T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

AÇIĞA SATIŞ, ÖDÜNÇ MENKUL KIYMET İŞLEMLERİ ve TAKASBANK ÖDÜNÇ PAY PİYASASI

Yüksek Lisans Tezi

Fevzi ÖZTÜRK
200015856

İstanbul, 2021

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

AÇIĞA SATIŞ, ÖDÜNÇ MENKUL KIYMET İŞLEMLERİ ve TAKASBANK ÖDÜNÇ PAY PİYASASI

Yüksek Lisans Tezi

Fevzi ÖZTÜRK
200015856

Danışman: Doç. Dr. Hicabi ERSOY

İstanbul, 2021

ÖZET

Yatırımcının satış anında sahip olmadığı bir menkul kıymeti satması anlamına gelen açığa satış uzunca bir süredir finansal piyasalarda alternatif bir yatırım stratejisi olarak kullanılmaktadır. Finansal piyasaların gelişmesiyle birlikte açığa satış işlemleri kullanım amacı bakımından daha kompleks bir hal almıştır. Hisse senedi piyasalarına etkisi nedeniyle açığa satış işlemleri uzunca bir süredir tartışılmaktadır. Açığa satış işlemleriyle ilgili literatürde temelde üç farklı yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar, açığa satışın piyasalar için faydalı olduğunu savunanlar, piyasalar için bozucu etki yaptığını savunanlar ve her iki görüşün de sentezi olan piyasalar için gerekli olduğunu ancak kontrol altına alınması gerektiğini savunanlardır. Çalışmada açığa satış stratejileri ve piyasalar üzerindeki etkileri literatür ve piyasa gerçekleşmeleri üzerinden incelenmiştir.

Hisse senedi piyasalarında yapılan açığa satış işlemlerinin bir nevi tamamlayıcısı olan ödünç menkul kıymet işlemleri, gelişim ve etkileşim bakımından uygulamada doğrudan açığa satış işlemlerinden etkilenmektedir. Ödünç pay piyasaları bir noktada açığa satış işlemlerinin tamamlayıcıları olarak da kabul edilmektedir. Ödünç işlemlerinde karşılaşılan riskler düşük yoğunlukta ve yönetilebilir risklerdir.

Türkiye piyasalarında gerçekleştirilen ödünç pay işlemlerinin büyük bir çoğunluğu tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirilmektedir. Bu durum ise finansal karar alıcıların, piyasalara yönelik düzenlemelerinin hayata geçirilmesini aksatmaktadır. Bu noktada Takasbank bünyesinde faaliyet gösteren ve organize bir piyasa olan Ödünç Pay Piyasası'nın gelişimi oldukça önem arz etmektedir. ÖPP'de 2015 -2019 yıllarını kapsayan beş yılık veri seti kullanılarak bu piyasanın etkinliği ve işlemleri analiz edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Açığa Satış, Ödünç Menkul Kıymet, Ödünç Pay Piyasası, Merkezi Karşı Taraf (MKT), Finansal Sistem

ABSTRACT

Short selling, which means the sale of a security that is not owned, has been used as an investment strategy in financial markets for many years. With the development of financial markets, short selling transactions have become more complex in terms of their intended use. Short selling transactions have been discussed for a long time due to their effect on stock markets. There are basically three different approaches in the literature on short selling transactions. Those who argue that short selling is beneficial for markets, those who argue that it has a distorting effect on the markets, and those who argue that it is necessary for markets that are a synthesis of both views, but should be taken under control. In the study, short selling strategies and their effects on the markets are examined through the literature and market realizations.

Securities lending, which is a complement to short selling transactions in stock markets, is affected by short selling transactions. Securities lending markets are also regarded as complementary to short selling transactions. Risks encountered in securities lending transactions are low-density and manageable.

A majority of the realized securities lending transactions are carried out in Turkey markets in OTC markets. This situation hinders the implementation of the regulations of financial decision makers regarding the markets. At this point, the development of the Securities Lending Market (SLM), which is an organized market operating within Takasbank, is very important. The efficiency and operations of this market have been analyzed using a five-year data set covering the years 2015-2019.

