonraki adımlarda kesinlikle ayrılamaz. Hiyerarşik tekniklerin ağaç diyagramları ile gösterilen sonuçlarına dendogram denir.

Anderberg²⁵¹, hiyerarşik kümeleme tekniklerinin, araştırmacının incelediği veri setinde kaç grup bulunduğunu başlangıçta bilmediği durumlarda çok uygun bir yöntem olduğunu ve yöntemin araştırmacıya incelediği veri setinde daha önce gözlemlenmemiş ilişkileri ve prensipleri keşfetme olanağı vermesi nedeniyle de faydalı olduğunu belirtmektedir.

Hiyerarşik kümeleme tekniği tipik olarak sayısı 250'den az olan küçük örneklem gruplarının analizinde etkin olarak kullanılan bir yöntemdir²⁵².

2- Hiyerarşik Olmayan Kümeleme Teknikleri

Birimlerin kendi içinde homojen ve kendi aralarında heterojen olan kümelere ayrılmasını hedefleyen ve prototip aracılığı ile alt populasyonların parametre tahminlerini yapmayı amaçlayan tekniktir. Genellikle büyük örneklem gruplarının analizinde tercih edilmektedir.

Hiyerarşik olmayan teknikler düğüm yöntemleri olarak da adlandırılır. Küme sayısı konusunda ön bilgi varsa ya da araştırmacı anlamlı olarak küme sayısına karar vermiş ise bu durumda hiyerarşik olmayan yöntemler kullanılmaktadır.

Bu çalışmada kümeleme analizinin amacı, hisse senetlerini açığa satış miktarları ve toplam işlem miktarları açısından benzerliklerine göre gruplandırmaktır.

Kümeleme analizi esas olarak dört aşamada gerçekleştirilmektedir. İlk aşama veri matrisinin oluşturulmasıdır. İkinci aşama gözlenen nesnel arasındaki benzerlikleri ve uzaklıkları tespit etmek amacıyla benzerlik ölçüsünün seçimidir. Üçüncü aşama

²⁵¹ Michael R. Anderberg, **Cluster Analysis for Applications**, New York: Academic Press, 1973, s.22.

²⁵² Brian Everitt and Sabine Landau, **Cluster Analysis**, London: Hodder Arnold Publications, 2001, s. 156.

kümeleme tekniğinin seçilmesi ve uygulanmasıdır. Nesnelere gruplamada kullanılan farklı yöntemler vardır. Bunlardan başlıcaları; tam bağlantı yöntemi (complete linkage), ortalama bağlantı yöntemi (average linkage) ve Ward Yöntemi'dir. Son aşama elde edilen uzaklık katsayıları veya ağaç grafiği (dendogram) yardımıyla birbirine benzeyen nesnelere oluşan grup sayısının belirlenmesidir.

4.1.1.2. Korelasyon Analizi

Korelasyon analizi iki değişken arasındaki ilişkinin derecesini ve yönünü belirlemek amacıyla kullanılan istatistik yöntemlerden birisidir. Değişkenler arasındaki ilişkinin yönü ve derecesinin ölçülmesinde korelasyon katsayısından yararlanır. Korelasyon katsayısı -1 ile +1 arasında değişen değerler alır. Korelasyon katsayısının 1'e yaklaşması ilişkinin güçlü, 0'a yaklaşması ise ilişkinin zayıf olduğunu gösterir. Korelasyon katsayısının 0'a eşit veya yakın olması iki değişken arasında ilişki olmadığını göstermez. Korelasyon katsayısı 0 değeri aldığı anda, iki değişken arasında doğrusal olmayan ilişki söz konusu olabilir. Korelasyon katsayısının işareti iki değişken arasındaki ilişkinin yönünü gösterir. İşaret eksi (-) ise bu, iki değişken arasındaki ilişkinin ters yönlü (negatif) olduğunu, işaret artı (+) ise bu, iki değişken arasındaki ilişkinin aynı yönlü (pozitif) olduğunu gösterir²⁵³.

Korelasyon katsayısının yorumunu, tam değerler dışında ara değerler için yapmak oldukça güçtür. Ara değerler için katsayı değerlendirirken, örnek gözlem sayısı oldukça önemlidir. Çok fazla gözleme dayanan değerlendirmelerde 0.25'e kadar düşmüş bir korelasyon katsayısı bile anlamlı sayılabilmektedir. Fakat az sayıda, 10-15 gözleme dayanan değerlendirmelerde korelasyon katsayısının 0.71 üstünde olması beklenir. Populasyona göre normal sayılacak kadar bir gözlem sayısı alınarak bakılmış gözlem grupları için genellikle, 0-0.49 arasında ise korelasyon zayıf, 0.5-0.74 arasında ise orta derecede, 0.75-1 arasında ise kuvvetli ilişki vardır denilmektedir. Basit korelasyon analizinden söz edilebileceği gibi, çoklu korelasyon analizi yapmak da mümkündür.

²⁵³ Fazıl Güler, *İstatistik Metodları ve Uygulamaları*, İstanbul:Beta, 2005, s. 254.

4.1.2. Çalışmanın Kısıt ve Varsayımları

Açığa satış verisinin yayınlanma sıklığı ülkeden ülkeye değişmektedir. İMKB’de yapılan açığa satış işlemleri günlük olarak yayınlanmaktadır. Bu çalışmada açığa satış işlemlerinin gün içerisindeki ve günlük karakteristiği incelenmiştir.

İstatistik analizler yapılmadan önce hisse senetleri kümeleme analizi yöntemi ile açığa satış işlem miktarları ve toplam işlem miktarlarına göre gruplanmıştır ve daha sonra elde edilen kümeler yorumlanmıştır. Kümeleme analizi istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç çıkarmaktan çok araştırma ve tanımlama amaçlı olarak kullanılan bir yöntem olarak uygulamada yer bulmaktadır. Çok sayıda değişkenin yine çok sayıda olan gözlem konusu birimler üzerindeki etkisini görme olanağı vermesi açısından oldukça faydalı bir araştırma yöntemidir²⁵⁴.

Kümeleme analizi için veri setimiz İMKB’de 2006-2007 tarihleri arasında yapılan açığa satış işlemlerinden oluşmaktadır. Bu zaman aralığı 502 işlem gününü içermektedir. Bu iki yıllık süre içinde açığa satışa yoğun olarak konu olmuş 29 adet isse senedini kapsayan küme kullanılmıştır. Bu küme aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

Miktar

Açığa Satış Hisse Miktarı (adet) / Toplam Hisse Miktarı (adet)

2006-2007 tarihleri arasında her bir hisse senedi için günlük yukarıdaki formül ile “Miktar” değişkeni hesaplanmış, bir seri oluşturulmuş ve bu serinin 2 yıllık ortalaması alınmıştır. 2 yıllık ortalama değeri 0.02 nin üzerinde kalan hisse senetleri kümeye dahil edilmiştir.

İstatistik analizler için veri setimiz İMKB’de 2006-2007 tarihleri arasında en yoğun olarak açığa satışın izlendiği Eylül-Kasım 2007 tarihleri arasında üç aylık süre boyunca yapılan açığa satış işlemlerinden oluşmaktadır. Bu üç aylık süre içinde açığa satışa konu olmuş İMKB’de işlem görmüş tüm hisse senetleri analizlere dahil edilmiştir.

²⁵⁴ Leonard Kaufman and Peter Rousseeuw, **Finding Groups in Data: An Introduction to Cluster Analysis**, USA: J.Wiley and Sons Inc., 2005, s. 186.

İMKB’de açığa satış olarak yayınlanmakta olan veriler seansta emir giriş esnasında Açığa Satış emir türünde girilen gerçekleşmiş sözleşmelerden oluşmaktadır.

Açığa satış yapan kişilerin hisse senedi fiyatlarının düşeceği beklentisi içerisinde açığa satış yaptığı varsayımından yola çıkmıştır.

Tablo 3 Kümeleme Analizine Konu Hisse Senetleri

Tanım	Adı	Sektör
AKBNK	AKBANK T.A.Ş.	BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI
ARFYO	ALTERNATİF YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI
BANVT	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SAN.A.Ş.	GIDA MADDELERİ SANAYİİ
DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ
EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FAB. A.Ş.	DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ
GARAN	T.GARANTİ BANKASI A.Ş.	BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI
GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK SAN.İTH.İHR.A.Ş.	DİĞER İMALAT SANAYİİ
GRNYO	GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI
HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI
IHLAS	İHLAS HOLDİNG A.Ş.	HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ
IPMAT	İPEK MATBAACILIK SAN. VE TİC.A.Ş.	KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN
ISAMB	IŞIKLAR AMBALAJ SANAYİİ VE T.A.Ş.	KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ SANAYİİ
ISCTR	T.İŞ BANKASI A.Ş. (C) GRUBU	BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI
KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.	HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ
KOZAD	KOZA DAVETİYE MAĞAZA İŞLETMELERİ VE İHR. A.Ş.	KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN
KRDMA	KARDEMİR -A- KARABÜK DEMİR ÇELİK SAN. A.Ş.	DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ
KRDMB	KARDEMİR-B-KARABÜK DEMİR ÇELİK SAN. A.Ş.	DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ
KRDMD	KARDEMİR -D- KARABÜK DEMİR ÇELİK A.Ş.	DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ
MMART	MARMARİS MARTI OTEL İŞLETMELERİ A.Ş.	OTEL, MOTEL, PANSİYON, KAMP VE DİĞER KONAKLAMA
NTHOL	NET HOLDİNG A.Ş.	HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ
NTTUR	NET TURİZM TİC.VE SAN.A.Ş.	OTEL, MOTEL, PANSİYON, KAMP VE DİĞER KONAKLAMA
SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ
SASA	ADVANSA SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	ÇEŞİTLİ PETROL VE KÖMÜR TÜREVLERİ SANAYİİ
VAKBN	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O	BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI
YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI
DJIST	DOW JONES İSTANBUL 20 ATİPİ BORSA YAT. FONU	BORSA YATIRIM FONLARI
ISDJE	İŞ YAT.DOW JONES TÜRKİYE EŞİT AĞIR.15 A TİPİ B.YF	BORSA YATIRIM FONLARI
ISATR	T.İŞ BANKASI A.Ş. (A) GRUBU	BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI
MTEKS	METEMTEKS TEKSTİL SAN.VE TİC.A.Ş.	DOKUMA SANAYİİ

Kaynak: Takasbank ÖPSP Piyasası Verileri

4.1.3. Açığa Satışa Konu Hisse Senetleri İçin Kümeleme Analizi

Açığa Satış İşlem Miktarları

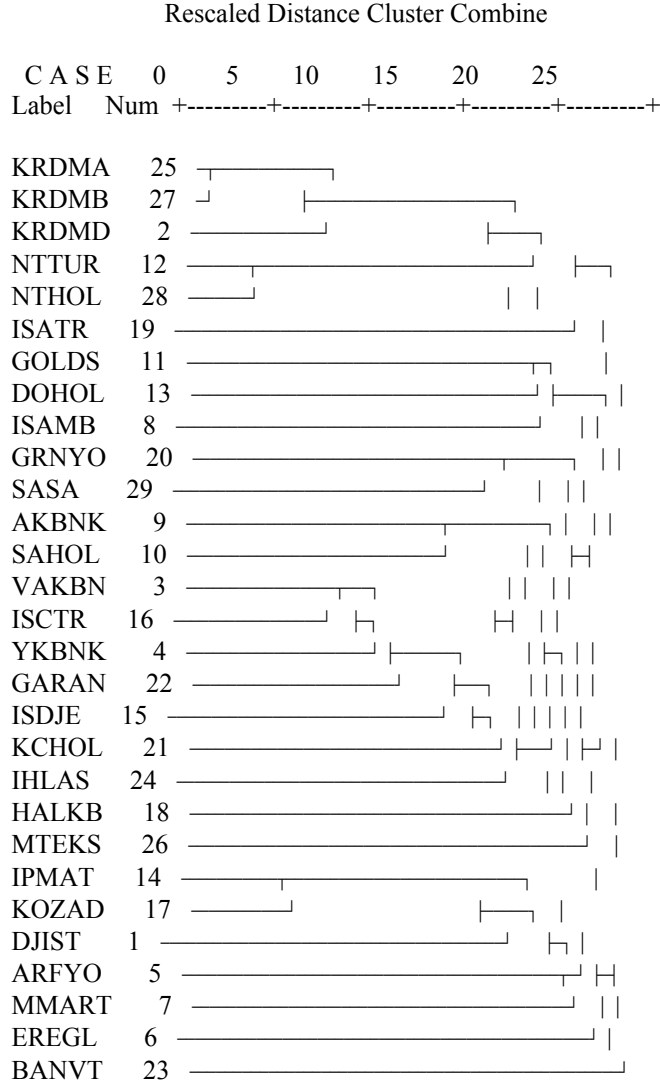
Aşağıda açığa satış işlem miktarları için ortalama bağlantı (gruplar arası) yöntemi (Average Linkage (Between Groups)) ile yapılan kümeleme işlemi için birleştirme planı (Agglomeration Schedule) ve dendrogram görülmektedir.

Tablo 4 Açığa Satış İşlem Miktarı Kümeleme Analizi Birleştirme Planı Ve Dendrogramı

Stage	Cluster Combined		Coefficients		Stage Cluster First Appears		Next Stage
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 1	Cluster 2	
1	25	27	98,088	0	0	4	
2	12	28	246,394	0	0	13	
3	14	17	312,674	0	0	15	
4	2	25	394,474	0	1	13	
5	3	16	425,690	0	0	6	
6	3	4	499,392	5	0	7	
7	3	22	543,571	6	0	9	
8	9	10	631,249	0	0	16	
9	3	15	695,126	7	0	10	
10	3	21	741,599	9	0	12	
11	20	29	770,143	0	0	19	
12	3	24	796,567	10	0	16	
13	2	12	828,665	4	2	22	
14	11	13	832,548	0	0	17	
15	1	14	844,782	0	3	21	
16	3	9	863,450	12	8	19	
17	8	11	887,281	0	14	24	
18	5	7	903,621	0	0	21	
19	3	20	908,695	16	11	20	
20	3	18	917,093	19	0	23	
21	1	5	929,457	15	18	25	
22	2	19	950,860	13	0	27	
23	3	26	953,287	20	0	24	
24	3	8	970,269	23	17	27	
25	1	6	994,406	21	0	26	
26	1	23	1015,522	25	0	28	
27	2	3	1030,183	22	24	28	
28	1	2	1042,151	26	27	0	

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Average Linkage (Between Groups)



Hiyerarşik kümeleme yöntemi ile açığa satış işlem miktarları analiz edildiğinde 29 adet hisse senedi şu şekilde kümelenmiştir.

1. Küme : VAKBN, ISCTR, YKBNK, GARAN, ISDJE
2. Küme : KRDMA, KRDMB, KRDMD
3. Küme : NTTUR, NTHOL
4. Küme : AKBNK, SAHOL

5. Küme : IPMAT, KOZAD
6. Küme : ISATR
7. Küme : GOLDS
8. Küme : DOHOL
9. Küme : ISAMB
10. Küme : GRNYO
11. Küme : SASA
12. Küme : KCHOL
13. Küme : IHLAS
14. Küme : HALKB
15. Küme : MTEKS
16. Küme : DJIST
17. Küme : ARFYO
18. Küme : MMART
19. Küme : EREGL
20. Küme : BANVT

Bu kümeler içerisinde ilk beş küme birden fazla hisse senedi içermektedir ve bu kümeler içerisinde yer alan hisse senetlerinin ortak özellikleri aşağıda açıklanmıştır.

Birinci kümede yer alan beş hisse senedinin (VAKBN, ISCTR, YKBNK, GARAN) dördünün ortak özellikleri :

- Bankacılık sektörüne ait olmaları

- İMKB(XU030) endeksine dahil olmalarıdır.

Birinci kümede yer alan diğer hisse senedi ISDJE'nin özelliği :

- Borsa yatırım fonu olmasıdır.

İkinci kümede yer alan üç hisse senedinin (KRDMA, KRDMB, KRDMD) ortak özellikleri :

- Demir, çelik, metal ana sanayi sektörüne ait olmaları
- İMKB(XU100) DIŞI endeksine dahil olmalarıdır.

Üçüncü kümede yer alan iki hisse senedinin (NTTUR, NTHOL) ortak özellikleri :

- Aynı holdinge ait şirket olmaları

Dördüncü kümede yer alan iki hisse senedinin (AKBNK, SAHOL) ortak özellikleri :

- İMKB(XU030) endeksine dahil olmaları
- Aynı holdinge ait şirket olmalarıdır.

Beşinci kümede yer alan iki hisse senedinin (IPMAT, KOZAD) ortak özellikleri :

- Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektörüne ait olmalarıdır.

Toplam İşlem Miktarları

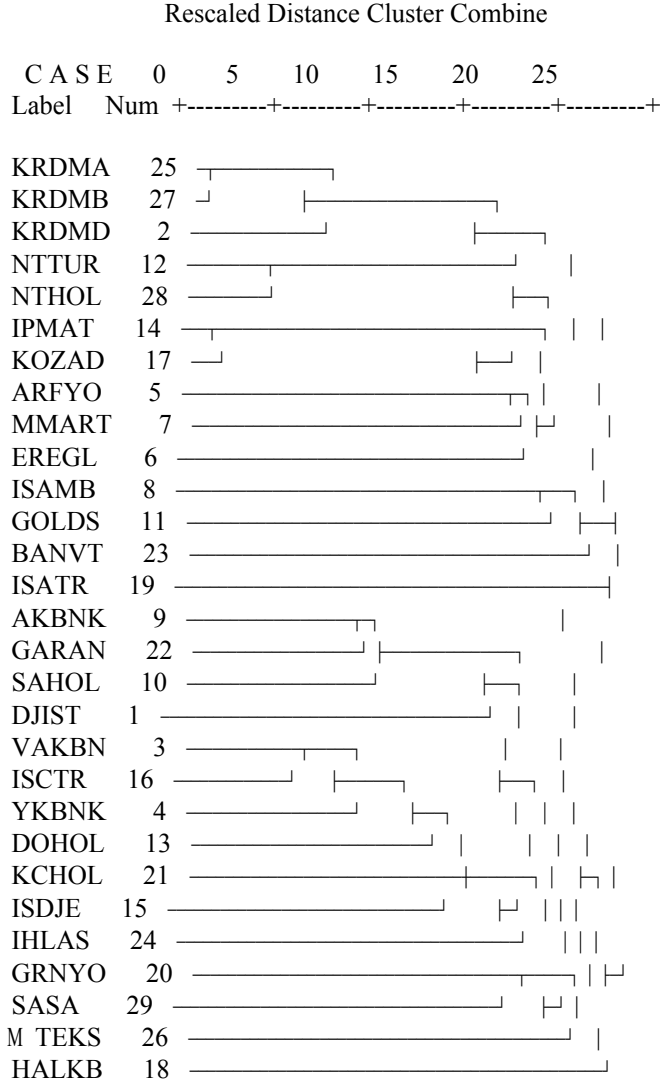
Aşağıda toplam işlem miktarları için ortalama bağlantı (gruplar arası) yöntemi (Average Linkage (Between Groups)) ile yapılan kümeleme işlemi için birleştirme planı (Agglomeration Schedule) ve dendrogram görülmektedir.

Tablo 5 Toplam İşlem Miktarı Kümeleme Analizi Birleştirme Planı Ve Dendrogramı

Stage	Cluster Combined		Coefficients		Stage Cluster First Appears		Next Stage
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 1	Cluster 2	
1	25	27	55,156	0	0		5
2	14	17	119,170	0	0		19
3	12	28	222,614	0	0		15
4	3	16	316,996	0	0		6
5	2	25	334,612	0	1		15
6	3	4	423,814	4	0		9
7	9	22	437,172	0	0		8
8	9	10	479,014	7	0		13
9	3	13	563,259	6	0		10
10	3	21	644,015	9	0		11
11	3	15	662,574	10	0		16
12	20	29	766,312	0	0		21
13	1	9	780,364	0	8		18
14	5	7	780,633	0	0		17
15	2	12	792,250	5	3		24
16	3	24	806,834	11	0		18
17	5	6	812,294	14	0		19
18	1	3	844,750	13	16		22
19	5	14	849,890	17	2		24
20	8	11	852,700	0	0		23
21	20	26	891,948	12	0		22
22	1	20	911,916	18	21		25
23	8	23	915,410	20	0		26
24	2	5	938,088	15	19		26
25	1	18	962,034	22	0		28
26	2	8	1000,394	24	23		27
27	2	19	1008,133	26	0		28
28	1	2	1025,243	25	27		0

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Average Linkage (Between Groups)



Hiyerarşik kümeleme yöntemi ile toplam işlem miktarları analiz edildiğinde 29 adet hisse senedi şu şekilde kümelendi.

1. Küme : VAKBN, ISCTR, YKBNK, DOHOL, KCHOL, ISDJE
2. Küme : AKBNK, GARAN, SAHOL
3. Küme : IPMAT, KOZAD

4. Küme : NTTUR, NTHOL
5. Küme : KRDMA, KRDMB, KRDMD
6. Küme : IHLAS
7. Küme : GRNYO
8. Küme : SASA
9. Küme : MTEKS
10. Küme : HALKB
11. Küme : DJIST
12. Küme : ISAMB
13. Küme : GOLDS
14. Küme : BANVT
15. Küme : ISATR
16. Küme : ARFYO
17. Küme : MMART
18. Küme : EREGL

Bu kümeler içerisinde ilk beş küme birden fazla hisse senedi içermektedir ve bu kümeler içerisinde yer alan hisse senetlerinin ortak özellikleri aşağıda açıklanmıştır.

Birinci kümede yer alan altı hisse senedinin (VAKBN, ISCTR, YKBNK) üçünün ortak özellikleri :

- Bankacılık sektörüne ait olmaları
- İMKB(XU030) endeksine dahil olmalarıdır.

Birinci kümede yer alan diğer hisse senedi ISDJE'nin özelliği :

- Borsa yatırım fonu olmasıdır.

Birinci kümede yer alan diğer iki hisse senedi (KCHOL, DOHOL)nin özelliği :

- Holding şirketi olmaları

İkinci kümede yer alan iki hisse senedinin (AKBNK, SAHOL) ortak özellikleri :

- İMKB(XU030) endeksine dahil olmaları
- Aynı holdinge ait şirket olmalarıdır.

İkinci kümede yer alan iki hisse senedinin (AKBNK, GARAN) ortak özellikleri :

- Bankacılık sektörüne ait olmaları
- İMKB(XU030) endeksine dahil olmalarıdır.

Üçüncü kümede yer alan iki hisse senedinin (IPMAT, KOZAD) ortak özellikleri :

- Kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın sektörüne ait olmalarıdır.

Dördüncü kümede yer alan iki hisse senedinin (NTTUR, NTHOL) ortak özellikleri :

- Aynı holdinge ait şirket olmaları

Beşinci kümede yer alan üç hisse senedinin (KRDMA, KRDMB, KRDMD) ortak özellikleri :

- Demir, çelik, metal ana sanayi sektörüne ait olmaları
- İMKB(XU100) DIŞI endeksine dahil olmalarıdır.

4.1.4. Açığa Satış İşlemleri İçin Genel İstatistik Analizler

İstatistik analizleri içeren tablolarda yer alan ve yorumlanacak olan tanımlayıcı istatistikler aşağıda açıklanmıştır:

Ortalama (Mean)

$$\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n X_i}{n} = \frac{X_1 + X_2 + \dots + X_n}{n}$$

Standart Sapma (Standart Deviation)

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{N}}$$

Değişim Katsayısı (Coefficient of Variation)

$$DK = \frac{\sigma}{\bar{X}} \times 100$$

Tablolarda kullanılan değişkenlerin anlamı ve hesaplanma yöntemleri aşağıda açıklanmıştır:

Sayı

Açığa Satış Sözleşme Sayısı / Toplam Sözleşme Sayısı

Miktar

Açığa Satış Hisse Miktarı (adet) / Toplam Hisse Miktarı (adet)

4.1.4.1. Açığa Satış Dağılımının Analizi

Pek çok uygulamacı açığa satışın NASDAQ hisse senedi piyasası ve diğer ABD piyasalarında çok sık uygulanmadığına inanmaktadır. Bu inanın altında yatan sebep açığa satış gibi riskli ve maliyetli işlem stratejilerini gerçekleştiren kişilerin çok

iyi bilgilenmiş ve hırslı yatırımcılar olduğu ve bu tip yatırımcıların çok büyük geri dönüşler beklentisi ile bu tür işlemleri yaptığıdır²⁵⁵. İMKB piyasasında açığa satış işlemi yapan yatırımcıların örnek veri setimiz için davranışı istatistik yöntemler ile açıklanmaya çalışılmıştır.

Eylül-Kasım 2007 tarihleri arasında üç aylık süre boyunca İMKB’de gerçekleşmiş olan açığa satış sözleşme sayısının toplam sözleşme sayısına oranı ile açığa satış hisse miktarının (adet) o gün işlem gören toplam hisse miktarına oranı hisse senedi bazında günlük olarak hesaplanmış ve elde edilen bu seri üzerinde açığa satış işlemlerinin dağılımı ile ilgili istatistiksel hesaplamalar yapılmıştır. Bu seri oluşturulurken hisse senetleri için toplam işlem adedi ve açığa satış işlem adedinin sıfırdan büyük olduğu günler dikkate alınmıştır. Aşağıdaki tablo 7686 adet kayıttan oluşmuş veri seti üzerinde yapılan hesaplamaların sonuçlarını içermektedir.

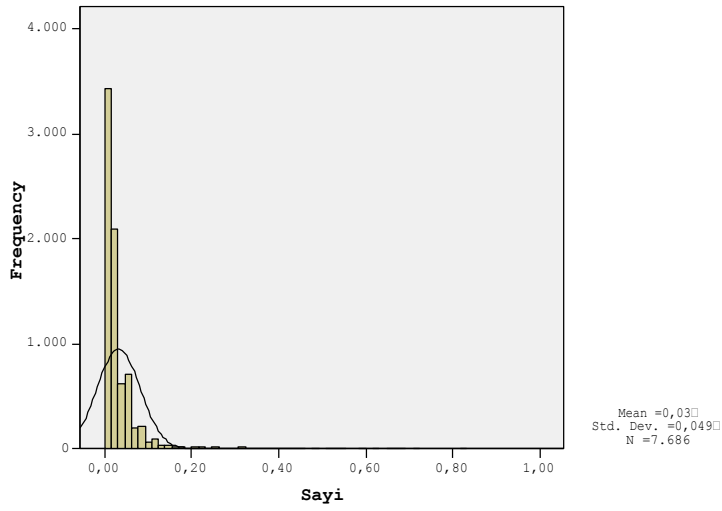
Tablo 6 Açığa Satış Dağılımı İstatistikleri

Statistics

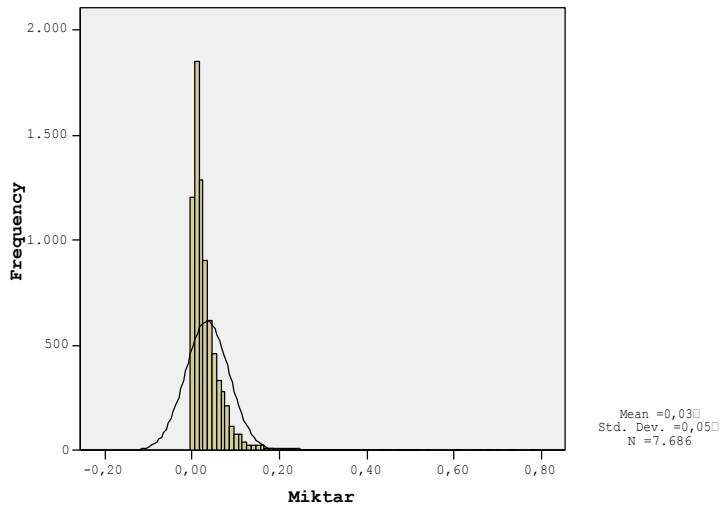
		Sayı	Miktar
N	Valid	7686	7686
	Missing	0	0
Mean		,0316	,0342
Std. Error of Mean		,00056	,00057
Median		,0200	,0200
Mode		,01	,01
Std. Deviation		,04945	,04978
Variance		,002	,002
Skewness		5,724	5,778
Std. Error of Skewness		,028	,028
Kurtosis		50,811	54,009
Std. Error of Kurtosis		,056	,056
Range		,82	,78
Minimum		,00	,00
Maximum		,82	,78
Sum		242,62	262,69
Percentiles	20	,0100	,0100
	40	,0100	,0200
	60	,0200	,0300
	80	,0400	,0500

²⁵⁵ Angel, Christophe and Ferri, s. 66-73.

Sayi



Miktar



Her bir hisse için günlük ‘‘Sayı’’ yani ‘‘Açığa Satış Sözleşme Sayısı / Toplam Sözleşme Sayısı’’ ortalama değeri olarak %3,16 bulunmuştur. Bu değer İMKB’de işlem gören her 31 sözleşmeden (100/3,16) birinin açığa satış işlemi sonucu olduğunu göstermektedir. %2 lık Median (ortanca) değerinin %3,16 ortalama değerinden düşük olması belli hisse senetlerinde yoğunlaşmanın olduğunu göstermektedir.

Her bir hisse için günlük ‘‘Miktar’’ yani ‘‘Açığa Satış Hisse Miktarı / Toplam Hisse Miktarı’’ ortalama değeri olarak %3,42 bulunmuştur. Bu değer İMKB’de işlem gören her 29 adet hisseden (100/%3,42) bir adedinin açığa satışa konu olduğunu göstermektedir.

Diamond ve Verrecchia²⁵⁶ piyasada işlem yapanların, açığa satışın maliyeti hakkında gerekli bilgiye sahip bir şekilde, yapılan alış satış işlemlerine bakarak gerekli bilgiyi edindiklerini kabul eder. Diğer bir deyişle yatırımcılar etkin piyasalar hipotezinde varsayıldığı şekilde beklentilerini mantıksal bir şekilde oluştururlar.

Açığa Satış Sözleşme Sayısı / Toplam Sözleşme Sayısı (%3,16) ortalama değerinin < Açığa Satış Hisse Miktarı / Toplam Hisse Miktarı (%3,42) ortalama değerinden küçük olması bir açığa satış işleminin adet (lot) olarak ortalama büyüklüğünün normal bir satış işleminin ortalama büyüklüğünden daha fazla olduğu izlenmektedir. Eğer açığa satış yapanlar iyi bilgilenmiş hırslı yatırımcılar ise açığa satış stratejisi izlemeyen bir yatırımcı ile kıyaslandığında daha büyük hacimlerde işlem yapma eğilimi göstereceklerdir. Yukarıdaki değerler de açığa satış işleminin daha az sayıda yatırımcı tarafından ancak daha büyük hacimlerde yapıldığını göstermektedir.

4.1.4.2. Açığa Satış ve Fiyat Performansı

Senchack ve Starks²⁵⁷ açığa satış miktarının tahmin gücünü test etmişlerdir. Opsiyonların açığa satış ile kıyaslanınca daha düşük maliyetli olduğunu ve opsiyon işlem hacimlerine ve fiyatlarına bakarak açığa satış oranları açıklanmadan önce hisse senedinin performansı ile ilgili bilginin edinilebileceğine dikkat çekmişlerdir. Açığa satış oranı arttıca fiyatların buna tepkisinin negatif yönde artış göstereceğini ancak

²⁵⁶ Diamond and Verrecchia, 1987, s. 277.

²⁵⁷ Senchack and Starks, s. 177-194.

opsiyon yazılmış olan hisse senetlerinin göstermiş olduğu tepkinin bu boyutta olmayacağını tespit etmişlerdir. Açığa satış oranındaki yükselişe fiyatların göstermiş olduğu tepkinin analizi Diamond ve Verrecchia'nın hipotezinin test edilmesidir.

Asquith ve Meulbroek²⁵⁸ ve Danielsen ve Sorescu²⁵⁹ tespitlerine göre açığa satış kapsamında açığa satış oranında değişiklik, açığa satış ile ilgili düzenlemeler veya opsiyonlar negatif geri dönüşler ile alakalıdır. Açığa satış ile ilgili kısıtlamaların olduğu durumlarda negatif bilginin fiyatlara yansması çok yavaş olmaktadır.

03 Eylül 2007 ve 30 Kasım 2007 tarihlerindeki kapanış fiyat değerleri dikkate alınarak yapılan analizler

Tablolarda kullanılan değişkenlerin anlamı ve hesaplanma yöntemleri aşağıda açıklanmıştır:

KAPANISGETIRI

03 Eylül ve 30 Kasım 2007 tarihlerindeki hisse senedi kapanış fiyatları dikkate alınarak hesaplanmış 3 aylık getiri

Logaritma (Kapanış Fiyatı (30 Kasım) / Kapanış Fiyatı (03 Eylül))

²⁵⁸ Paul Asquith and Lisa Meulbroek, "An Empirical Investigation of Short Interest," **Working Paper, Harvard Business School, Harvard University HBS Number : 96-012**, (September, 1995).
<http://www.hbs.edu/research/facpubs/workingpapers/papers9596.html> , (Erişim: 07 Haziran 2008).

²⁵⁹ Danielsen and Sorescu, s. 451-484.

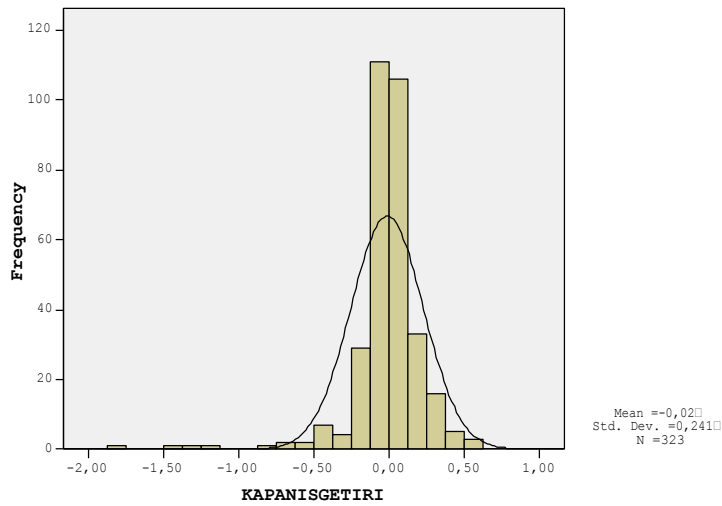
Tablo 7 Aıa Satış ve Fiyat Performansı İstatistikleri

Statistics

KAPANISGETIRI

	Valid	
	Missing	
N	323	0
Mean		-.0162
Std. Error of Mean		.01341
Median		.0000
Mode		.01
Std. Deviation		.24100
Variance		.058
Skewness		-2.885
Std. Error of Skewness		.136
Kurtosis		17.588
Std. Error of Kurtosis		.271
Range		2.47
Minimum		-1.86
Maximum		.61
Sum		-5.23
Percentiles	20	-.1000
	40	-.0300
	60	.0200
	80	.1000

Histogram



Tablo 8 Açığa Satış ve Fiyat Performansı Karşılaştırmalı Getiri Grupları İstatistikleri

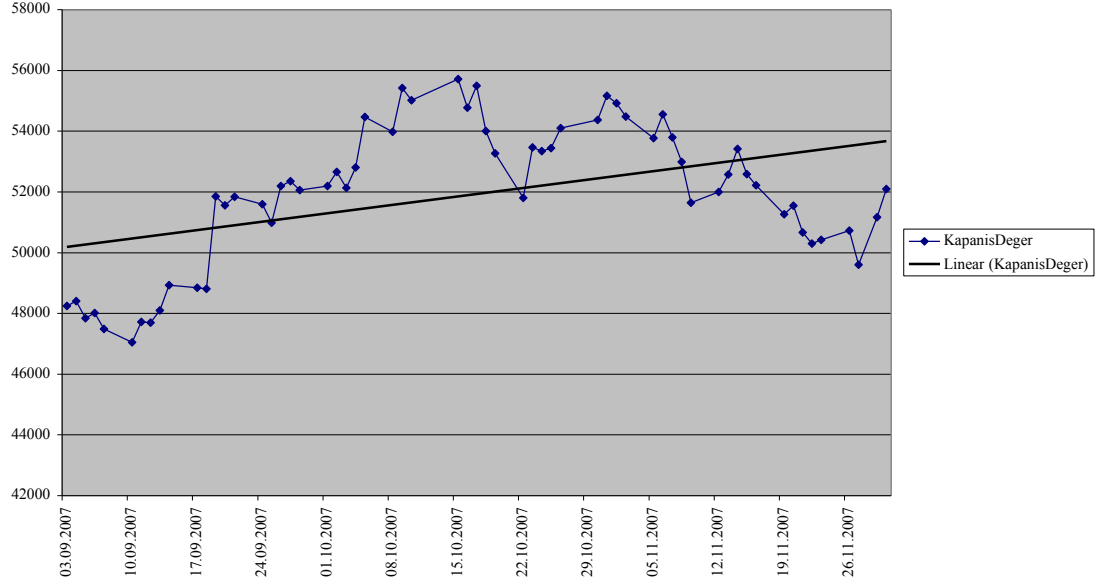
Gruplar	1. Grup (En Yüksek Getiri) 2029 kayıt	2. Grup 1641 kayıt	3. Grup 1528 kayıt	4. Grup 1068 kayıt	5. Grup 1357 kayıt
Mean	0,0281	0,0387	0,0332	0,0308	0,0276
Sayı	0,0324	0,0398	0,0363	0,0329	0,0292
Miktar					
Median	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
Sayı	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
Miktar					
Mode	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Sayı	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Miktar					
Std. Deviation	0,02896	0,07657	0,04577	0,04714	0,03586
Sayı	0,03412	0,07672	0,04592	0,04466	0,03369
Miktar					
DK	%103	%197	%137	%153	%129
Sayı	%105	%192	%126	%135	%115
Miktar					

Analizlerde en düşük getiri dilimine (5. Grup) ait hisse senetleri için açığa satış ortalama değeri “Sayı” ve “Miktar” için (%2,76, %2,92) diğer dilimler kıyaslandığında daha düşük değerlere sahiptir. Açığa satış yüksek getirisi olan hisse senetlerinde, getirisi düşük olan hisse senetleri ile kıyaslanınca daha yoğun olarak yapılmaktadır.

Angel, Christophe ve Ferri²⁶⁰ tarafından NASDAQ piyasasında işlem gören hisse senetleri ile Eylül 2000 ile başlayan üç aylık periyot boyunca yapılan çalışmada da benzer sonuçlar elde edilmiştir. Açığa satış yapanlar strateji olarak getirisi yüksek olan hisse senetlerini tercih etmişlerdir.

Ancak ikinci en yüksek getiri dilimine (2. Grup) ait hisse senetleri için açığa satış oranı beklenenden yüksek çıkmıştır. 2. Grup istatistik değerleri içerisinde yer alan minimum, maksimum ve range değerleri bu grupta yer alan bir grup hisse senedi için ortalamanın çok üzerinde açığa satış değerleri olduğunu göstermektedir.

²⁶⁰ Angel, Christophe and Ferri, s. 66-73.



Şekil 19 : İMKB(XUTUM) Endeksinin 03/09/2007-30/11/2007 Tarihleri Arasında Kapanış Değerleri

03/09/2007-30/11/2007 tarihleri arasında İMKB(XUTUM) endeksine ait kapanış değerleri Şekil 19’ da yer alan grafikte gösterilmiştir. Trend yukarı yönlüdür. 5. Grupta yer alan negatif getirili hisse senetleri endeks ile paralel davranmamıştır.

4.1.4.3. Açığa Satış ve Likidite

Açığa satışı mümkün kılan en önemli unsur, sahip olunmadığı halde satılan hisse senetlerinin borçlanılarak yani ödünç alınarak teslim edilebilme imkanının bulunmasıdır²⁶¹. Açığa satış işlemi, ödünç vermek isteyenlerin piyasada araştırılması ve ödünç maliyeti üzerinde pazarlık edilmesi sonucu oluşmaktadır. Eğer ödünç verilebilir menkul kıymetleri yerine koyabilmek zor ise, menkul kıymetin fiyatı yükselmektedir²⁶². Hisse senedi arzı az olan bir hisse ise veya bu hisse senedi ile ilgili çok fazla ödünç alma talebi varsa hisse senedi “özel hisse” (special) olur ve bu hisse senedini ödünç alma maliyeti daha yüksektir.²⁶³

²⁶¹ Teweles, Bradley and Teweles, s. 166.

²⁶² Duffie, Garleanu and Pedersen, s. 307.

²⁶³ Geczy, Musto and Reed, s. 241-269.

Ödünç veren ödünç verdiği hisse senedini istediği zaman geri çağırma hakkına sahiptir, eğer hisse senedini satmaya karar verirse geri çağırır, ödünç alan da ödünç alacak başka hisse senetleri bulamaz ise pozisyonunu zarar ile kapatmaya zorlanmış olur²⁶⁴. Ödünç alınan menkul kıymetler için ödünç borçları kapatılmak istendiğinde hisse senedi fiyatları tekrar yükselecektir.

Yüksek işlem hacmine sahip hisse senetlerinin likiditesinin de yüksek olması yukarıda değinilen ödünç maliyetlerini azaltan bir faktör olacaktır. Angel, Christoph ve Ferri²⁶⁵ tarafından NASDAQ piyasasında işlem gören hisse senetleri ile yaptıkları çalışmada aktif olarak işlem gören hisse senetlerinin kısıtlı işlem hacmine sahip hisse senetlerine göre daha yoğun olarak açığa satışa konu olduğunu tespit etmişlerdir.

Aşağıda İMKB(XU030), İMKB(XU050), İMKB(XU100) , İMKB(XU100) DIŞI ve İMKB(XBANK) endekslerine dahil hisse senetleri için istatistik değerler verilmiştir.

Analizlerde en yüksek likiditeye sahip İMKB(XBANK) ve İMKB(XU030) hisse senetleri için açığa satış ortalama değeri “Sayı” ve “Miktar” için yüksek değerlere sahiptir. Diğer endeksler için bu ortalama değerler endeks grubu arttıkça düşmektedir.

İMKB(XU100) dışında kalan hisse senetleri için bulunan değerler beklendiği şekilde çıkmamıştır. En düşük ortalamaya sahip olması gerekirken en yüksek ortalama bu gruptan çıkmıştır. Bu grubun diğer istatistik değerleri incelendiğinde “Sayı” ve “Miktar” için standart sapmanın çok yüksek olduğu izlenmektedir. İMKB(XU100) DIŞI istatistik değerleri içerisinde yer alan minimum, maksimum ve range değerleri bu grupta yer alan bir grup hisse senedi için ortalamanın çok üzerinde açığa satış değerleri olduğunu göstermektedir.

Aşağıdaki tablolarda izlenen değerler likiditenin veya işlem hacminin açığa satış miktarını etkilediği ve yatırımcıların derinliği olan daha likit kağıtları açığa satmayı tercih ettiği şeklinde yorumlanabilir. Açığa satışın bir diğer bacağı olan ödünç

²⁶⁴ Jones and Lamont, s. 207-239.

²⁶⁵ Angel, Christophe and Ferri, s. 66-73.

alma işlemi likiditesi yüksek olan kağıtlar için daha kolay ve daha az maliyetli olmaktadır.

Tablo 9 Açığa Satış ve Likidite İMKB Endeks Grupları Karşılaştırmalı İstatistikleri

Gruplar	XBANK 718 kayıt	XU030 1552 kayıt	XU050 2418 kayıt	XU100 3663 kayıt	XU100DISI 3997 kayıt
Mean					
Sayı	0,0319	0,0267	0,0237	0,0235	0,0391
Miktar	0,0391	0,0335	0,0288	0,0275	0,0403
Median					
Sayı	0,0300	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
Miktar	0,0300	0,0300	0,0200	0,0200	0,0200
Mode					
Sayı	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Miktar	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Std. Deviation					
Sayı	0,02618	0,02372	0,02223	0,02531	0,06329
Miktar	0,03211	0,03184	0,02886	0,02810	0,06297
DK					
Sayı	%82	%88	%93	%107	%161
Miktar	%82	%95	%100	%102	%156

4.1.4.4. Açığa Satış ve Volatilite

McKenzie ve Olan²⁶⁶ tarafından yapılan çalışmada işlem hacmi ile volatilité arasındaki ilişki incelenmiştir. Açığa satış periyodu boyunca piyasanın daha yüksek oranda volatilité gösterdiği tespit edilmiştir.

Angel, Christoph ve Ferri²⁶⁷ tarafından NASDAQ piyasasında işlem gören hisse senetleri ile Eylül 2000 ile başlayan üç aylık periyod boyunca yapılan çalışmada yüksek volatilitéye sahip hisse senetlerinin açığa satış miktarının da yüksek olduğu tespit edilmiştir.

İstatistik analizde kullanılan volatilité²⁶⁸ Eylül-Kasım 2007 tarihleri arasında üç aylık dönemi kapsayan hisse senedi kapanış fiyatlarının günlük logaritmik getiri verilerinin standart sapması olarak tanımlanmıştır. Bu dönem içerisinde açığa satışa

²⁶⁶ McKenzie and Henry, 2004.

²⁶⁷ Angel, Christophe and Ferri, s. 66-73.

²⁶⁸ Sharpe, Alexander and Bailey, s. 626.

konu hisse senetlerinin hesaplanmış volatiliteler değeri beş grup altında toplanmış (EK 6) ve her bir volatiliteler grubu için ‘‘Sayı’’ ve ‘‘Miktar’’ değışenlerine ait tanımlayıcı istatistikler hesaplanmıştır.

Günlük logaritmik getiri serisi şu şekilde hesaplanmıştır:

Logaritma (Kapanis Fiyatı t / Kapanis Fiyatı t-1)

Tablo 10 Açığa Satış ve Volatiliteler Grupları Karşılaştırılmalı İstatistikleri

Gruplar	1. Grup En Yüksek Volatiliteler 66 Kayıt	2. Grup 67 Kayıt	3. Grup 67 Kayıt	4. Grup 68 Kayıt	5. Grup 65 Kayıt
Mean <i>Sayı</i> <i>Miktar</i>	0.0141 0.0159	0.0153 0.0170	0.0095 0.0109	0.0150 0.0153	0.0042 0.0041
Median <i>Sayı</i> <i>Miktar</i>	0.0097 0.0106	0.0111 0.0116	0.0062 0.0075	0.0063 0.0075	0.0016 0.0019
Mode <i>Sayı</i> <i>Miktar</i>	.00 .00	0.00 0.01	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00
Std. Deviation <i>Sayı</i> <i>Miktar</i>	0.01444 0.01629	0.01393 0.01575	0.01033 0.01206	0.03741 0.03689	0.00665 0.00534
DK <i>Sayı</i> <i>Miktar</i>	%102 %102	%91 %92	%108 %110	%249 %241	%158 %127

Bir grup piyasa katılımcısı açığa satışın hisse senedi fiyat volatilitelerini arttırdığını düşünmektedir ve bu konudan şikayetçidir. Volatilitelerdeki artış şu şekilde olmaktadır. Açığa satış ile birlikte hisse senedi fiyatında oluşan düşme Diamond ve Verrecchia²⁶⁹ modellerinde öne sürdüğü açığa satış yapanların daha iyi bilgilenmiş yatırımcılar olduğu görüşü ile tutarlıdır. Bu iyi bilgilenmiş yatırımcılar şirket hakkında negatif bilgiye sahiptirler ve şirketin geleceği ile ilgili bu bilgi ne kadar olumsuz ise açığa satış miktarı da o kadar fazla olacaktır. Gelecekteki bir zamanda bu bilginin tüm yatırımcılar tarafından öğrenilmesi ve halka duyulması durumunda hisse senedi fiyatı

²⁶⁹ Diamond and Verrecchia, 1987, s. 277.

düşecektir. Sonuç olarak fiyat düşüşlerinden önce yüksek oranda açığa satış aktivitesi izlenecektir²⁷⁰.

Alternatif bir bakış açısına göre açığa satış aktivitesindeki maliyetleri karşılayabilmesi için açığa satış yapanlar daha yüksek volatiliteye sahip hisse senetlerini tercih etmektedirler. Düşük volatiliteye sahip hisse senetlerinde fiyat hareketlerinin de çok düşük olması işlem maliyetlerini karşılayacak ekstra getiriyi sağlamayacaktır. Hisse senedi fiyatındaki yüksek volatilitenin açığa satış aktivitesini tetikleyecektir²⁷¹.

4.1.4.5. Gün İçerisinde Oluşan Ağırlıklı Ortalama Açığa Satış Fiyatının Seans Ağırlıklı Ortalama ve Kapanış Fiyatları ile Karşılaştırmalı Analizi

Yatırımcıların menkul kıymetin fiyatı hakkındaki görüş ayrılıkları yatırım kararlarını etkilemektedir. Örneğin menkul kıymeti açığa satmak isteyen yatırımcı için bu kıymetin fiyatı yeterince değerlendirilmiştir oysa bir grup yatırımcı için bu menkul kıymetin fiyatı daha da artabilir değerlendirilebilir ve satmak istemeyebilir²⁷². Menkul kıymeti elinde tutmak amacı ile satın alan yatırımcı için risk açığa satış yapmış olan yatırımcının karşılaştığı risk ile karşılaştırılınca daha düşüktür. Açığa satışa konu ödünç alınmış olan menkul kıymetin geri çağırılma ihtimali, vadede ödünç borcunun kapatılması için fiyat ne kadar yükselmiş olursa olsun menkul kıymetin satın alınması, ödünç karşılığı olarak verilmiş olan teminatların günlük olarak değerlendirilmesi sonucu oluşabilecek marjin call ihtimalleri açığa satış pozisyonlarının kısa vadeli olarak alınmasının tercih edilmesine sebep olabilmektedir²⁷³.

Tablolarda kullanılan değişkenlerin anlamı ve hesaplanma yöntemleri aşağıda açıklanmıştır:

²⁷⁰ Angel, Christophe and Ferri, s. 66-73.

²⁷¹ Angel, Christophe and Ferri, s. 66-73.

²⁷² D'Avolio, s. 271-306.

²⁷³ Fabozzi, **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**, s. 84.

AcıgaSatisKar

Gün içerisinde farklı fiyatlarla gerçekleşmiş olan açığa satış işlemlerinin ağırlıklı ortalama yöntemi ile hesaplanmış fiyat değerinin o hisse senedine ait o günkü kapanış değerinden yüksek olması “1” değeri ile ifade edilerek oluşturulmuş seri

AcıgaSatisZarar

Gün içerisinde farklı fiyatlarla gerçekleşmiş olan açığa satış işlemlerinin ağırlıklı ortalama yöntemi ile hesaplanmış fiyat değerinin o hisse senedine ait o günkü kapanış değerinden düşük olması “0” değeri ile ifade edilerek oluşturulmuş seri

Tablo 11 Açığa Satış Fiyatı ile Seans Ağırlıklı Ortalama Fiyatlarının Karşılaştırılması

Ortalama

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid AcıgaSatisKar	4698	63,5	63,5	63,5
AcıgaSatisZarar	2700	36,5	36,5	100,0
Total	7398	100,0	100,0	

Tablo 12 Açığa Satış Fiyatı ile Kapanış Fiyatlarının Karşılaştırılması

Kapanış

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid AcıgaSatisKar	4270	57,7	57,7	57,7
AcıgaSatisZarar	3128	42,3	42,3	100,0
Total	7398	100,0	100,0	

Yukarıdaki tablolarda izlenen değerler gün içerisinde gerçekleşmiş açığa satış işlemlerinin açığa satış ağırlıklı ortalama fiyatının kapanış/seans ağırlıklı ortalama fiyatlarından (57.7/63.5) yüzde olarak daha yüksek değerlerde gerçekleşmiş olması ve kapanış ve seans ağırlıklı ortalama fiyatları için bu yüzdelerin farklı olması açığa satış

pozisyonlarından aynı gün içerisinde yani kısa vadede kar elde edildiği ve bu pozisyonların gün içerisinde tekrar kapatıldığı ihtimalini düşündürmektedir.

4.1.4.6. Açığa Satış ve Takasbank ÖPSP Piyasası

Tablolarda kullanılan değişkenlerin anlamı ve hesaplanma yöntemleri aşağıda açıklanmıştır:

ASADET

T günündeki açığa satış hisse miktarı (adet)

ODADET

T günündeki ÖPSP piyasasındaki hisse ödünç miktarı (adet)

ODTODT1ADET

T ve T+1 günlerindeki ÖPSP piyasasındaki toplam hisse ödünç miktarı (adet)

ODTODT1ODT2ADET

T, T+1 ve T+2 günlerindeki ÖPSP piyasasındaki toplam hisse ödünç miktarı (adet)

ODTBOLAS

T günündeki ÖPSP piyasasındaki hisse ödünç miktarı (adet) / T günündeki açığa satış hisse miktarı (adet)

ODTODT1BOLAS

T ve T+1 günlerindeki ÖPSP piyasasındaki toplam hisse ödünç miktarı (adet) / T günündeki açığa satış hisse miktarı (adet)

ODTODT1ODT2BOLAS

T, T+1 ve T+2 günlerindeki ÖPSP piyasasındaki toplam hisse ödünç miktarı (adet) / T günündeki açığa satış hisse miktarı (adet)

İstatistik analizleri içeren tablolarda kullanılan veri seti için örnek satır aşağıda açıklanmıştır.

Veri seti için örnek satır:

İşlem Tarihi	03.09.2007
Hisse	AKBNK
Toplam Açığa Satış İşlem Adedi	226,600
Toplam Açığa Satış Sözleşme Sayısı	57
Toplam İşlem Adedi	3956335
Toplam Sözleşme Sayısı	1295
Sayı	0,04
Miktar	0,06
ASADET	226600
ODADET	1000

(03.09.2007 tarihindeki Takasbank Ödünç Piyasasındaki Toplam Ödünç Miktarı Adet cinsinden)

ODTODT1ADET 1000+34342

(03.09.2007 ve 04.09.2007 tarihlerindeki Takasbank Ödünç Piyasasındaki Toplam Ödünç Miktarlarının Toplamı Adet cinsinden)

ODTODT1ODT2ADET 1000+34342+9450

(03.09.2007, 04.09.2007, 05.09.2007 tarihlerindeki Takasbank Ödünç Piyasasındaki Toplam Ödünç Miktarlarının Toplamı Adet cinsinden)

ODTBOLAS	1000/226600
ODTODT1BOLAS	(1000+34342)/226600
ODTODT1ODT2BOLAS	(1000+34342+9450) /226600

Tablo 13 Takasbank ÖPSP Piyasasındaki Ödünç İşlemlerinin İMKB AÇIĞA Satış İşlemlerini Karşılama Oranları

Statistics

		ODTBOLAS	ODTODT1BOLAS	ODTODT1ODT2BOLAS
N	Valid	7686	7686	7686
	Missing	0	0	0
Mean		2,7412	5,0327	5,3547
Std. Error of Mean		2,24585	3,65867	3,66731
Median		,0000	,0000	,0000
Mode		,00	,00	,00
Std. Deviation		196,89309	320,75480	321,51276
Variance		38766,889	102883,639	103370,453
Skewness		86,962	82,685	82,134
Std. Error of Skewness		,028	,028	,028
Kurtosis		7600,782	7035,391	6969,169
Std. Error of Kurtosis		,056	,056	,056
Range		17214,00	27494,00	27494,00
Minimum		,00	,00	,00
Maximum		17214,00	27494,00	27494,00

Tablo 14 Takasbank ÖPSP Piyasasındaki Ödünç İşlemlerinin İMKB AÇIĞA Satış İşlemleri İle Korelasyonu

Correlations

		ASTADET	ODTADET	ODTODT1ADET	ODTODT1ODT2ADET
ASTADET	Pearson Correlation	1	,204(**)	,259(**)	,307(**)
	Sig. (2-tailed)		,000	,000	,000
	N	7686	7686	7686	7686
ODTADET	Pearson Correlation	,204(**)	1	,792(**)	,700(**)
	Sig. (2-tailed)	,000		,000	,000
	N	7686	7686	7686	7686
ODTODT1ADET	Pearson Correlation	,259(**)	,792(**)	1	,892(**)
	Sig. (2-tailed)	,000	,000		,000
	N	7686	7686	7686	7686
ODTODT1ODT2ADET	Pearson Correlation	,307(**)	,700(**)	,892(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	
	N	7686	7686	7686	7686

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin takası Takasbank tarafından gerçekleştirilmektedir. Genel takas esasları şöyledir²⁷⁴;

- Takas günü T+2 şeklinde, işlemi izleyen ikinci işgünüdür.
- Çoklu netleştirme sistemi uygulanır.
- Ödemeler aynı gün hesaplarda biriken fonlarla yapılır.
- Ödeme karşılığı teslim esası uygulanır.

T gününde borsada açığa satış yapmış olan bir yatırımcını T+2 gününe kadar bu hisse senedini ödünç alabileceği mantığından yola çıkılarak T günündeki açığa satış adetleri sırası ile T , T+1, T+2 günlerindeki, benzer şekilde , T, T+1 ve T, T+1, T+2 günlerinin toplamı olarak ÖPSP piyasasındaki ödünç adetleri ile karşılaştırılmıştır ve ödünçün açığa satışı karşılama oranları için istatistik değerler hesaplanmıştır.

Mevcut değerler ve düşük korelasyon katsayıları ÖPSP piyasasının büyük çoğunlukta Aracı Kurum çalışanlarının ve yatırımcıların yaptıkları hatalı işlemler sonucu oluşan açıkların kapatılması için kullanıldığını göstermektedir.

4.1.4.7. İMKB’de Yapılan Açığa Satış İşlemlerinin Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkisinin Analizi

2006-2007 yılları arasında İMKB’de yapılan açığa satışlar ile açığa satışı konu hisse senetlerinin fiyatları arasındaki ilişki araştırılırken , açığa satışı yoğun olarak konu olan bankacılık sektöründeki 5 hisse senedi analiz edilmiştir. Bu hisse senetleri aynı zamanda yoğun işlem hacmine sahip İMKB(XU030) endeksinde yer alan hisse senetleridir. Aşağıdaki tablo analizlere dahil edilmiş bankacılık sektörüne ait 5 firmayı vermektedir.

²⁷⁴ <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm#Margin%20Trading>, (Erişim: 07 Haziran 2008).

Tablo 15 Analizlere Dahil Edilmiş Bankalar

AKBNK	AKBANK T.A.Ş.
GARAN	T.GARANTİ BANKASI A.Ş.
ISCTR	T.İŞ BANKASI A.Ş. (C) GRUBU
VAKBN	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O
YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.

Analizlerde günlük açığa satış miktarları, toplam işlem miktarları, kapanış ve seans ağırlıklı ortalama fiyatları ile İMKB(XUTUM) endeks kapanış fiyatları değişken olarak kabul edilmiş ve bu değişkenler arasındaki ilişkilerin yönleri ve kuvvet dereceleri EK 7 de yer alan tablolarda gösterilmiştir.

Bu grupta yer alan tüm hisse senetleri için açığa satış işlem miktarları ile toplam işlem miktarları arasında güçlü, Takasbank ÖPSP piyasasında gerçekleşen ödünç işlemleri ile çok düşük bir korelasyon bulunmuştur. Açığa satış işlemleri ile hisse senedi kapanış ve seans ağırlıklı ortalama fiyatları arasında güçlü ve ters yönlü bir korelasyon izlenmiştir.

4.1.4.8. Açığa Satış ve Halka Arz

İlk halka arzlar özel durumlardır ve açığa satış işlemi gerçekleştirmek için ödünç alınacak bu hisse senetlerini halka arz sonrası ödünç almak maliyetlidir. D'Avolio²⁷⁵, Lamont ve Thaler²⁷⁶, Duffie, Garleanu ve Pedersen²⁷⁷, Geczy, Musto, Reed²⁷⁸ açığa satış, ödünç ve ilk halka arz konularını birlikte incelemişlerdir. Açığa satışın ilk halka arzlar için maliyetli olduğunu, hisse senetleri ödünç alınabilse bile ödünç maliyetinin yüksek olduğunu belirtmişlerdir.

Açığa satışın ilk halka arzlardaki fiyat oluşumuna etkisi üzerine yapılmış çalışmalar açığa satış ile ilgili kısıtlamalardan ve ödünç maliyetlerinden dolayı açığa satışın ilk halka arzlar için mümkün olmadığını söylemektedir Ancak Edwards ve Hanley²⁷⁹ tarafından yapılan çalışmadaki bulgular, halka arzın ilk günlerinde yoğun

²⁷⁵ D'Avolio, s. 271-306.

²⁷⁶ Lamont and Thaler, 2001.

²⁷⁷ Duffie, Garleanu and Pedersen, s. 307.

²⁷⁸ Geczy, Musto and Reed, s. 241-269.

²⁷⁹ Edwards Amy K. and Kathleen Weiss Hanley, "Short Selling in Initial Public Offerings", **Office of Economic Analysis U.S. Securities and Exchange Commission** (April, 2008), <http://ssrn.com/abstract=981242>, (Erişim:7 Haziran 2008).

olarak açığa satış izlendiği, bu açığa satışların çıplak açığa satış olmadığı, ilk işlem gününde açığa satış ne kadar fazla ise üç ay sonundaki getiri veya geri dönüşün o kadar düşük olduğu şeklinde olmuş ve açığa satış kısıtlamalarının bu özel durum yani halka arz için çok ağır olmadığı şeklinde yorumlanmıştır.

2006-2007 yılları arasında İMKB’de yapılan halka arzlar ile ilk halka arzı gerçekleştirilen bu hisse senetlerinin açığa satışları arasındaki ilişki araştırılmış, bu dönemde halka arz olmuş 27 hisse senedi için yapılan analizlerde aşağıdaki tespitlerde bulunulmuştur (EK 8’deki tablolar):

- Bu hisse senetlerinin halka arzı takip eden ilk 7 iş günündeki ortalama açığa satış miktarları 2006-2007 aralığında işlem gördükleri dönem boyunca oluşan ortalamanın üzerindedir.
- Açığa satış miktarı ile 7 günlük getiri veya fiyat değişimi arasında negatif yönlü bir korelasyon vardır. Açığa satış miktarı yüksek olan hisse senetlerinin 7 günlük getirisi düşük olmuştur.
- Açığa satış miktarı yüksek olmasına rağmen 7 günlük getirisi pozitif olan bankacılık endeksine dahil ALBRK (XU050), ASYAB (XU030), HALKB (XU030) hisse senetleri daha önceki yapılan analizlerde elde edilen veriler ile tutarlıdır. Açığa satış yapanlar ilk halka arzlar içinde likiditesi yüksek bankacılık sektörüne ait hisse senetlerini tercih etmişlerdir.

Aşağıdaki tablo analizlere dahil edilmiş 2006-2007 tarih aralığında ilk defa halka arz edilen firmaları vermektedir.

Tablo 16 Analizlere Dahil Edilmiş Halka Arz Edilen Hisse Senetleri

ALBRK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.
ARMDA	ARMADA BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ASYAB	ASYA KATILIM BANKASI A.Ş.
BSKYO	BAŞKENT MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
DGATE	DATAGATE BİLGİSAYAR MALZEMELERİ TİCARET A.Ş.
DJIMT	BİZİM MEN. DOW JONES DJIM TÜRKİYE A TİPİ BORSA Y.F
EMBYO	EURO B TİPİ MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
FBIST	FTSE İSTANBUL BONO FBIST B TİPİ BORSA YATIRIM FONU
GLDTR	İSTANBUL GOLD B TİPİ ALTIN BORSA YATIRIM FONU
HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.
ISDJE	İŞ YAT.DOW JONES TÜRKİYE EŞİT AĞIR.15 A TİPİ B.YF
ISMEN	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
KAREL	KAREL ELEKTRONİK SAN.VE TIC.A.Ş.
METYO	METRO MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
MRBYO	MARBAŞ B TIPI MENKUL KIYETLER YATIRIM ORTAKLIĞI AŞ
MZBYO	MERKEZ B TIPI MENKUL KIYMET YAT.ORT.
OYAYO	OYAK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
RYSAS	REYSAŞ TAŞIMACILIK VE LOJİSTİK TİC.A.Ş.
SAGYO	SAĞLAM GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
SMIST	KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇ. ŞRK SMIST IST 25 A TIPI BYF
SNGYO	SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
SPTUR	S&P/IFCI TÜRKİYE A TİPİ AKBANK BORSA YATIRIM FONU
TAVHL	TAV HAVALIMANLAR HOLDING A.Ş.
TCRYO	TACİRLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
TKFEN	TEKFEN HOLDİNG A.Ş.
TKSYO	TAKSİM YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

4.1.5. Bulgular

2006-2007 tarihleri arasında iki yıllık dönem için İMKB işlem gören ve açığa satışı yoğun olarak konu olmuş ilk 29 adet hisse senedi, açığa satış miktarları ve işlem miktarları başlıkları altında kümelenmiştir. Açığa satış miktarları ve işlem miktarları için yapılan kümeleme analizlerinin sonucu oluşmuş olan kümeler benzerlik göstermiştir. Kümeler ile ilgili olarak yapılan ortak tespitler aşağıda listelenmiştir:

- Bankacılık sektörüne ait hisse senetleri bir küme oluşturmuştur. Açığa satış yapanların, likiditesi yüksek, bankacılık ve finans sektörüne ait hisse senetlerinde pozisyon almayı tercih ettikleri tespit edilmiştir.

VAKBN, ISCTR, YKBNK, GARAN, ISDJE

- Aynı holdinge veya gruba ait hisse senetleri de aynı kümeler içerisinde yer almıştır

KRDMA, KRDMB, KRDMD

NTTUR, NTHOL

AKBNK, SAHOL

IPMAT, KOZAD

- Kümelerin bir kısmı İMKB(XU030) endeksine ait en likid kağıtlardan oluşurken diğer bir grup likiditesi daha düşük olan İMKB(XU100) DIŞI kağıtlardan oluşmaktadır.

Analiz çalışmasının devamında Eylül-Kasım 2007 dönemine ait 3 aylık veri seti üzerinde birtakım istatistikler ile bu dönem içinde İMKB’de işlem gören tüm hisse senetlerine ait açığa satış işlemlerinin genel olarak analizi yapılmıştır. Açığa satış yapan kişilerin hisse senedi fiyatlarının düşeceği beklentisi içerisinde açığa satış yaptığı varsayımından yola çıkılmıştır ve aşağıdaki bulgulara rastlanmıştır:

- İMKB’de işlem gören her 31 sözleşmeden birinin açığa satış işlemi sonucu oluştuğu, her 29 adet hisseden bir adedinin açığa satışa konu olduğu ve belli hisse senetlerinde yoğunlaşma olduğu tespit edilmiştir.
- Açığa Satış ve Fiyat Performansı Karşılaştırmalı Getiri Grupları İstatistiklerinin yer aldığı tabloda en düşük getiri dilimine (5. Grup) ait hisse senetleri için diğer dilimler kıyaslandığında daha düşük açığa satış ortalama değerleri izlenmiştir. İstatistik değerler, açığa satış yapanların fiyat artış oranının yüksek olduğu hisse senetlerini tercih ettikleri şeklinde yorumlanmıştır. Açığa satış yüksek getirisi olan hisse senetlerinde, getirisi düşük olan hisse senetleri ile kıyaslanınca daha yoğun olarak yapılmaktadır.

- Açığa Satış ve Likidite İMKB Endeks Grupları Karşılaştırmalı İstatistiklerinin yer aldığı tabloda en yüksek likiditeye sahip İMKB(XU030) grubunda yüksek bir açığa satış ortalaması izlenmiştir. Diğer endeks grupları tutarlı bir şekilde azalan bir açığa satış ortalaması ile tabloda yer almıştır. Ancak İMKB(XU100)DIŞI grubunda diğer gruplar ile kıyaslanınca daha yüksek bir açığa satış ortalaması yer almıştır. Bu grup için değişim katsayısı ve standart sapma değerleri çok yüksek çıkmıştır. İMKB(XU100)DIŞI grubunun homojen olmadığı ve bu grupta ortalamayı yükselten birkaç hisse senedinin yer aldığı şeklinde yorumlanmıştır.
- Açığa Satış ve Volatilite Grupları Karşılaştırmalı İstatistiklerinin yer aldığı tabloda en yüksek volatiliteye sahip 1. grupta en düşük volatilitenin izlendiği 5. gruptan daha yüksek bir açığa satış ortalaması izlenmiştir. Ancak 4. ve 5. gruplar için değişim katsayısı ve standart sapma değerleri çok yüksek çıkmıştır. Bu değerler iki grupta homojen olmadığını göstermektedir. Açığa satış yapanlar volatilitesi daha yüksek olan hisse senetlerini tercih etmişlerdir.
- Gün içerisinde gerçekleşmiş açığa satış işlemlerinin açığa satış ağırlıklı ortalama fiyatının kapanış/seans ağırlıklı ortalama fiyatlarından yüzde olarak daha yüksek değerlerde gerçekleşmiş olması ve kapanış ve seans ağırlıklı ortalama fiyatları için bu yüzdelerin farklı olması açığa satış pozisyonlarından aynı gün içerisinde yani kısa vadede kar elde edildiği ve bu pozisyonların gün içerisinde tekrar kapatıldığı ihtimalini düşündürmüştür.
- Takasbank ÖPSP Piyasası'nın büyük çoğunlukta Aracı Kurum çalışanlarının ve yatırımcıların yaptıkları hatalı işlemler sonucu oluşan açıkların kapatılması için kullanılmakta olduğu tespit edilmiştir.

5. SONUÇ

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.

Yatırımcıların açığa satışı tercih etmesinin çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Spekülasyon bunlardan biridir. Spekülatörler ilgili hisse senedi fiyatının doyum noktasına geldiğine inanarak veya hisse sendi piyasasını olumsuz etkileyecek şartların gerçekleşmesi olasılığını düşünerek açığa satış yapabilirler. Uygulamada, fiyatların düşmesi beklentisiyle ilgili olmayan açığa satış işlemleri de söz konusudur. Bunlar korunma (hedge) amaçlı, bilgisel ve teknik açığa satışlar şeklinde sıralanabilir.

Hisse senedi açığa satış işlemlerinin menkul kıymet piyasalarına olan etkilerini olumlu etkiler ve olumsuz etkiler şeklinde iki ana başlık altında değerlendirmek mümkündür. Zira, açığa satış işlemlerinin piyasa etkinliğinin artırılması yönünde çok sayıda faydası olduğu gibi, bu etkinliği yok edici sakıncaları da bulunabilmektedir.

Açığa satış işlemlerinin menkul kıymet piyasalarına olumlu etkilerini, piyasalara likidite sağlaması, fiyat etkinliğini artırması ve potansiyel alım gücü yaratması şeklinde üç grupta toplamak mümkündür.

Açığa satış işlemlerinin piyasalara çeşitli faydaları bulunmasına rağmen, halen tartışılmakta olan sakıncaları da söz konusudur. Açığa satışlar için getirilmekte olan en büyük eleştiri, bu tür satışların piyasalarda arzı artırması ve dolayısıyla fiyatları

düşürmesiyle ilgilidir. Özellikle fiyatların düşmekte olduğu piyasalarda açığa satışların mevcut fiyat düşüşlerini hızlandırdıkları ve piyasalarda düzensizliklere sebep oldukları dikkate alınarak açığa satışlarla ilgili sınırlayıcı düzenlemeler yapılmaya başlanmıştır. Açığa satışlara karşı çıkanlar tarafından getirilen ikinci eleştiri, açığa satışların piyasada fiyat manipülasyonlarına imkan tanıdığıdır. Açığa satışlar, sermaye piyasalarında işlenen önemli suçlardan biri olan içeriden öğrenenlerin ticaretine sebep olması nedeniyle de eleştirilmektedir.

Herhangi bir piyasada alım veya satım yapabilmek için -alıcı ve satıcı olmak üzere- en az iki tarafa ihtiyaç vardır. Açığa satış işlemlerinde ise, bundan farklı olarak menkul kıymetlerini ödünç veren üçüncü bir taraf bulunmaktadır. Açığa satış yapabilmeyen ön koşulu, açığa satılacak menkul kıymetleri ödünç alabilecek durumda bulunulmasıdır.

Menkul kıymet ödünç işlemi ödünç veren tarafından ödünç alana belirli bir süre için taraflar arasında belirlenen belirli bir teminat karşılığında menkul kıymetlerin ödünç verilmesi ve belirlenen sürenin sonunda aynı cins ve miktarda menkul kıymetlerin geri alınmasını ifade eder. Menkul kıymet ödünç işlemleri dünya genelinde menkul kıymet piyasalarının efektif bir şekilde çalışabilmesi ve fonksiyonlarını yerine getirebilmesinde önemli fonksiyonlara sahiptir.

Menkul kıymet ödünç piyasalarının gelişim sürecinde; işlemlerin takasında karşılaşılan problemlerin artması ve açığa satış ile açığa satışa dayalı işlem stratejilerinin piyasalarda yaygın olarak kullanılmaya başlanması olmak üzere, iki önemli faktör rol oynamıştır.

Menkul kıymet ödünç işlemlerinin, piyasalarda likiditeyi arttırmak, takas yükümlülüklerinin zamanında yerine getirilmesini sağlayarak piyasalarda güveni sağlamak, piyasa katılımcılarının açığa satış ve açığa satışa dayalı işlem stratejilerini gerçekleştirmelerine imkan vermek şeklinde pek çok faydaları bulunmaktadır.

Açığa satış ve açığa satış ile ilişkili olan menkul kıymet ödünç işlemleri birtakım riskler barındırmaktadır. Açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemlerinin taşıdığı riskler yatırımcılar açısından; kredi riski ve operasyonel risk, sistem açısından

ise piyasa riski, likidite riski, manipölasyon ve içeriden öğrenenlerin ticareti şeklinde gruplanabilir. Bu riskleri yönetmek için çeşitli prosedürler geliştirilmiştir ve bu prosedürler dünya genelinde uygulanmaktadır.

Finansal piyasalarda vadeli piyasaların ortaya çıkması ve risk yönetimi kavramı ile birlikte türev ürünler günümüzde tüm dünyada finansal piyasaların vazgeçilmez bir parçası haline gelmiştir. Açığa satış işlemleri ile bağlantılı olarak organize vadeli piyasalarda futures ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir. Herhangi bir hisse senedinde açığa satış yapmış olan bir yatırımcı bu hisse senedinin fiyatının düşmesi beklentisi içindedir. Buna karşılık fiyatının yükselmesi olasılığına karşı yapabileceği en iyi korunma metodu söz konusu hisse senedinde satın alma opsiyonu sözleşmesi satın almak olacaktır. Benzer şekilde açığa satış yapmış olan bir yatırımcının alternatif işlem stratejilerinden biri de hisse senedini ödünç almak yerine tek bir hisse senedine dayalı futures sözleşmeleri kullanmak olacaktır.

Açığa satış ile ilgili teorik ve ampirik çalışmaların büyük çoğunluğu açığa satış kısıtlamaları ve bu kısıtlamaların fiyatlamaya etkisi ve açığa satışın yatırım stratejilerini uygulamada kullanılışı hakkındadır. Literatürde yer alan akademik çalışmaların pek çoğu açığa satış miktarları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bu çalışmalar açığa satış miktarları ile hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişki olduğunu ve yüksek açığa satış oranını izleyen günlerde hisse senedi fiyatlarında düşüşlerin izleneceğini söylemektedir. Akademisyenler arasında, açığa satış miktarının hisse senedinin gelecekteki fiyatını tahmin etmede ne kadar faydalı olduğu konusunda farklı görüşler bulunmaktadır. Genel olarak piyasalarda açığa satış kötü haberlerin öncü göstergesi olarak yorumlanmaktadır.

Açığa satış işlemleri ile ilgili üç ayrı yaklaşım bulunmaktadır. İlki piyasa etkinliğini arttırdığı yönündedir, ikincisi piyasalar için faydalı olduğu fakat kontrollü olması gerektiğidir, üçüncüsü ise piyasaları iyileştirmenin ötesinde zarar verdiği yönündedir. Bu yaklaşımlar ile paralel açığa satış işlemleri için farklı düzenleyici uygulama ve yaklaşımlar geliştirilmiştir.

İngiltere'deki tek düzenleyici kurum olan FSA, açığa satışın yasal bir yatırım aktivitesi olarak piyasaların etkinliğini desteklemede önemli bir rol oynadığı, piyasalara likidite sağladığı ve açığa satış ile ilgili yapay kısıtlamaların da gereksiz olduğu görüşündedir.

Açığa satış işlemleri ilgili olarak en ayrıntılı düzenleme yapmış olan ülke ABD'dir. ABD'de SEC tarafından 1938 yılından beri açığa satış ile ilgili birtakım kısıtlamalar uygulanmaktadır. Bunlardan en önemlisi düşen bir piyasada açığa satışa engel olan yukarı fiyat kuralıdır. Ancak ABD'de SEC 2005 tarihinde bu fiyat kuralını kaldırarak yerine Regulation SHO uygulamasını koymuştur. Bu uygulama ile takas esnasında karşılaşılabilecek gecikme ve takas yükümlülüğünün yerine getirilememesi problemlerine karşılık yeni gereklilikler uygulamaya koyulmuştur.

Hong Kong, Kore, Japonya, Singapur gibi gelişmekte olan piyasalarda açığa satış belli hisse senetleri için, açığa satış işlemlerinin halka açık bir bilgi olması kapsamında ve düşen piyasalarda açığa satışı yasaklayan fiyat kuralları ile birlikte halen uygulanmaktadır.

İMKB'de açığa satış işlemleri için fiyat kuralı uygulanmaktadır. Açığa satış işlemi ancak açığa satışa konu olacak sermaye piyasası aracının en son gerçekleşecek işlem fiyatından daha yüksek bir fiyat üzerinden yapılabilir. Açığa satış emirleri "Açığa Satış" tuşuna basılarak verilmektedir. Açığa satış işlemlerine konu olan menkul kıymetler listesi Gözaltı Pazarı hariç tutularak İMKB Pazarları'nda işlem gören tüm hisse senetlerini ve borsa yatırım fonlarını kapsamaktadır. Açığa satış işlemleri hisse senedi bazında, her fiyat seviyesinde miktar ve sözleşme adedi belirtilerek İMKB bülteninde yayınlanmaktadır.

Açığa satış ile ilgili geliştirilecek yaklaşım ve düzenleyici uygulamalara karar verirken ve piyasa katılımcılarının talep ettiği değişiklikler gözden geçirilirken İMKB hisse senedi piyasasında yapılan açığa satış işlemlerinin karakteristiğinin ve genel olarak İMKB hisse senedi piyasasının özelliklerinin dikkate alınması gerektiği düşünülmüştür. Bu çalışmada İMKB'de günlük açığa satış ile ilgili olarak yayınlanan

veri kullanılarak açığa satış işlemlerinin genel karakteristiği ve bu kapsamda İMKB hisse senedi piyasasının özellikleri incelenmiştir.

2006-2007 tarihleri arasında iki yıllık dönem için İMKB’de işlem gören ve açığa satışa yoğun olarak konu olmuş ilk 29 adet hisse senedi, açığa satış miktarları ve işlem miktarları başlıkları altında kümelendi. Analiz çalışmasının devamında Eylül-Kasım 2007 dönemine ait 3 aylık veri seti üzerinde birtakım istatistikler ile bu dönem içinde İMKB’de işlem gören tüm hisse senetlerine ait açığa satış işlemlerinin genel olarak analizi yapılmıştır. Açığa satış yapan kişilerin hisse senedi fiyatlarının düşeceği beklentisi içerisinde açığa satış yaptığı varsayımından yola çıkılmıştır.

Hiyerarşik kümeleme yöntemi ile açığa satış işlem miktarları analiz edildiğinde 29 adet hisse senedi içerisinde oluşan bazı kümeler dikkat çekmiştir. Toplam işlem miktarları ile açığa satış işlem miktarlarının hiyerarşik kümeleme yöntemi ile yapılan analizlerinde oluşan kümeler de benzerlik göstermiştir. Bu kümelere ilki bankacılık sektörüne ait hisse senetlerinden oluşan kümedir. Bu gruba ait tüm hisse senetleri aynı zamanda İMKB(XU030) endeks grubunda yer almaktadır ve likiditesi yüksek olan kağıtlardır. Derinliği olan ve likiditesi yüksek olan hisse senetlerini ödünç almak daha kolaydır ve bu tür hisse senetlerinde çok sık takas temerrüdü yaşanması olasılığı düşüktür.

İMKB’de işlem gören her 31 sözleşmeden birinin açığa satış işlemi sonucu oluştuğu, her 29 adet hisseden bir adedinin açığa satışa konu olduğu ve belli hisse senetlerinde yoğunlaşma olduğu tespit edilmiştir.

Açığa satış işleminin daha az sayıda yatırımcı tarafından ancak daha büyük hacimlerde yapılmış olması açığa satış yapanların iyi bilgilenmiş hırslı yatırımcılar olduğu ve açığa satış stratejisi izlemeyen bir yatırımcı ile kıyaslandığında daha büyük hacimlerde işlem yapma eğilimi gösterdiği şeklinde yorumlanmıştır.

Açığa satış yapanlar ağırlıklı olarak likiditesi yüksek olan endeks kağıtlarını tercih etmişlerdir. Ancak bir grup yatırımcı ise likiditesi düşük ve İMKB(XU100)DIŞI kağıtları tercih etmiştir.

Açığa Satış ve Fiyat Performansı Karşılaştırmalı Getiri Grupları İstatistikleri açığa satış yapanların fiyat artış oranının veya getirisinin yüksek olduğu hisse senetlerini tercih ettikleri şeklinde yorumlanmıştır. Ancak getiri grupları homojen değildir ve her bir getiri grubunda açığa satış ortalamasını yükselten kağıtlara rastlanmıştır.

Açığa Satış ve Volatilite Grupları Karşılaştırmalı İstatistiklerinin yer aldığı tabloda en yüksek volatiliteye sahip grupta en düşük volatilitenin izlendiği gruptan daha yüksek bir açığa satış ortalaması izlenmiştir. Bu sonuç açığa satış yapanların volatilitesi daha yüksek olan hisse senetlerini tercih ettikleri şeklinde yorumlanmıştır.

Gün içerisinde gerçekleşmiş açığa satış işlemlerinin açığa satış ağırlıklı ortalama fiyatının kapanış/seans ağırlıklı ortalama fiyatlarından yüzde olarak daha yüksek değerlerde gerçekleşmiş olması ve kapanış ve seans ağırlıklı ortalama fiyatları için bu yüzdelerin farklı olması açığa satış pozisyonlarından aynı gün içerisinde yani kısa vadede kar elde edildiği ve bu pozisyonların gün içerisinde tekrar kapatıldığı ihtimalini düşündürmüştür.

Takasbank ÖPSP piyasası ile İMKB açığa satış işlemleri arasındaki düşük korelasyon değerleri Takasbank ÖPSP piyasasının büyük çoğunlukta aracı kurum çalışanlarının ve yatırımcıların yaptıkları hatalı işlemler sonucu oluşan açıkların kapatılması için kullanıldığını göstermiştir.

İlk defa halka arz olan şirketlerin hisse senetlerinin de açığa satışa konu olduğu ve halka arzın ilk günlerinde elde edilen açığa satış ortalamasının diğer günlerden yüksek olduğu izlenmiştir.

2006-2007 yılları arasında İMKB’de yapılan açığa satışlar ile açığa satışa konu hisse senetlerinin fiyatları arasındaki ilişki araştırılırken , açığa satışa yoğun olarak konu olan bankacılık sektöründeki 5 hisse senedi analiz edilmiştir. Bu hisse senetleri aynı zamanda yoğun işlem hacmine sahip İMKB(XU030) endeksinde yer alan hisse senetleridir. Bu analizlerde günlük açığa satış miktarları, toplam işlem miktarları, kapanış ve seans ağırlıklı ortalama fiyatları ile İMKB(XUTUM) endeks kapanış fiyatları değişken olarak kabul edilmiş ve bu değişkenler arasındaki ilişkilerin yönleri ve

kuvvet dereceleri hesaplanmıştır. Bu grupta yer alan tüm hisse senetleri için açığa satış işlem miktarları ile toplam işlem miktarları arasında güçlü, Takasbank ÖPSP piyasasında gerçekleşen ödünç işlemleri ile çok düşük bir korelasyon bulunmuştur. Açığa satış işlemleri ile hisse senedi kapanış ve seans ağırlıklı ortalama fiyatları arasında güçlü ve ters yönlü bir korelasyon izlenmiştir.

Analizler sonucu elde edilen bulgular İMKB hisse senedi piyasasının özellikleri de dikkate alınarak aşağıdaki şekilde yorumlanmıştır.

Yapılan analizlerde, likiditesi yüksek hisse senetlerinin yanında likiditesi düşük bazı hisse senetlerinin de yoğun olarak açığa satışa konu olduğu ve bu hisse senetlerinin İMKB(XU100)DIŞI hisse grubunun açığa satış ortalamasını yükseltmiş olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde ilk defa halka arz olan şirketlerin hisse senetlerinin yoğun olarak açığa satışa konu olduğu ve halka arzın ilk günlerinde elde edilen açığa satış ortalamasının diğer günlerden yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bu tespitler İMKB hisse senedi piyasasında, açığa satış kaynaklı olası risklere, ve piyasalarda oluşabilecek düzensizliklere karşı alınacak önlemlerin önemini ortaya koymuştur.

Yurt dışındaki uygulamalarda açığa satış kaynaklı olası risklere ve piyasalarda oluşabilecek düzensizliklere karşı uygulanmakta olan kontroller; açığa satışa konu olabilecek hisse senetlerinin belirlenmesi, açığa satışın uygulanma yöntemi ve açığa satış ile alakalı takas yükümlülüklerinin belirlenmesi olmak üzere üç ana konuya odaklanmıştır. Bu kapsamdaki kontroller İMKB hisse senedi piyasası için de önem arz etmektedir.

Açığa satışa konu olacak hisse senetlerinin, manipülatif işlemlerde kullanılmasının engellenmesi için belirli kriterlere göre seçilmesi gerekmektedir. İMKB Birinci Pazarında işlem gören sermayesi büyük, halka açıklık oranı yüksek şirketlerin hisse senetlerinin işlem hacmi yüksek olanlarının açığa satış yapılabilecek hisse senetleri arasında belirlenmesi uygun olacaktır. Bu tür işlemlere engel olmak için ayrıca etkin kamuyu aydınlatma uygulamalarından yararlanılmalıdır.

İMKB hisse senedi piyasası işlemlerine ait takas temerrütleri ve bu temerrütlerin açığa satış kaynaklı olup olmadığının tespit edilmesi, tamamlanmamış

takaslar için tolerans seviyesinin belirlenmesi ve bu seviyeden sonra alınacak önlemlerin caydırıcılığı önemlidir.

Açığa satışın belirli dönemlerde ve belirli aktiviteler ile birlikte örneğin birleşme ve satın almalar, yeni halka arzlar, stratejik kararların açıklandığı anlar gibi, yapılması bazı ülkelerde engellenmiştir. İlk defa halka arz olmuş hisse senetlerinde izlenen yüksek açığa satış ortalaması İMKB hisse senedi piyasası için de benzer uygulamaların ihtiyaç duyulması durumunda düşünülmesi gerektiğinin göstergesidir.

Açığa satış ve etkilediği işlemler ile ilgili şeffaflığın artırılması açığa satışın içerdiği bilginin geniş yatırımcı kitlesine ulaştırılması ve böylece bu faydaların açığa satış ile ilgili olabilecek dezavantajları ortadan kaldırması veya etkilerinin azaltmasını sağlayacaktır.

Açığa satış işlemi ödünç vermek isteyenlerin piyasada araştırılması ve ödünç maliyeti üzerinde pazarlık edilmesi sonucu oluşmaktadır. Merkezileştirilmiş bir ödünç piyasasının var olması ve bu piyasasın aktif bir şekilde çalışıyor olması açığa satış işlemleri için şeffaflığı arttıracaktır. Menkul kıymet ödünç verisi piyasanın belli bir hisse senedine ait duyarlılığını ve hisse senedindeki fiyat hareketlerini analiz etmeye yardımcı olacaktır ve bu veriler analiz edilerek piyasanın gözetim ve kontrolleri derinleştirilebilecektir.

Ülkemizde menkul kıymet ödünç işlemleri ÖPSP piyasası ve Takasbank'ın ödünç işlemlerindeki rolü ile şeffaftır. ÖPSP piyasasına ait veri anlık olarak veri yayın ekranlarında izlenmektedir. Ancak yapılan analizler sonucunda ödünç işlemlerinin çok az miktarının ÖPSP piyasasında gerçekleştiği tespit edilmiştir.

Sonuç olarak hisse senedi piyasalarında açığa satış işlemleri, fiyata ilişkin beklentilerin ifade edilme yöntemlerinden biridir. Olumlu etkilerinin yanında denetimsiz yapılması halinde olumsuz etkileri de söz konusu olabilmektedir. Açığa satış ve menkul kıymet ödünç işlemleri kapsamında piyasalarda oluşan gelişmeler ve ekonominin işleyişi dikkate alınarak, düzenleyici kamu otoritesi tarafından dönemsel veya kalıcı olarak gözetim-denetim-de elde edilen verilere göre gerekli önlemlerin alınması ve sisteme duyulan güven ve istikrarın korunması açısından gerekli hukuki

düzenlemelerin ve iyileştirmelerin hayata geçirilmesi yatırımcıların korunması ve piyasaların etkinliği açısından önemlidir.

EKLER

EK 1. İMKB Hisse Senedi Piyasası Açığa Satış ve Toplam İşlem Hacimleri (2006-2007)

Yıl	Ay	Açığa Satış İşlem Adedi	Açığa Satış İşlem Hacmi	Açığa Satış Sözleşme Sayısı	Toplam İşlem Hacmi	Toplam İşlem Miktarı	Toplam Sözleşme Sayısı
2006	Ocak	113.016.918	550.893.377	32.682	27.495.397.941	6.766.247.446	3.542.094
2006	Şubat	127.062.628	601.974.394	37.125	33.236.615.147	8.253.434.401	4.439.647
2006	Mart	339.410.185	899.850.384	80.133	36.961.300.566	11.422.005.554	4.974.024
2006	Nisan	187.263.933	707.886.151	56.806	28.095.180.283	7.227.045.384	3.568.952
2006	Mayıs	231.528.884	761.263.851	67.847	32.439.715.410	9.076.414.335	4.197.912
2006	Haziran	253.238.426	788.016.850	71.778	31.181.873.547	9.641.198.607	4.318.866
2006	Temmuz	215.659.600	746.155.377	65.999	21.575.990.644	6.491.846.861	3.346.291
2006	Ağustos	190.672.588	664.843.492	67.003	21.483.923.847	5.961.679.072	3.278.033
2006	Eylül	227.419.423	837.812.377	76.781	23.383.920.648	6.777.737.951	3.558.614
2006	Ekim	187.792.700	684.692.042	69.980	23.700.698.235	6.713.952.054	3.317.284
2006	Kasım	195.755.707	670.314.218	85.169	23.262.956.470	6.736.753.168	3.635.213
2006	Aralık	192.601.280	643.689.336	73.343	21.118.593.502	6.013.733.661	3.083.120
2007	Ocak	277.813.030	893.357.033	84.527	25.929.349.748	7.957.307.762	3.417.328
2007	Şubat	260.361.571	832.180.883	78.882	30.806.450.485	9.825.916.418	3.911.469
2007	Mart	304.111.954	868.750.105	86.864	28.440.138.000	9.700.391.458	3.979.274
2007	Nisan	318.977.783	862.157.691	86.753	31.372.435.532	10.821.785.225	4.037.418
2007	Mayıs	310.844.223	1.032.547.374	110.123	31.426.372.850	9.193.372.037	4.345.605
2007	Haziran	247.820.207	821.432.139	106.201	21.889.686.036	6.456.447.209	3.310.089
2007	Temmuz	421.732.533	1.397.534.235	128.309	44.968.021.179	13.005.318.433	4.786.202
2007	Ağustos	409.305.832	1.282.488.299	123.140	36.108.117.399	11.081.187.212	4.675.483
2007	Eylül	450.973.939	1.420.482.904	132.823	33.721.958.698	11.161.347.089	4.439.283
2007	Ekim	451.860.224	1.671.624.334	122.551	42.769.407.259	11.946.815.069	4.414.127
2007	Kasım	382.324.197	1.504.030.990	119.949	36.989.059.954	9.739.624.612	4.181.325
2007	Aralık	254.769.894	989.826.483	108.032	21.532.716.445	5.395.866.670	2.751.626

Kaynak : İMKB Açığa Satış Verileri

(*) Tablodaki Açığa Satış İşlem Hacmi, Toplam İşlem Hacmi değerleri YTL cinsindedir.

(*) Tablodaki Açığa Satış İşlem Adedi ve Toplam İşlem Miktarı değerleri adet (lot) cinsindedir.

EK 2. Takasbank ÖPSP Piyasası Ödünç İşlem Miktarları (2006-2007)

Yıl	Ay	ÖPSP Sözleşme Sayısı	ÖPSP İşlem Adedi
2007	Temmuz	1.273	31.081.000
2007	Ocak	869	24.968.032
2007	Haziran	1.069	22.107.669
2007	Şubat	880	21.785.568
2006	Aralık	776	20.679.250
2007	Eylül	714	18.671.062
2007	Aralık	790	18.130.941
2007	Kasım	858	18.063.035
2006	Kasım	729	17.832.359
2007	Ekim	910	17.803.237
2007	Ağustos	1.087	16.684.592
2007	Mayıs	884	16.554.180
2007	Nisan	705	15.007.015
2006	Ekim	809	14.715.386
2006	Eylül	711	13.339.210
2006	Mayıs	1.298	12.467.157
2007	Mart	684	11.892.853
2006	Ağustos	589	10.763.884
2006	Mart	1.065	10.084.315
2006	Haziran	1.121	9.441.814
2006	Temmuz	443	6.404.311
2006	Nisan	729	5.650.597
2006	Şubat	348	3.031.646
2006	Ocak	331	2.799.886

Kaynak: Takasbank ÖPSP Piyasası Verileri

(*) Tablodaki ÖPSP İşlem Adedi değerleri adet (lot) cinsindedir.

EK 3. Takasbank ÖPSP Piyasasında İşlem Gören Hisse Senetlerinin Sektör Bazında Dağılımı (2006-2007)

Sektör	Tanım	Grup	ÖPSP İşlem Adedi	ÖPSP Sözleşme Sayısı
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	GARAN	E	56.314.555	1.890
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	ISCTR	E	50.002.791	1.858
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	YKBNK	E	35.652.615	912
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	AKBNK	E	26.806.760	1.247
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	DOHOL	E	19.308.185	535
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	VAKBN	E	18.236.749	693
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	SAHOL	E	14.219.719	595
HABERLESME	TCELL	E	13.721.269	686
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	KCHOL	E	12.196.230	640
DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	KRDMD	E	11.926.588	242
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	NTHOL	E	5.761.986	204
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	HALKB	E	4.959.092	198
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	SISE	E	4.844.574	291
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	TSKB	E	4.308.971	258
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	DYHOL	E	4.181.158	298
DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	EREGL	E	3.854.242	403
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	ISGYO	E	3.423.241	167
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	IHLAS	E	3.391.070	85
ELEKTRİK MAKİNALARI VE AYGITLARI SANAYİİ	ARCLK	E	2.923.716	366
BASIM, YAYIM VE BUNLARA BAĞLI SANAYİİ	HURGZ	E	2.809.136	276
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	GSDHO	E	2.796.488	105
HAVA TAŞIMACILIĞI	THYAO	E	2.770.675	266
PETROL RAFİNERİLERİ	TUPRS	E	2.762.203	447
ÇEŞİTLİ PETROL VE KÖMÜR TÜREVLERİ SANAYİİ	PTOFS	E	2.638.875	246
TAŞIT ARAÇLARI SANAYİİ	TOASO	E	2.557.623	259
SİGORTA ŞİRKETLERİ	AKGRT	E	2.207.035	274
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	GLYHO	Y	2.153.222	19
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	GLYHO	E	2.085.147	64
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	FINBN	E	2.043.095	221
CAM VE CAM ÜRÜNLERİ SANAYİİ	TRKCM	E	1.983.014	152
BÜYÜK MAĞAZALAR	MIGRS	E	1.789.358	373
ELEKTRİK MAKİNALARI VE AYGITLARI SANAYİİ	VESTL	E	1.723.206	164
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	SKBNK	E	1.496.168	169
ÇEŞİTLİ PETROL VE KÖMÜR TÜREVLERİ SANAYİİ	PETKM	E	1.481.927	207
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	ASYAB	E	1.472.107	177
KİMYA SANAYİİ	AKSA	E	1.359.056	124
MAK.VE DONATIM MOTORLU ARAÇLAR, ELKT.AYGITLAR	DOAS	E	1.088.018	114
DİĞER KİMYASAL ÜRÜNLER SANAYİİ	ECILC	E	1.078.602	125
SİGORTA ŞİRKETLERİ	ANSGR	E	1.056.520	53
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	VAKBN	Y	1.000.297	36
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	ULKER	E	993.368	150
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	TEKST	E	950.254	49
İÇKİ SANAYİİ	AEFES	E	847.610	208
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	ALARK	E	832.634	55

BORSA YATIRIM FONLARI	DJIST	BF	816.588	93
TAŞIT ARAÇLARI SANAYİİ	FROTO	E	741.982	169
BİNA YAPIM VE ONARIMI	ENKAI	E	740.038	192
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	AKCNS	E	731.843	146
ELEKTRİK MAKİNALARI VE AYGITLARI SANAYİİ	BEKO	E	614.106	54
GIDA, İÇKİ VE TÛTÛN	CCOLA	E	610.873	105
OTEL, MOTEL, PANSİYON, KAMP VE DİĞER KONAKLAMA	NTTUR	E	581.445	38
ÇEŞİTLİ PETROL VE KÖMÜR TÜREVLERİ SANAYİİ	AYGAZ	E	530.504	56
DOKUMA SANAYİİ	MEMSA	E	500.310	31
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	DENIZ	E	477.301	125
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	FORTS	E	475.294	99
DOKUMA SANAYİİ	MNDRS	E	475.248	19
METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM	VESBE	E	432.447	28
DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	KRDMB	E	422.555	30
DİĞER İMALAT SANAYİİ	GOLDS	E	417.099	42
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	ADANA	E	410.364	82
METAL EŞYA SANAYİ (MAKİNE VE GEREÇ HARİÇ)	IHEVA	E	398.642	39
DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	KRDMA	E	385.260	25
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	CIMSA	E	377.653	91
KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN	KOZAD	E	373.914	75
KARAYOLU TAŞIMACILIĞI	RYSAS	E	358.315	67
ÇEŞİTLİ PETROL VE KÖMÜR TÜREVLERİ SANAYİİ	SASA	E	337.624	21
BÜYÜK MAĞAZALAR	TNSAS	E	337.381	49
DİĞER KİMYASAL ÜRÜNLER SANAYİİ	HEKTS	E	331.729	11
LOKANTA VE OTELLER	TEKTU	E	284.652	30
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	TAVHL	E	266.047	76
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	ALBRK	E	261.560	17
ELEKTRİK GAZ VE BUHAR	AKENR	E	257.670	54
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	TEBNK	E	248.285	110
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	ADNAC	E	241.780	10
BÜYÜK MAĞAZALAR	BOYNR	E	201.976	30
CAM VE CAM ÜRÜNLERİ SANAYİİ	ANACM	E	192.462	31
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	SNGYO	E	181.411	21
DOKUMA SANAYİİ	MTEKS	E	177.903	20
FİNANSAL KİRALAMA ŞİRKETLERİ	ISFIN	E	176.173	31
TOPTAN TİCARET	SELEC	E	171.911	37
DOKUMA SANAYİİ	CYTAS	E	155.293	10
SİGORTA ŞİRKETLERİ	ANHYT	E	150.083	46
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	DGGYO	E	149.743	14
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	YAZIC	E	143.819	65
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	TATKS	E	141.572	26
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	DARDL	E	139.998	10
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	ECZYT	E	135.849	20
BÜYÜK MAĞAZALAR	GIMA	E	128.351	10
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	YYGYO	E	127.781	15
FACTORING ŞİRKETLERİ	OZFIN	E	125.905	28
OTEL, MOTEL, PANSİYON, KAMP VE DİĞER KONAKLAMA	MMART	E	117.660	13
BASIM, YAYIM VE BUNLARA BAĞLI SANAYİİ	DGZTE	E	113.332	27
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	PNSUT	E	108.791	25

DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	BURVA	E	102.410	33
TAŞIT ARAÇLARI SANAYİİ	KARSN	E	101.285	27
MAKİNA SANAYİİ (ELEKTRİK MAKİNALARI HARİÇ)	TTRAK	E	93.445	47
ELEKTRİK GAZ VE BUHAR	AYEN	E	89.530	12
ÇEŞİTLİ PETROL VE KÖMÜR TÜREVLERİ SANAYİİ	TRCAS	E	86.772	34
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	EMBYO	E	80.000	5
METAL EŞYA SANAYİ (MAKİNE VE GEREÇ HARİÇ)	TUDDF	E	79.132	24
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	AGYO	E	78.214	13
DİĞER KİMYASAL ÜRÜNLER SANAYİİ	DEVA	E	69.248	15
TIBBİ VE DİĞER SAĞLIK HİZMETLERİ	ACIBD	E	68.358	40
DOKUMA SANAYİİ	BOSSA	E	66.424	12
TAŞITLAR TARIM VE MAKİNE ALETLERİ İLE DİĞER	MIPAZ	E	62.557	13
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	LIOYS	E	60.998	9
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	HDFYO	E	60.908	8
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	METYO	E	58.220	5
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	TKSYO	E	57.985	5
BİLİSİM	ARENA	E	57.953	20
OTEL, MOTEL, PANSİYON, KAMP VE DİĞER KONAKLAMA	MAALT	E	56.698	15
TAŞIMA İLE İLGİLİ DİĞER HİZMETLER	UCAK	E	54.203	11
SİGORTA ŞİRKETLERİ	YKSGR	E	53.046	10
BİNA YAPIM VE ONARIMI	BROVA	E	51.177	6
DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	DOKTS	E	50.612	11
KOMUR MADENCİLİĞİ	PRKTE	E	50.005	11
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	YKGYO	E	49.657	16
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	BANVT	E	49.478	9
İÇKİ SANAYİİ	KRSTL	E	48.471	8
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	ALNTF	E	48.067	12
DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	IZMDC	E	47.918	11
KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ SANAYİİ	ISAMB	E	47.100	7
MAKİNA SANAYİİ (ELEKTRİK MAKİNALARI HARİÇ)	UZEL	E	46.191	16
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	AVRSY	E	45.601	4
SAVUNMA	ASELS	E	43.843	29
ARACI KURUMLAR	ISMEN	E	43.012	6
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	PENGD	E	42.530	7
DİĞER KİMYASAL ÜRÜNLER SANAYİİ	DYOBY	E	40.036	7
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	SELGD	E	40.000	6
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	BOLUC	E	38.951	14
KİMYA SANAYİİ	SODA	E	38.829	11
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	ALYAG	E	37.199	4
SİGORTA ŞİRKETLERİ	RAYSG	E	36.716	23
TAŞIT ARAÇLARI SANAYİİ	OTKAR	E	35.965	20
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	ARFYO	E	34.809	5
MENKUL KIYM ET YATIRIM ORTAKLIKLARI	EGCYO	E	32.336	7
SPOR HİZMETLERİ	BJKAS	E	32.089	10
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	VARYO	E	29.619	17
DOKUMA SANAYİİ	YATAS	E	29.516	9
FİNANSAL KİRALAMA ŞİRKETLERİ	VAKFN	E	29.433	14
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	ECYAP	E	29.237	8
KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ SANAYİİ	VKING	E	28.500	5

SİGORTA ŞİRKETLERİ	GUSGR	E	25.505	8
CAM VE CAM ÜRÜNLERİ SANAYİİ	IZOCM	E	24.800	6
BAŞKA YERDE SINIFLANDIRILMAMIŞ PLAST.ÜR.SAN.	EPLAS	E	24.000	10
ELEKTRİK MAKİNALARI VE AYGITLARI SANAYİİ	EMKEL	E	23.515	5
DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	CEMTS	E	23.403	5
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	PEGYO	E	23.070	6
TAŞIT ARAÇLARI SANAYİİ	KARSN	Y	22.532	7
TAŞIT ARAÇLARI SANAYİİ	PARSN	E	20.844	6
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	MZHLD	E	20.488	12
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	FRIGO	E	20.330	9
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	BRYAT	E	20.284	5
OTEL, MOTEL, PANSİYON, KAMP VE DİĞER KONAKLAMA	FVORI	E	20.102	10
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	TUKAS	E	20.090	3
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	ATAYO	E	20.000	3
ELEKTRİK GAZ VE BUHAR	ZOREN	E	19.890	3
DERİ, DERİ BENZER MADDELER VE KÜRK EŞYA SANAYİ	DESA	E	19.028	5
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	ALGYO	E	18.755	24
DOKUMA SANAYİİ	SONME	E	17.706	6
AYAKKABI DIŞINDA GİYİM EŞYASI SANAYİİ	CEYLN	E	17.242	12
KİMYA SANAYİİ	GUBRF	E	17.179	6
SPOR HİZMETLERİ	FENER	E	16.917	8
DOKUMA SANAYİİ	LUKSK	E	16.755	11
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	SKPLC	E	16.340	7
DOKUMA SANAYİİ	ALTIN	E	15.551	8
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	ISYAT	E	15.466	2
DOKUMA SANAYİİ	KORDS	E	15.071	2
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	TKFEN	E	15.047	6
HAVA TAŞIMACILIĞI	CLEBI	E	14.511	25
DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	DMSAS	E	14.006	6
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	ECBYO	E	13.700	1
ELEKTRİK MAKİNALARI VE AYGITLARI SANAYİİ	MUTLU	E	12.868	7
BİLİSİM	ANELT	E	12.606	8
DİĞER KİMYASAL ÜRÜNLER SANAYİİ	PRTAS	E	12.409	5
BİLİSİM	INDES	E	12.158	5
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	MRDIN	E	11.336	5
FİNANSAL KİRALAMA ŞİRKETLERİ	YKFIN	E	10.762	5
CANAK, CÖMLEK, ÇİNİ, PORSELEN VE BENZERİ SAN.	EGSER	E	10.551	7
BORSA YATIRIM FONLARI	NFIST	BF	10.423	3
ELEKTRİK MAKİNALARI VE AYGITLARI SANAYİİ	GEREL	E	10.315	3
DOKUMA SANAYİİ	KRTEK	E	10.289	3
DİĞER İMALAT SANAYİİ	SERVE	E	10.100	2
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	VKFYT	E	10.000	1
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	AKYO	E	10.000	1
İÇKİ SANAYİİ	TBORG	E	10.000	1
DOKUMA SANAYİİ	GEDIZ	E	10.000	1
BİLİSİM	ALCTL	E	9.438	5
AYAKKABI DIŞINDA GİYİM EŞYASI SANAYİİ	ESEMS	E	9.000	1
AYAKKABI DIŞINDA GİYİM EŞYASI SANAYİİ	VAKKO	E	8.527	3
FİNANSAL KİRALAMA VE FACTORİNG ŞİRKETLERİ	GARFA	E	7.822	6

TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	BSOKE	E	7.772	2
KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ SANAYİİ	ALKA	E	7.618	2
ELEKTRİK MAKİNALARI VE AYGITLARI SANAYİİ	PRKAB	E	7.536	2
KİMYA SANAYİİ	ALKIM	E	7.371	10
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	MYZYO	E	7.221	3
PERAKENDE TİCARET	BIMAS	E	7.200	28
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	FNSYO	E	7.187	3
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	GDKYO	E	7.098	2
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	DNZYO	E	6.751	3
KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ SANAYİİ	TIRE	E	6.535	4
DOKUMA SANAYİİ	AKALT	E	6.509	2
TAŞIT ARAÇLARI SANAYİİ	ASUZU	E	6.497	10
BASIM, YAYIM VE BUNLARA BAĞLI SANAYİİ	DOBUR	E	6.239	4
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	GRNYO	E	6.220	4
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	PETUN	E	6.209	3
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	MERKO	E	5.956	3
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	MZBYO	E	5.912	1
İÇKİ SANAYİİ	KNFRT	E	5.823	10
DOKUMA SANAYİİ	SKTAS	E	5.724	10
FİNANSAL KİRALAMA ŞİRKETLERİ	FFKRL	E	5.596	8
DOKUMA SANAYİİ	BERDN	E	5.361	6
DOKUMA SANAYİİ	BISAS	E	5.162	2
DOKUMA SANAYİİ	ARSAN	E	5.100	2
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	ATLAS	E	5.000	1
DEMİR, ÇELİK DIŞINDA METAL ANA SANAYİİ	SARKY	E	5.000	1
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	PEGYO	Y	5.000	2
DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	BRSAN	E	4.703	10
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	ISGSY	E	4.500	3
BORSA YATIRIM FONLARI	SMIST	BF	4.500	1
ELEKTRİK GAZ VE SU	AKSUE	E	4.272	8
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	YAZIC	Y	4.019	2
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	NUGYO	E	4.000	4
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	GOLTS	E	3.981	6
BİLİSİM	NETAS	E	3.977	13
FACTORING ŞİRKETLERİ	CRDFA	E	3.812	6
FİNANSAL KİRALAMA ŞİRKETLERİ	TEKFK	E	3.284	2
MENSUCAT, GİYİM EŞYASI, MOBİLYA TOPTAN TİCARET	SANKO	E	3.000	1
DOKUMA SANAYİİ	ATEKS	E	3.000	2
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	SAGYO	E	2.956	2
DERİ, DERİ BENZER MADDELER VE KÜRK EŞYA SANAYİ	DERIM	E	2.824	2
KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ SANAYİİ	BAKAB	E	2.761	2
METAL EŞYA SANAYİ (MAKİNE VE GEREÇ HARİÇ)	ALCAR	E	2.722	7
PERAKENDE TİCARET	CARFA	E	2.710	2
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	TCRYO	E	2.650	3
DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	ERBOS	E	2.500	1
CANAK, CÖMLEK, ÇİNİ, PORSELEN VE BENZERİ SAN.	USAK	E	2.477	2
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	PINSU	E	2.419	3
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	TSKYO	E	2.013	3
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	KERVY	E	1.964	3

DOKUMA SANAYİİ	AKIPD	E	1.785	4
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	UNYEC	E	1.781	5
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	YTFYO	E	1.698	1
DOKUMA SANAYİİ	EDIP	E	1.619	2
GIDA MADDELERİ SANAYİİ	VANET	E	1.550	1
ELEKTRİK MAKİNALARI VE AYGITLARI SANAYİİ	KLMSN	E	1.357	3
BİLİSİM	KAREL	E	1.283	2
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	HZNDR	E	1.264	3
DOKUMA SANAYİİ	UKIM	E	1.027	2
AĞAÇ MOBİLYA VE DÖŞEME SANAYİ	GENTS	E	1.000	1
DOKUMA SANAYİİ	IDAS	E	1.000	1
BAŞKA YERDE SINIFLANDIRILMAMIŞ PLAST.ÜR.SAN.	PIMAS	E	1.000	1
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	BUMYO	E	1.000	1
LASTİK ÜRÜNLERİ SANAYİİ	GOODY	E	1.000	2
ELEKTRİK GAZ VE SU	AKSUE	Y	1.000	1
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	IBTYO	E	841	2
SİGORTA ŞİRKETLERİ	AVIVA	E	813	3
EĞLENCE HİZMETLERİ	AFMAS	E	643	4
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	KONYA	E	617	5
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	CMENT	E	570	2
AĞAÇ MOBİLYA VE DÖŞEME SANAYİ	KLBMO	E	549	2
CANAK, CÖMLEK, ÇİNİ, PORSELEN VE BENZERİ SAN.	KUTPO	E	542	1
DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	CELHA	E	541	4
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	VKFRS	E	514	2
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	KAVPA	E	501	2
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	BTCIM	E	500	1
KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN	DENTA	E	500	1
SPOR HİZMETLERİ	GSRAY	E	465	7
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI	NUHCM	E	459	3
TAŞIT ARAÇLARI SANAYİİ	BFREN	E	411	7
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	AKMGY	E	322	3
KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ SANAYİİ	KAPLM	E	310	4
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	INFYO	E	282	1
KİMYA SANAYİİ	BAGFS	E	262	2
TAŞIT ARAÇLARI SANAYİİ	DITAS	E	250	3
BİLİSİM	LOGO	E	227	2
DEMİR, ÇELİK METAL ANA SANAYİİ	BURCE	E	200	2
KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ SANAYİİ	OLMKS	E	180	1
KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ SANAYİİ	KARTN	E	173	4
LASTİK ÜRÜNLERİ SANAYİİ	BRISA	E	169	4
DİĞER İMALAT SANAYİİ	ADEL	E	158	1
TAŞIT ARAÇLARI SANAYİİ	EGEEN	E	145	2
KERESTE VE YAPI MALZEMESİ TOPTAN TİCARETİ	INTEM	E	137	3
PERAKENDE TİCARET	CARFB	E	127	3
DOKUMA SANAYİİ	YUNSA	E	100	1
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	TKBNK	E	100	1
BASIM, YAYIM VE BUNLARA BAĞLI SANAYİİ	DURDO	E	100	1
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	BUCIM	E	20	1
AYAKKABI DIŞINDA GİYİM EŞYASI SANAYİİ	ARAT	E	3	1

TAŞIT ARAÇLARI SANAYİİ	FMIZP	E	2	1
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI DİĞER SANAYİ	OYSAC	E	2	2
DEMİR, ÇELİK DIŞINDA METAL ANA SANAYİİ	FENIS	E	1	1

Kaynak : Takasbank ÖPSP Piyasası Verileri

(*) Tablodaki ÖPSP İşlem Adedi değerleri adet (lot) cinsindedir.

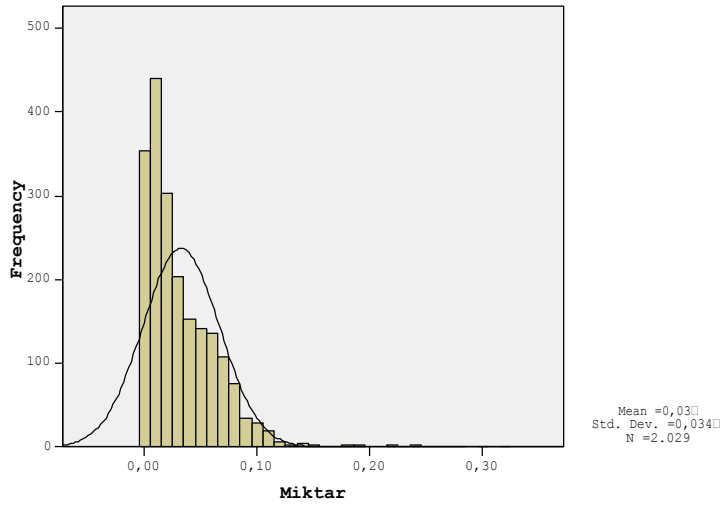
EK 4. Açığa Satış ve Fiyat Performansı Getiri İstatistikleri (Eylül-Ekim-Kasım 2007)

Açığa Satış ve Fiyat Performansı 1.Grup.(En Yüksek Getiri) İstatistikleri

Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	2029	2029
	Missing	0	0
Mean		.0281	.0324
Std. Error of Mean		.00064	.00076
Median		.0200	.0200
Mode		.01	.01
Std. Deviation		.02896	.03412
Variance		.001	.001
Skewness		2.164	2.418
Std. Error of Skewness		.054	.054
Kurtosis		8.356	11.298
Std. Error of Kurtosis		.109	.109
Range		.25	.32
Minimum		.00	.00
Maximum		.25	.32
Sum		57.04	65.78
Percentiles	20	.0100	.0100
	40	.0100	.0200
	60	.0300	.0300
	80	.0500	.0600

Miktar

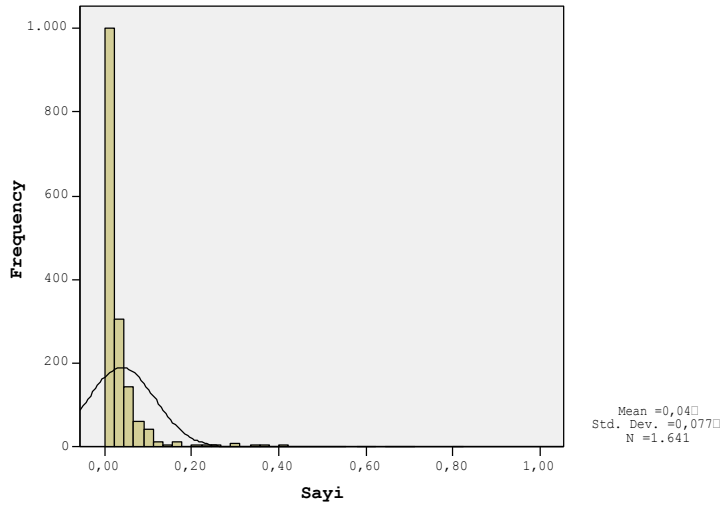


Açığa Satış ve Fiyat Performansı 2.Grup.Getiri İstatistikleri

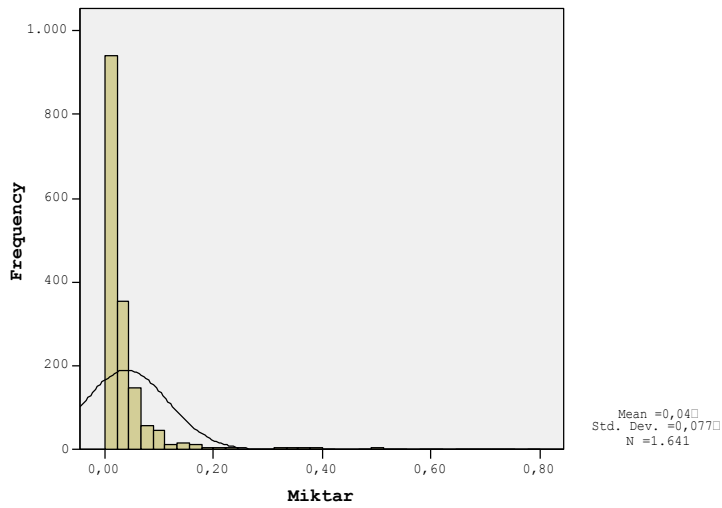
Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	1641	1641
	Missing	0	0
Mean		.0387	.0398
Std. Error of Mean		.00189	.00189
Median		.0200	.0200
Mode		.01	.01
Std. Deviation		.07657	.07672
Variance		.006	.006
Skewness		5.242	5.489
Std. Error of Skewness		.060	.060
Kurtosis		33.212	36.696
Std. Error of Kurtosis		.121	.121
Range		.82	.78
Minimum		.00	.00
Maximum		.82	.78
Sum		63.46	65.29
Percentiles	20	.0100	.0100
	40	.0100	.0200
	60	.0200	.0300
	80	.0500	.0500

Sayi



Miktar

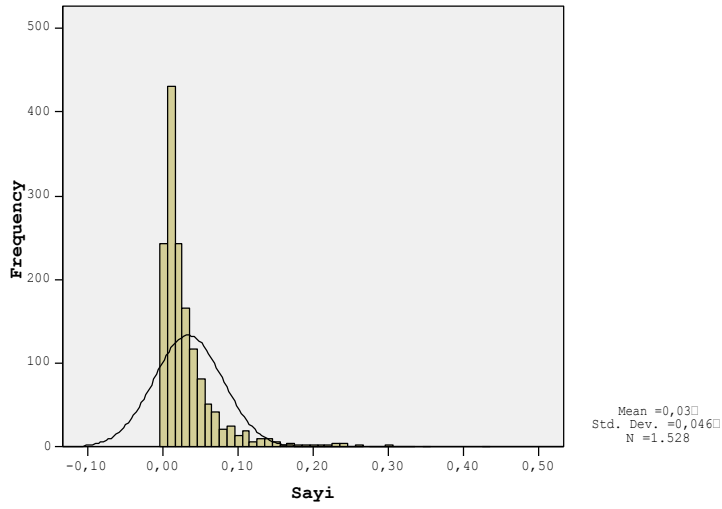


Açığa Satış ve Fiyat Performansı 3.Grup.Getiri İstatistikleri

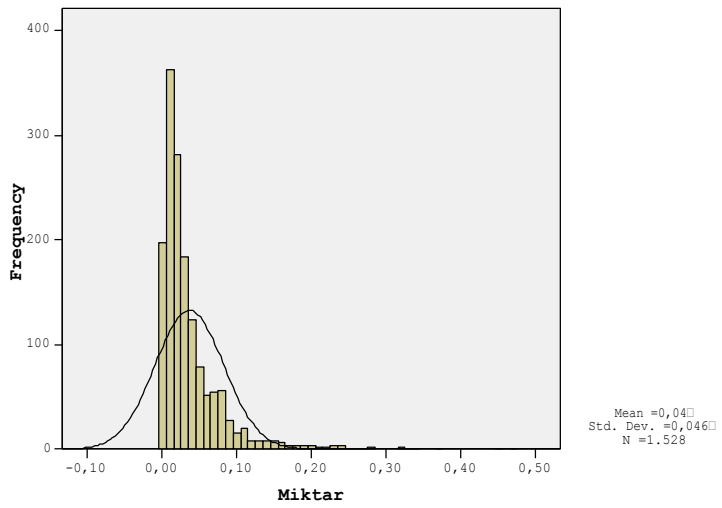
Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	1528	1528
	Missing	0	0
Mean		.0332	.0363
Std. Error of Mean		.00117	.00117
Median		.0200	.0200
Mode		.01	.01
Std. Deviation		.04577	.04592
Variance		.002	.002
Skewness		3.368	3.506
Std. Error of Skewness		.063	.063
Kurtosis		15.160	18.830
Std. Error of Kurtosis		.125	.125
Range		.43	.47
Minimum		.00	.00
Maximum		.43	.47
Sum		50.76	55.39
Percentiles	20	.0100	.0100
	40	.0100	.0200
	60	.0240	.0300
	80	.0500	.0500

Sayi



Miktar

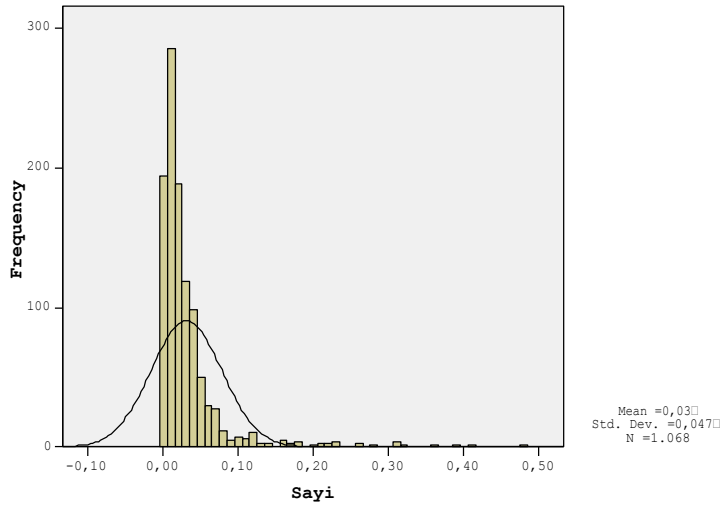


Açığa Satış ve Fiyat Performansı 4.Grup.Getiri İstatistikleri

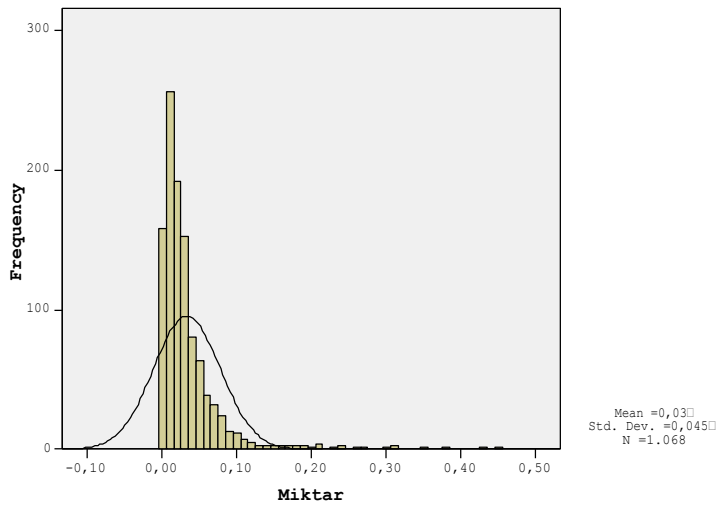
Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	1068	1068
	Missing	0	0
Mean		.0308	.0329
Std. Error of Mean		.00144	.00137
Median		.0200	.0200
Mode		.01	.01
Std. Deviation		.04714	.04466
Variance		.002	.002
Skewness		4.362	4.209
Std. Error of Skewness		.075	.075
Kurtosis		25.403	25.442
Std. Error of Kurtosis		.150	.150
Range		.48	.45
Minimum		.00	.00
Maximum		.48	.45
Sum		32.86	35.17
Percentiles	20	.0100	.0100
	40	.0100	.0200
	60	.0200	.0300
	80	.0400	.0500

Sayi



Miktar

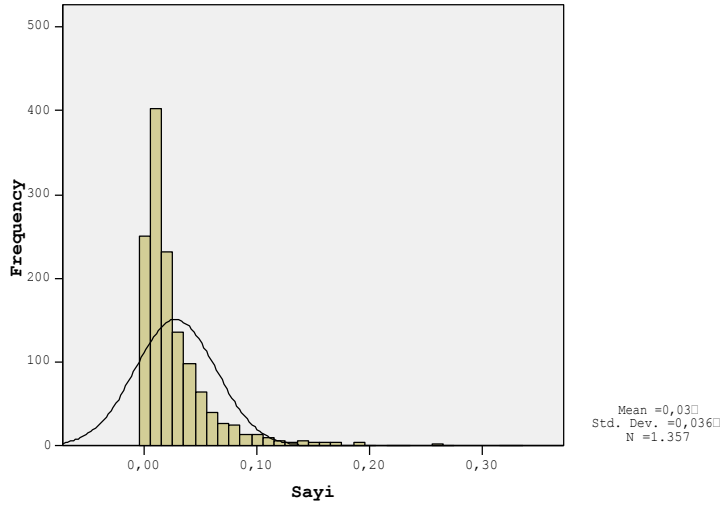


Açığa Satış ve Fiyat Performansı 5.Grup.Getiri İstatistikleri

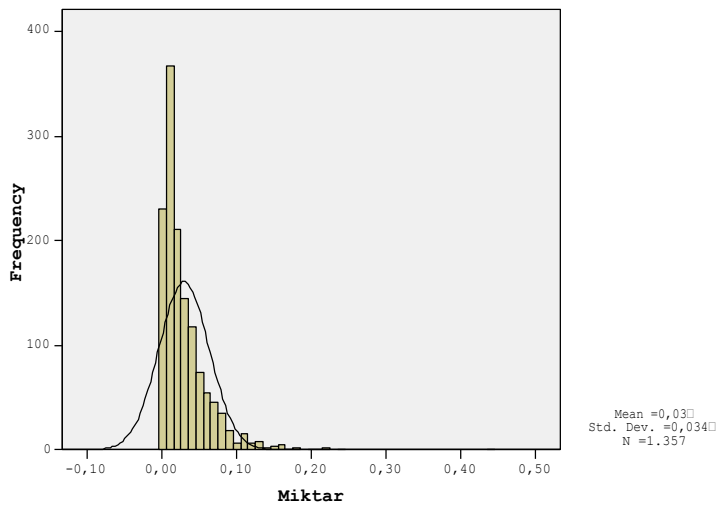
Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	1357	1357
	Missing	0	0
Mean		.0276	.0292
Std. Error of Mean		.00097	.00091
Median		.0200	.0200
Mode		.01	.01
Std. Deviation		.03586	.03369
Variance		.001	.001
Skewness		3.201	3.166
Std. Error of Skewness		.066	.066
Kurtosis		14.983	21.194
Std. Error of Kurtosis		.133	.133
Range		.33	.44
Minimum		.00	.00
Maximum		.33	.44
Sum		37.45	39.61
Percentiles	20	.0100	.0100
	40	.0100	.0100
	60	.0200	.0300
	80	.0400	.0500

Sayi



Miktar



EK 5. Açığa Satış ve Likidite İstatistikleri (Eylül-Ekim-Kasım 2007)

Açığa Satış ve Likidite İMKB(XU030) İstatistikleri

Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	1552	1552
	Missing	0	0
Mean		,0267	,0335
Std. Error of Mean		,00060	,00081
Median		,0200	,0300
Mode		,01	,01
Std. Deviation		,02372	,03184
Variance		,001	,001
Skewness		1,422	2,342
Std. Error of Skewness		,062	,062
Kurtosis		2,890	12,989
Std. Error of Kurtosis		,124	,124
Range		,17	,38
Minimum		,00	,00
Maximum		,17	,38
Percentiles	20	,0100	,0100
	40	,0100	,0200
	60	,0300	,0300
	80	,0400	,0600

Açığa Satış ve Likidite İMKB(XU050) İstatistikleri

Statistics

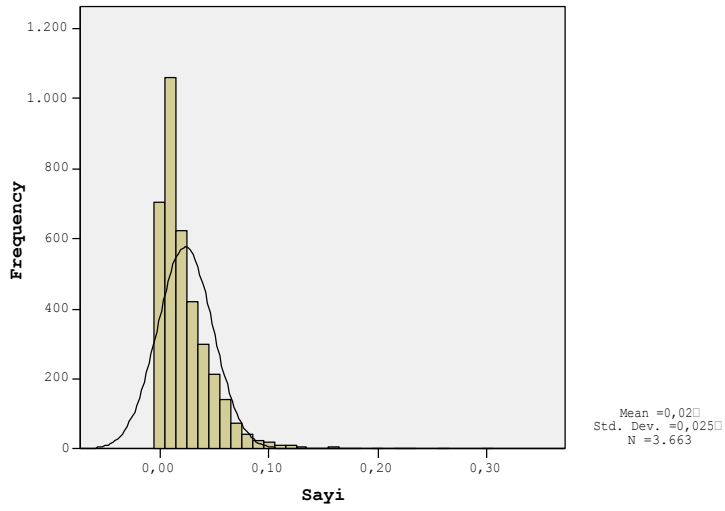
		Sayı	Miktar
N	Valid	2418	2418
	Missing	0	0
Mean		,0237	,0288
Std. Error of Mean		,00045	,00059
Median		,0200	,0200
Mode		,01	,01
Std. Deviation		,02223	,02886
Variance		,000	,001
Skewness		1,527	2,433
Std. Error of Skewness		,050	,050
Kurtosis		3,351	14,068
Std. Error of Kurtosis		,100	,100
Range		,17	,38
Minimum		,00	,00
Maximum		,17	,38
Percentiles	20	,0100	,0100
	40	,0100	,0200
	60	,0200	,0300
	80	,0400	,0500

Açığa Satış ve Likidite İMKB(XU100) İstatistikleri

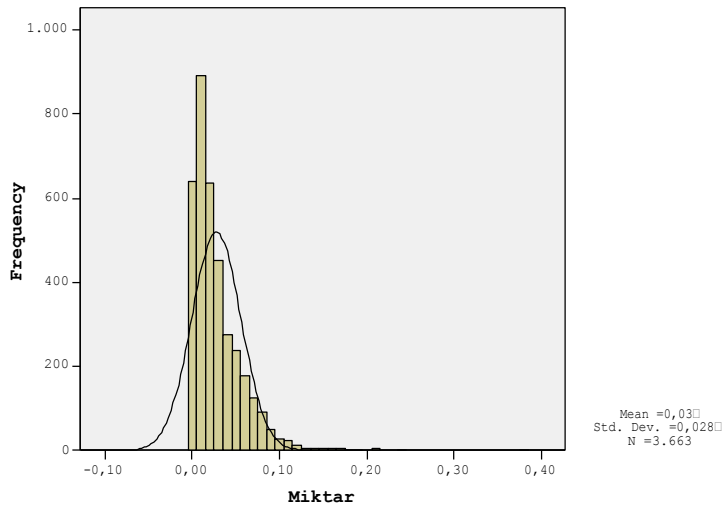
Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	3663	3663
	Missing	0	0
Mean		,0235	,0275
Std. Error of Mean		,00042	,00046
Median		,0200	,0200
Mode		,01	,01
Std. Deviation		,02531	,02810
Variance		,001	,001
Skewness		2,694	2,256
Std. Error of Skewness		,040	,040
Kurtosis		14,125	11,525
Std. Error of Kurtosis		,081	,081
Range		,30	,38
Minimum		,00	,00
Maximum		,30	,38
Sum		86,05	100,75
Percentiles	20	,0100	,0100
	40	,0100	,0100
	60	,0200	,0300
	80	,0400	,0500

Sayi



Miktar

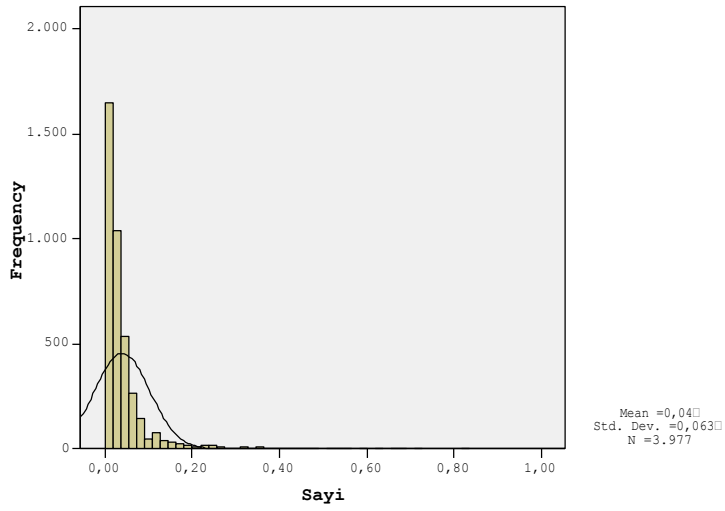


Açığa Satış ve Likidite İMKB(XU100) DIŞI İstatistikleri

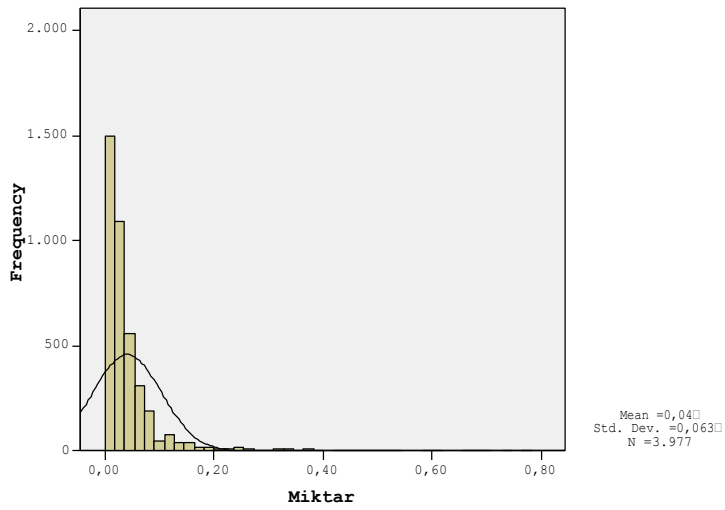
Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	3977	3977
	Missing	0	0
Mean		,0391	,0403
Std. Error of Mean		,00100	,00100
Median		,0200	,0200
Mode		,01	,01
Std. Deviation		,06329	,06297
Variance		,004	,004
Skewness		4,813	5,091
Std. Error of Skewness		,039	,039
Kurtosis		33,051	37,523
Std. Error of Kurtosis		,078	,078
Range		,82	,78
Minimum		,00	,00
Maximum		,82	,78
Percentiles	20	,0100	,0100
	40	,0100	,0200
	60	,0300	,0300
	80	,0500	,0600

Sayi



Miktar



Açığa Satış ve Likidite İMKB(XBANK) İstatistikleri

Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	718	718
	Missing	332	332
Mean		,0319	,0391
Std. Error of Mean		,00098	,00120
Median		,0300	,0300
Mode		,01	,01
Std. Deviation		,02618	,03211
Variance		,001	,001
Skewness		1,227	1,461
Std. Error of Skewness		,091	,091
Kurtosis		2,690	4,550
Std. Error of Kurtosis		,182	,182
Range		,20	,24
Minimum		,00	,00
Maximum		,20	,24
Percentiles	20	,0100	,0100
	40	,0200	,0200
	60	,0400	,0400
	80	,0500	,0600

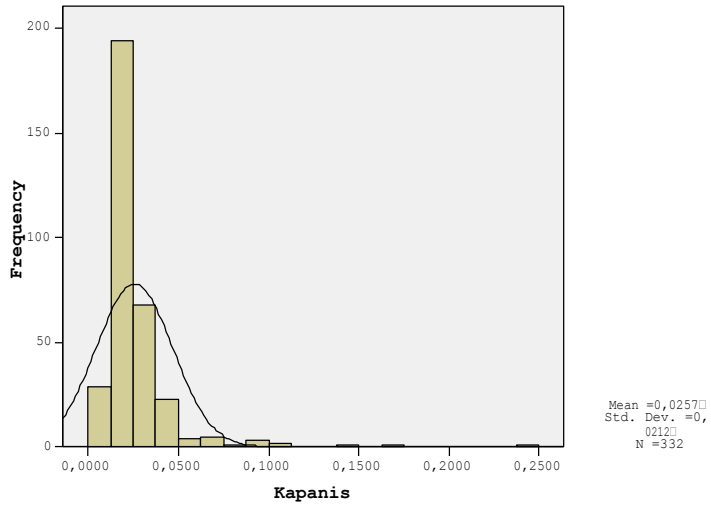
EK 6. Açığa Satış ve Volatilite İstatistikleri (Eylül-Ekim-Kasım 2007)

Statistics

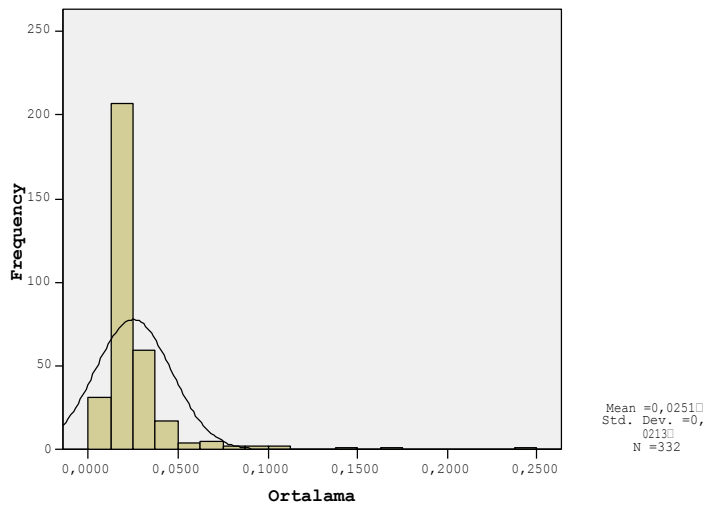
		Ortalama	Kapanis
N	Valid	332	332
	Missing	1	1
Mean		,025100	,025656
Std. Error of Mean		,0011681	,0011662
Median		,020000	,020100
Mode		,0187(a)	,0199
Std. Deviation		,0212840	,0212487
Variance		,000	,000
Skewness		5,565	5,487
Std. Error of Skewness		,134	,134
Kurtosis		43,478	42,595
Std. Error of Kurtosis		,267	,267
Range		,2410	,2402
Minimum		,0015	,0018
Maximum		,2425	,2420
Sum		8,3333	8,5177
Percentiles	20	,014700	,015060
	40	,018500	,018800
	60	,022180	,022480
	80	,028780	,030040

a Multiple modes exist. The smallest value is shown

Kapanis



Ortalama



Açığa Satış ve Volatilite İstatistikleri 1. Grup

Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	66	66
	Missing	0	0
Mean		.0141	.0159
Std. Error of Mean		.00178	.00201
Median		.0097	.0106
Mode		.00	.00
Std. Deviation		.01444	.01629
Variance		.000	.000
Skewness		2.092	1.815
Std. Error of Skewness		.295	.295
Kurtosis		5.956	3.773
Std. Error of Kurtosis		.582	.582
Range		.08	.08
Minimum		.00	.00
Maximum		.08	.08
Sum		.93	1.05

Açığa Satış ve Volatilite İstatistikleri 2. Grup

Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	67	67
	Missing	0	0
Mean		.0153	.0170
Std. Error of Mean		.00170	.00192
Median		.0111	.0116
Mode		.00(a)	.01
Std. Deviation		.01393	.01575
Variance		.000	.000
Skewness		1.593	1.533
Std. Error of Skewness		.293	.293
Kurtosis		2.537	2.225
Std. Error of Kurtosis		.578	.578
Range		.07	.07
Minimum		.00	.00
Maximum		.07	.07
Sum		1.02	1.14

a Multiple modes exist. The smallest value is shown

Açığa Satış ve Volatilite İstatistikleri 3. Grup

Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	67	67
	Missing	0	0
Mean		.0095	.0109
Std. Error of Mean		.00126	.00147
Median		.0062	.0075
Mode		.00	.00(a)
Std. Deviation		.01033	.01206
Variance		.000	.000
Skewness		2.292	2.293
Std. Error of Skewness		.293	.293
Kurtosis		5.973	6.023
Std. Error of Kurtosis		.578	.578
Range		.05	.06
Minimum		.00	.00
Maximum		.05	.06
Sum		.64	.73

a Multiple modes exist. The smallest value is shown

Açığa Satış ve Volatilite İstatistikleri 4. Grup

Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	68	68
	Missing	0	0
Mean		.0150	.0153
Std. Error of Mean		.00454	.00447
Median		.0063	.0075
Mode		.00(a)	.00(a)
Std. Deviation		.03741	.03689
Variance		.001	.001
Skewness		6.714	6.959
Std. Error of Skewness		.291	.291
Kurtosis		50.290	53.418
Std. Error of Kurtosis		.574	.574
Range		.30	.30
Minimum		.00	.00
Maximum		.30	.30
Sum		1.02	1.04

a Multiple modes exist. The smallest value is shown

Açığa Satış ve Volatilite İstatistikleri 5 Grup

Statistics

		Sayı	Miktar
N	Valid	65	65
	Missing	0	0
Mean		.0042	.0041
Std. Error of Mean		.00082	.00066
Median		.0016	.0019
Mode		.00	.00
Std. Deviation		.00665	.00534
Variance		.000	.000
Skewness		2.563	1.944
Std. Error of Skewness		.297	.297
Kurtosis		6.827	3.687
Std. Error of Kurtosis		.586	.586
Range		.03	.02
Minimum		.00	.00
Maximum		.03	.02
Sum		.27	.26

EK 7. Analizlere Dahil Edilmiş Banka İstatistikleri ve Korelasyonları (2006-2007)

AKBNK

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
ASAdet	265469,1673	233920,56097	502
Oadet	53399,9203	112726,54926	502
TopAdet	6678088,3187	4776979,20278	502
Fkapanis	9,2231	1,49128	502
FseansOrt	9,2040	1,48792	502
EndeksTum	42705,5834	5781,42927	499

Correlations

		ASAdet	OAdet	TopAdet	FKapanis	FSeansOrt	EndeksTum
ASAdet	Pearson Correlation	1	,003	,719(**)	-,322(**)	-,328(**)	-,003
	Sig. (2-tailed)		,946	,000	,000	,000	,945
	N	502	502	502	502	502	499
Oadet	Pearson Correlation	,003	1	,065	-,124(**)	-,125(**)	-,073
	Sig. (2-tailed)	,946		,144	,006	,005	,104
	N	502	502	502	502	502	499
TopAdet	Pearson Correlation	,719(**)	,065	1	-,384(**)	-,390(**)	-,174(**)
	Sig. (2-tailed)	,000	,144		,000	,000	,000
	N	502	502	502	502	502	499
Fkapanis	Pearson Correlation	-,322(**)	-,124(**)	-,384(**)	1	,999(**)	,337(**)
	Sig. (2-tailed)	,000	,006	,000		,000	,000
	N	502	502	502	502	502	499
FseansOrt	Pearson Correlation	-,328(**)	-,125(**)	-,390(**)	,999(**)	1	,341(**)
	Sig. (2-tailed)	,000	,005	,000	,000		,000
	N	502	502	502	502	502	499
EndeksTum	Pearson Correlation	-,003	-,073	-,174(**)	,337(**)	,341(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,945	,104	,000	,000	,000	
	N	499	499	499	499	499	499

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

GARAN

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
ASAdet	803676,2191	535371,60385	502
Oadet	112180,3884	186087,88872	502
TopAdet	18307398,9980	11405762,83252	502
Fkapanis	6,2944	1,97410	502
FseansOrt	6,2860	1,97188	502
EndeksTum	42705,5834	5781,42927	499

Correlations

		ASAdet	Oadet	TopAdet	FKapanis	FSeansOrt	EndeksTum
ASAdet	Pearson Correlation	1	,130(**)	,685(**)	,091(*)	,086	-,002
	Sig. (2-tailed)		,003	,000	,041	,055	,958
	N	502	502	502	502	502	499
Oadet	Pearson Correlation	,130(**)	1	,000	,207(**)	,209(**)	,188(**)
	Sig. (2-tailed)	,003		,996	,000	,000	,000
	N	502	502	502	502	502	499
TopAdet	Pearson Correlation	,685(**)	,000	1	-,160(**)	-,167(**)	-,240(**)
	Sig. (2-tailed)	,000	,996		,000	,000	,000
	N	502	502	502	502	502	499
FKapanis	Pearson Correlation	,091(*)	,207(**)	-,160(**)	1	1,000(**)	,965(**)
	Sig. (2-tailed)	,041	,000	,000		,000	,000
	N	502	502	502	502	502	499
FSeansOrt	Pearson Correlation	,086	,209(**)	-,167(**)	1,000(**)	1	,965(**)
	Sig. (2-tailed)	,055	,000	,000	,000		,000
	N	502	502	502	502	502	499
EndeksTum	Pearson Correlation	-,002	,188(**)	-,240(**)	,965(**)	,965(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,958	,000	,000	,000	,000	
	N	499	499	499	499	499	499

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

ISCTR

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
ASAdet	1002213,0498	843062,84266	502
Oadet	99607,1534	187242,20228	502
TopAdet	17525432,1076	13257688,86291	502
Fkapanis	8,0784	1,98818	502
FseansOrt	8,0691	1,98666	502
EndeksTum	42705,5834	5781,42927	499

Correlations

		ASAdet	OAdet	TopAdet	FKapanis	FSeansOrt	EndeksTum
ASAdet	Pearson Correlation	1	,157(**)	,870(**)	-,419(**)	-,423(**)	,621(**)
	Sig. (2-tailed)		,000	,000	,000	,000	,000
	N	502	502	502	502	502	499
OAdet	Pearson Correlation	,157(**)	1	,147(**)	-,221(**)	-,221(**)	,122(**)
	Sig. (2-tailed)	,000		,001	,000	,000	,006
	N	502	502	502	502	502	499
TopAdet	Pearson Correlation	,870(**)	,147(**)	1	-,413(**)	-,416(**)	,502(**)
	Sig. (2-tailed)	,000	,001		,000	,000	,000
	N	502	502	502	502	502	499
FKapanis	Pearson Correlation	-,419(**)	-,221(**)	-,413(**)	1	,999(**)	-,065
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		,000	,149
	N	502	502	502	502	502	499
FSeansOrt	Pearson Correlation	-,423(**)	-,221(**)	-,416(**)	,999(**)	1	-,064
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000		,154
	N	502	502	502	502	502	499
EndeksTum	Pearson Correlation	,621(**)	,122(**)	,502(**)	-,065	-,064	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,006	,000	,149	,154	
	N	499	499	499	499	499	499

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

VAKBN

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
ASAdet	229006,9741	170316,02482	502
OAdet	36328,1853	88995,62963	502
TopAdet	8048619,1076	5120576,29974	502
FKapanis	5,5713	1,79806	502
FSeansOrt	5,5590	1,79088	502
EndeksTum	42705,5834	5781,42927	499

Correlations

		ASAdet	OAdet	TopAdet	FKapanis	FSeansOrt	EndeksTum
ASAdet	Pearson Correlation	1	-,012	,618(**)	-,358(**)	-,361(**)	,378(**)
	Sig. (2-tailed)		,796	,000	,000	,000	,000
	N	502	502	502	502	502	499
OAdet	Pearson Correlation	-,012	1	,067	-,050	-,050	,022
	Sig. (2-tailed)	,796		,132	,261	,265	,617
	N	502	502	502	502	502	499
TopAdet	Pearson Correlation	,618(**)	,067	1	-,428(**)	-,433(**)	,347(**)
	Sig. (2-tailed)	,000	,132		,000	,000	,000
	N	502	502	502	502	502	499
FKapanis	Pearson Correlation	-,358(**)	-,050	-,428(**)	1	1,000(**)	-,485(**)
	Sig. (2-tailed)	,000	,261	,000		,000	,000
	N	502	502	502	502	502	499
FSeansOrt	Pearson Correlation	-,361(**)	-,050	-,433(**)	1,000(**)	1	-,482(**)
	Sig. (2-tailed)	,000	,265	,000	,000		,000
	N	502	502	502	502	502	499
EndeksTum	Pearson Correlation	,378(**)	,022	,347(**)	-,485(**)	-,482(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,617	,000	,000	,000	
	N	499	499	499	499	499	499

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

YKBNK

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
ASAdet	1195633,6215	938482,98294	502
Oadet	71021,1454	166786,16801	502
TopAdet	25874523,0219	18159475,53354	502
Fkapanis	3,7476	1,60611	502
FseansOrt	3,7423	1,60232	502
EndeksTum	42705,5834	5781,42927	499

Correlations

		ASAdet	OAdet	TopAdet	FKapanis	FSeansOrt	EndeksTum
ASAdet	Pearson Correlation	1	,155(**)	,848(**)	-,258(**)	-,260(**)	,284(**)
	Sig. (2-tailed)		,000	,000	,000	,000	,000
	N	502	502	502	502	502	499
OAdet	Pearson Correlation	,155(**)	1	,091(*)	-,107(*)	-,108(*)	,126(**)
	Sig. (2-tailed)	,000		,041	,016	,016	,005
	N	502	502	502	502	502	499
TopAdet	Pearson Correlation	,848(**)	,091(*)	1	-,260(**)	-,262(**)	,103(*)
	Sig. (2-tailed)	,000	,041		,000	,000	,021
	N	502	502	502	502	502	499
FKapanis	Pearson Correlation	-,258(**)	-,107(*)	-,260(**)	1	1,000(**)	,344(**)
	Sig. (2-tailed)	,000	,016	,000		,000	,000
	N	502	502	502	502	502	499
FSeansOrt	Pearson Correlation	-,260(**)	-,108(*)	-,262(**)	1,000(**)	1	,345(**)
	Sig. (2-tailed)	,000	,016	,000	,000		,000
	N	502	502	502	502	502	499
EndeksTum	Pearson Correlation	,284(**)	,126(**)	,103(*)	,344(**)	,345(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,005	,021	,000	,000	
	N	499	499	499	499	499	499

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**EK 8. Analizlere Dahil Edilmiş İlk Halka Arzlar İin Aıĝa Satış İstatistikleri
(2006-2007)**

		Sayı		Miktar	
		Mean	Valid N	Mean	Valid N
Hisse	ALBRK	,01	127	,01	127
	ARMDA	,00	390	,00	390
	ASYAB	,01	413	,02	413
	BSKYO	,00	403	,00	403
	CCOLA	,01	413	,01	413
	DGATE	,01	478	,01	478
	DJIMT	,00	484	,00	484
	FBIST	,01	46	,00	46
	GLDTR	,01	316	,01	316
	HALKB	,02	163	,03	163
	ISDJE	,25	152	,27	152
	ISMEN	,01	157	,01	157
	KAREL	,00	300	,00	300
	METYO	,02	399	,02	399
	MRBYO	,00	268	,00	268
	MZBYO	,01	167	,01	167
	OYAYO	,01	167	,01	167
	RYSAS	,00	478	,00	478
	SAGYO	,02	211	,02	211
	SELEC	,01	425	,01	425
	SMIST	,03	340	,02	340
	SNGYO	,00	132	,00	132
	SPTUR	,01	283	,00	283
	TAVHL	,00	216	,01	216
	TCRYO	,00	373	,00	373
	TKFEN	,01	25	,02	25
	TKSYO	,02	399	,02	399
	VESBE	,01	428	,01	428

			Mean	Valid N
Hisse	METYO	Sayı	,00	7
		Miktar	,00	
		HaftalikGetiri	,25	
	DGATE	Sayı	,00	7
		Miktar	,00	
		HaftalikGetiri	,20	
	SAGYO	Sayı	,04	7
		Miktar	,04	
		HaftalikGetiri	,18	
	ASYAB	Sayı	,02	7
		Miktar	,02	
		HaftalikGetiri	,08	
	MRBYO	Sayı	,00	7
		Miktar	,00	
		HaftalikGetiri	,07	
	BSKYO	Sayı	,00	7
		Miktar	,00	
		HaftalikGetiri	,07	
	SMIST	Sayı	,00	7
		Miktar	,00	
		HaftalikGetiri	,03	
	SELEC	Sayı	,03	7
		Miktar	,04	
		HaftalikGetiri	,02	
	RYSAS	Sayı	,00	7
		Miktar	,00	
		HaftalikGetiri	,02	
	ISDJE	Sayı	,05	7
		Miktar	,04	
		HaftalikGetiri	,01	
	ALBRK	Sayı	,02	7
		Miktar	,03	
		HaftalikGetiri	,01	
	HALKB	Sayı	,02	7
		Miktar	,04	
		HaftalikGetiri	,00	
	FBIST	Sayı	,00	7
		Miktar	,00	
		HaftalikGetiri	,00	
	DJIMT	Sayı	,00	7
		Miktar	,00	
		HaftalikGetiri	,00	
	TKSYO	Sayı	,00	7
		Miktar	,00	
		HaftalikGetiri	-,02	
	TKFEN	Sayı	,02	7

TKFEN	Sayı	,02	7
	Miktar	,04	
	HaftalikGetiri	-,02	
TCRYO	Sayı	,00	7
	Miktar	,00	
	HaftalikGetiri	-,02	
SPTUR	Sayı	,00	7
	Miktar	,00	
	HaftalikGetiri	-,02	
MZBYO	Sayı	,00	7
	Miktar	,00	
	HaftalikGetiri	-,04	
OYAYO	Sayı	,00	7
	Miktar	,00	
	HaftalikGetiri	-,05	
GLDTR	Sayı	,01	7
	Miktar	,01	
	HaftalikGetiri	-,06	
SNGYO	Sayı	,03	7
	Miktar	,03	
	HaftalikGetiri	-,07	
KAREL	Sayı	,01	7
	Miktar	,01	
	HaftalikGetiri	-,07	
CCOLA	Sayı	,01	7
	Miktar	,02	
	HaftalikGetiri	-,10	
VESBE	Sayı	,01	7
	Miktar	,01	
	HaftalikGetiri	-,12	
TAVHL	Sayı	,01	7
	Miktar	,01	
	HaftalikGetiri	-,12	
ISMEN	Sayı	,02	7
	Miktar	,05	
	HaftalikGetiri	-,12	
ARMDA	Sayı	,00	7
	Miktar	,01	
	HaftalikGetiri	-,21	

KAYNAKÇA

Kitaplar

Akkizidis, Ioannis S. and Vivianne Bouchereau. **Guide To Optimal Operational Risk & Basel II**. USA: Talor & Francis Group, LLC, 2006.

Anderberg, Michael R.. **Cluster Analysis for Applications**. New York: Academic Press, 1973.

Berk, Niyazi. **Finansal Yönetim**. 7. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2003.

Brooks, Alison. **International Securities Lending Book I, The Successful Lender**. London: Asset International, Inc., 1992.

Ceylan, Ali ve Turhan Korkmaz. **Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi**. Bursa: Ekin Kitabevi, 2000.

Chambers, Nurgül R.. **Derivatives Markets**. İstanbul: Avcıol Publishers, 1998.

Chambers, Nurgül. **Türev Piyasalar**. 2. Basım, İstanbul: Beta, 2007.

Eken, Mehmet Hasan ve Hüseyin Selimler. **Banka Muhasebesi**. İstanbul: Der Yayınevi, 2004.

Everitt, Brian and Sabine Landau. **Cluster Analysis**. London: Hodder Arnold Publications, 2001.

Fabozzi, Frank J. and Steven V. Mann. **Securities Finance**. USA: John Wiley & Sons, Inc, 2005.

Fabozzi, Frank J.. **Securities Lending and Repurchase Agreements**. USA: Frank J. Fabozzi Associates New Hope Pennsylvania, 1997.

Fabozzi, Frank J.. **Short Selling Strategies, Risks, and Rewards**. USA: John Wiley & Sons, Inc., 2004.

Faulkner, Mark C.. **An Introduction to Securities Lending**. Third Edition, UK: Spitalfields Advisors Limited, 2006.

Francis, Jack Clark. **Investments Analysis and Management**. Fifth Edition, USA: McGraw-Hill , Inc., 1991.

Francis, Jack Clark. **Management of Investments**. Third Edition, USA:McGraw-Hill , Inc., 1993.

Güler, Fazıl. **İstatistik Metodları ve Uygulamaları**. İstanbul:Beta, 2005.

Kaufman, Leonard and Peter Rousseeuw. **Finding Groups in Data: An Introduction to Cluster Analysis**. USA: J.Wiley and Sons Inc., 2005.

Kidwell, David S., Richard L. Peterson and David W. Blackwell. **Financial Institutions, Markets and Money**. 6. Edition , USA:The Dryden Press, 1997.

Korkmaz, Turhan. **Hisse Senedi Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri**. Bursa:Ekin Kitabevi, 1999.

Leblebici Teker, Dilek. **Bankalarda Operasyonel Risk Yönetimi**. Birinci Basım, İstanbul:Literatür Yayıncılık,2006.

Mishkin, Frederic S.. **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**. Eighth Edition, USA:Pearson Addison Wesley, 2007.

Özdamar, Kazım. **Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi (Çok Değişkenli Analizler)**. 4.Baskı, Eskişehir: Kaan Kitabevi, 2002.

Sharma, Subhash. **Applied Multivariate Techniques**. USA:J.Wiley and Sons Inc., 1996.

Sharpe, William F., Gordon J. Alexander and Jeffery V. Bailey. **Investments**. Sixth Edition, USA: Prentice-Hall International, Inc., 1999.

Teweles, Richard J., Edward S. Bradley and Ted M. Teweles. **The Stock Market**. 6th Edition, USA: John Wiley & Sons, Inc., 1992.

Uludağ, İlhan ve Erişah Arıcan. **Finansal Hizmetler Ekonomisi**. İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001.

Uzunoğlu, Sadi. **Para ve Döviz Piyasaları**. ECU Eğitim ve Danışmanlık Hizmetleri San. Ve Tic. Ltd. Şti: İstanbul, 2000.

Yetim, Sedat. **Repo, Ters Repo ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri**. No: 73, Ankara: SPK, 1997.

Yılmaz, Mustafa Kemal. **Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Uygulanabilirliği**. İstanbul: İMKB Yayınları, 1998.

Sürekli Yayınlar

Angel, James J., Stephen E. Christophe and Michael G. Ferri. "A Close Look at Short Selling on Nasdaq", **Financial Analysts Journal**. Volume 59 No:6 (November/December, 2003), s.66-73.

Arıkan, Naci. "Türev Ürünleri Menkul Kıymet midir?", **Vergi Dünyası Dergisi**. Sayı:200 (Nisan, 1998), s.94.

Avrupa Merkez Bankası. "Euro Alanında Repo Piyasasının Özellikleri", **Bankacılar Dergisi**. Sayı 44 (2003), s.72.

Boni, Leslie. "Strategic Delivery Failures in the U.S. Equity Markets", **Journal of Financial Markets**. Volume 9, Issue 1, (February, 2006), s.1-26.

Brent, Averil, Dale Morse and E.Kay Stice. "Short Interest: Explanations and Tests", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Volume 25 No:2 (June 1990), s.273-289.

Bris, Arturo, William N. Goetzmann and Ning Zhu. "Short-Sales in Global Perspective", **Yale International Center For Finance (ICF) Working Paper No. 04-01**. (December, 2003), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=486264, (Erişim: 07 Haziran 2008).

Chambers, Nurgül ve Atilla Çifter. “Operasyonel Risk Yönetimi’nde Zarar Dağılımları İle Gelişmiş Ölçüm Yaklaşımı Uygulaması”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**. 8 (2) 2007, s. 143-158.

Chambers, Nurgül. “Hedge Fonlar”, **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**. Haziran 2008, Cilt:1, Sayı: 1, s. 5-13.

Chen, Joseph, Harrison Hong and Jeremy C. Stein. “Breadth of Ownership and Stock Returns”, **Journal of Financial Economics**. Volume 66 No: 2,3 (November/December, 2002), s.171.

D’Avolio, Gene. “The market for borrowing stock”, **Journal of Financial Economics**. Volume 66 No: 2,3 (November/December 2002), s.271-306.

Danielsen, Bartley R. and Sorin M. Sorescu. “Why Do Option Introductions Depress Stock Prices? A Study of Diminishing Short Sales Constraints”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Volume 36 No:4 (December, 2001), s.451-484.

Dechow, Patricia, Amy Hutton, Lisa Meulbroek and Richard Sloan. “Short Sellers, Fundamental Analysis, and Stock Returns”, **Journal of Financial Economics**. Volume 61 No:1 (July, 2001), s.77.

Desai, Hemang, K. Ramesh and S. Ramu Thiagarajan. “An Investigation of The Informational Role of Short Interest in the NASDAQ Market”, **The Journal of Finance**. Volume 57 No:5 (October, 2002), s.2263-2287.

Diamond, Douglas W. and Robert E. Verrecchia. “Constraints on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information”, **Journal of Financial Economics**. Volume 18 No:2 (June, 1987), s.277.

Duffie, D., N. Garleanu and L. H. Pedersen. “Securities lending, shorting, and pricing”, **Journal of Financial Economics**. Volume 66, No: 2,3 (November/December,2002), s.307.

Durusoy, Mehmet. “Insider Trading’i Yasaklayan Düzenlemelerin Gerekçeleri ve Insider Trading Sorumluluğunun Temelleri”, **Vergi Dünyası**. Sayı:127 (Mart,1992), s.29.

Fama, Eugene F.. “Efficient Capital Markets: A review of Theory and Emprical Works”, **The Journal of Finance**. Volume 25, No:2 (May, 1970), s.383.

Fama, Eugene F.. “Efficient Capital Markets:II”, **The Journal of Finance**. (December, 1991), s.1575-1617.

Figlewski, Stephan and Gwendolyn P. Webb. “Options, Short Sales, and Market Completeness”, **The Journal of Finance**. Volume 48 No:2 (June, 1993), s.761-777.

Figlewski, Stephan. “The Informational Effects of Restrictions on Short Sales : Some Empirical Evidence”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Volume 16, No:4 (November,1981), s.463.

Fischel, Daniel R. and David J. Ross. “Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Markets?”, **Harward Law Review**. Volume 105, 1991, s. 503-553.

Geczy, C. C., D. K. Musto and A. V. Reed. “Stocks are Special Too: An Analysis of the Equity Lending Market”, **Journal of Financial Economics**. Volume 66 No:2,3 (November/December, 2002), s.241-269.

Hong, Harrison and Jeremy C. Stein. “Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes”, **The Review of Financial Studies**. Volume 16 No:2 (Summer, 2003), s.487-525.

Jacobs, Bruce I. and Kenneth N. Levy. “Long-Short Equity Investing”, **The Journal of Portfolio Management**. C: 20 No:1 (Fall,1993), s.52-63.

Jarrow, Robert. "Heterogeneous Expectations, Restrictions on Short Sales, and Equilibrium Asset Prices", **The Journal of Finance**. Volume 35, No: 5 (December, 1980), s.1105-1113.

Jones, Charles M. and Owen A. Lamont. "Short Sale Constraints and Stock Returns", **Journal of Financial Economics**. Volume 66 No:2 (November/December, 2002), s.207-239.

Lamont, Owen A. and Richard H. Thaler. "Can the Market Add and Subtract : Mispricing in Tech Stock Carve-Outs", **The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 528 University of Chicago**, (May, 2001), http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=249981 (Eri

McDonald, J., and D. Baron. "Risk and Return on Short Positions in Common Stock", **Journal of Finance**. 28 (March 1973), s. 97-107.

McKenzie, Michael and Olan T. Henry. "The Impact of Short Selling on the Price-Volume Relationship: Evidence from Hong Kong", **HKIMR (Hong Kong Institute For Monetary Research) Working Paper No.3/2004**, (February, 2004), <http://ssrn.com/abstract=407711> (Eri

Miller, Edward M.. "Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion", **The Journal of Finance**. Volume 32, No:4 (September, 1977), s.1151.

Muth, John F.. "Rational Expectations and The Theory of Price Movements", **Econometrica**. Volume 29 No:3 (July, 1961), s.315-335.

Odean, Terrance. "Are Investors Reluctant To Realize Their Losses?", **The Journal of Finance**. Volume LIII, No: 5, (October, 1998), s.1775-1798.

Ofek, Eli and Matthew Richardson. "Dotcom Mania: The Rise and Fall of Internet Stok Prices", **The Journal of Finance**. Volume 58, No:3 (June, 2003), s.1113-1137.

Platt , Harlan. “A Fuller Theory of Short Selling”, **Journal of Asset Management**. Volume 5, No:1 (June, 2004), s.49.

Pownall, Grace and Paul J. Simko. “The Information Intermediary Role of Short Sellers”, **The Accounting Review**. Volume 80 No:3 (July, 2005), ABI/INFORM Global, pg. 941-966.

Senchack, A. J. and Laura T. Starks. “Short-Sale Restrictions and Market Reactions to Short-Interest Announcements”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Volume 28 No:2 (June, 1993), s.177-194.

Diğer

Akgün, Ayşegül. **Hisse Senedi Piyasalarında Açığa Satış ve Türkiye Üzerine Değerlendirmeler**, Ankara: SPK Yeterlik Etüdü, 1994.

Arslan, Volkan. **Teminat Karşılığı Menkul Kıymet Borç İşlemlerinden Repo'nun Merkez Bankaları Döviz Rezerv Yönetimindeki Yeri**, Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2005.

Asquith, Paul and Lisa Meulbroek, “An Empirical Investigation of Short Interest”, Working Paper, Harvard Business School, Harvard University, 1995.

Bai, Yang, Eric C. Chang and Jiang Wang. “Asset Prices Under Short-Sale Constraints”, 2006, http://stuff.mit.edu/people/wangj/pap/BCW_061112.pdf, (Erişim:7 Haziran 2008).

Bekgöz, Sezai. “Açığa Satış ve Kredili Menkul Kıymet İşlemleri”, (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Üniversitesi SBE, 1994).

Çetin, Müge. **Mali Kuruluşlarda Risk Yönetimi Bilgi Sistemleri**, Ankara: SPK Yeterlik Etüdü, 2001.

Division of Market Regulation:Key Points About Regulation SHO, Date: April 11, 2005. Retrieved 7 Haziran 2008, From <http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm>

Edwards Amy K. and Kathleen Weiss Hanley, "Short Selling in Initial Public Offerings", Office of Economic Analysis U.S. Securities and Exchange Commission (April, 2008), <http://ssrn.com/abstract=981242>.

Financial Services Authority (FSA) Discussion Paper DP17, **Short Selling**, October 2002, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp17.pdf>, (Erişim: 07 Haziran 2008).

Financial Services Authority (FSA) Feedback Statement, **Short Selling Feedback on DP17**, April 2003, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs17.pdf> , (Erişim: 07 Haziran 2008).

<http://www.clearstream.com>

<http://www.dtcc.com>

<http://www.esecleending.com>

<http://www.euroclear.com>

<http://www.montetitoli.it>

<http://www.statestreet.com>

International Organization of Securities Commissions(IOSCO), **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, July 1999, <http://www.bis.org/publ/cpss32.pdf>, (Erişim: 07 Haziran 2008).

Kahya, Evrim Hilal. **Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarında Uygulanan Takas Sistemleri, Yurt Dışı Uygulamaları ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. İçin Öneriler**, İstanbul: SPK Yeterlik Etüdü, 2004.

Kapoğlu, Esin. **Ödünc Menkul Kıymet İşlemleri ve Türkiye Uygulaması**, Ankara: SPK Araştırma Raporu , 2000.

Kurun, Engin. “Faiz Riskinin Riske Maruz Değer (RMD) Yöntemi ile Ölçümü ve Faiz Riski Yönetiminde Türev Araçların Rolü Bireysel Emeklilik Fonu Portföyü Uygulaması”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2004).

Office of Economic Analysis U.S. Securities and Exchange Commission, “*Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot*”, Retrieved 7 Haziran 2008, From <http://www.sec.gov/news/studies/2007/regshopilot020607.pdf>.

Olca, Selcan. **Futures (Vadeli İşlem) Sözleşmelerinin Muhasebeleştirilmesi**, Ankara: SPK Yeterlik Etüdü, 2001.

Özbay, Remzi. **Hisse Senedi Fiyatlarında Yükseliş ve Çöküşler: Borsalarda Spekülasyon ve Manipülasyon**, Ankara: SPK Araştırma Raporu , 1990.

Raaijmakers Geert T.M.J. . "Securities Lending and Corporate Governance", Maastricht University Faculty of Law, Published in Dutch in Tussen Themis en Mercurius (Anniversary Book of the Dutch Association of Company Lawyers), Deventer, The Netherlands 2005, p. 241-255, <http://ssrn.com/abstract=928312>.

Reed, Adam V. . “Costly Short Selling and Stock Price Adjustments to Earnings Announcements”, University of Pennsylvania, Ph.D., Dissertation, 2002, <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=765053481&sid=1&Fmt=2&clientId=37578&RQT=309&VName=PQD>

Report of the IOSCO Emerging Markets Committee, **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets**, December 2007, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf> , (Erişim: 07 Haziran 2008).

Report of The Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions(IOSCO), **Report On Transparency Of Short Selling**, June 2003, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD147.pdf> , (Erişim: 07 Haziran 2008).

Secondary Market Advisory Committee of The Securities and Exchange Board of India (SEBI), **Discussion paper on Short Selling and Securities Lending and Borrowing**, <http://www.sebi.gov.in/commreport/rep40.pdf> , (Erişim: 07 Haziran 2008).

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION,17 CFR PARTS 240, 241 and 242,[Release No. 4-50103; File No. S7-23-03] RIN 3235-AJ00 SHORT SALES, Retrieved 7 Haziran 2008, From http://www.sec.gov/rules/final/34-50103.htm#P52_4350

SPK, **Hisse Senedi Piyasalarında Manipülasyon Kullanılan Yöntem Örnekleri Manipülatif İşlem Kalıbı Örnekleri Korunma Yolları**, Aralık 2003, <http://www.spk.gov.tr>, (Erişim: 07 Haziran 2008).

Şehirli, Kübra. **Kurumsal Yönetim**, Ankara: SPK Araştırma Raporu, 1999.

Takasbank A.Ş., 2006 Faaliyet Raporu, <http://www.takasbank.com.tr>, (Erişim: 07 Haziran 2008).

Takasbank A.Ş., 2007 Faaliyet Raporu, <http://www.takasbank.com.tr> , (Erişim: 07 Haziran 2008)

Takasbank A.Ş., 25/11/2005 tarihli 855 nolu Genel Mektubu, <http://www.takasbank.com.tr> (Erişim: 07 Haziran 2008).

Takasbank A.Ş., Ödünç Pay Senedi Piyasası Uygulama Esasları Yönetmeliği, <http://www.takasbank.com.tr/UserFiles/Documents/OPSPYONETMELIK.pdf> (Erişim: 07 Haziran 2008).

Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), **“Investigating and Prosecuting Market Manipulation”**, May 2000, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf> , (Erişim: 27 Ekim 2008).

Tezcanlı, Meral Varış. **İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1996.

Uysal, Özgür. “Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış ve Ödünç Menkul Kıymet İşlemleri ve Türkiye Örneği”, (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi, 2001).

Vodia Group Research Report, **Stock Exchanges and the Growth of Securities Lending: A Report for the World Federation of Exchanges**, November 2007, <http://www.vodiagroup.com/site/stockexchangegrowthreport.php>, (Erişim: 07 Haziran 2008).