Keywords: Short selling, Securities lending, Securities Lending Market, Central Counterparty (CCP), Financial System

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖZET ..... **v**
ABSTRACT ..... **vi**
TABLO LİSTESİ ..... **iii**
ŞEKİL LİSTESİ ..... **iv**
KISALTMALAR ..... **v**
GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM
FİNANSAL SİSTEM

1.1. Finansal Piyasa Türleri 7
1.1.1. Para Piyasaları 9
1.1.2. Sermaye Piyasaları 11

İKİNCİ BÖLÜM
AÇIĞA SATIŞ

2.1. Açığa Satışın Tanımı 14
2.2. Açığa Satışın Tarihi 16
2.3. Açığa Satışın Türleri 21
2.3.1. Normal Açığa Satış 21
2.3.2. Çıplak Açığa Satış 21
2.4. Açığa Satış Uygulamaları 23
2.4.1. Spekülatif Amaçlı Açığa Satış 23
2.4.2. Arbitraj Amaçlı Açığa Satış 25
2.4.3. Korunma (Hedging) Amaçlı Açığa Satış 26
2.4.4. Vergisel Amaçlı Açığa Satış 27
2.5. Açığa Satışın Piyasalara Etkisi 28
2.5.1. Açığa Satışın Piyasalara Olumlu Etkileri 30
2.5.1.1. Likidite Sağlama Etkisi 30
2.5.1.2. Aşırı Fiyat Dalgalanmalarını (Volatilite) Azaltır 31
2.5.1.3. Fiyat Etkinliği Sağlar 32
2.6.2. Açığa Satışın Piyasalara Olumsuz Etkileri 33
2.6.2.1. Piyasa Dengesini Bozucu (Short Squeeze) Etkisi 33
2.6.2.2. Fiyatların Düşüşünü Hızlandırır 34
2.6.2.3. Manipülasyonu Kolaylaştırır 35

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÖDÜNÇ MENKUL KIYMET İŞLEMLERİ

3.1. Ödünç Menkul Kıymet İşlemlerinin İşleyişi 41
3.1.1.Klasik Bir Ödünç Menkul Kıymet İşlemi 45
3.2. Ödünç Menkul Kıymet İşleminden Doğan Haklar 46
3.3. Ödünç Menkul Kıymet Verilme Nedenleri 47
3.4. Ödünç Menkul Kıymet Alma Nedenleri 49
3.5. Ödünç Menkul Kıymet İşlemlerinin Yararları 51
3.6. Ödünç Menkul Kıymet İşlemlerindeki Riskler 52
3.6.1.Kredi Riski 53
3.6.1.1. Karşı Taraf Riski 54
3.6.1.2.Teminat Riski 55
3.6.2.Operasyonel Risk 57
3.6.3. Likidite Riski 59
3.6.4.Piyasa Riski 60
3.6.5.Manipülasyon 61
3.6.6.Yasal Risk 62
3.6.7.Uzlaşma Riski 63
3.6.8.Saklama Riski 64
3.7. Ödünç Menkul Kıymet İşlem Risklerin Yönetilmesi 65

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ÖDÜNÇ MENKUL KIYMET İŞLEMLERİ ve TAKASBANK ÖDÜNÇ PAY PİYASASI

4.1. Sermaye Piyasası Kurulu Düzenlemeleri 67
4.2. Takasbank Ödünç Pay Piyasası 68
4.2.1. İşleyiş Esasları 68
4.2.2. Ödünç İşlemlerine Konu Olabilecek Kıymetler 71
4.2.3. İşlem Sınırları ve İşlem Limitleri 71
4.2.4. Ödünç Verilen Kıymetten Doğan Haklar 72
4.2.5. Teminatlandırma Sistemi 72
4.2.6. Takasbank'ın Merkezi Karşı Taraf Rolü 75
4.3. Takasbank Ödünç Pay Piyasası İşlemlerinin Analizi 76
4.3.1. İşlem Hacmi Analizi 77
4.3.2. İşlemlerin Kıymet Grubu Bazında Analizi 80
4.3.3. İşlemlerin Vade Bazında Analizi 81
4.3.4. Ödünç Veren- Ödünç Alan Analizi 82

SONUÇ **84**
KAYNAKÇA **89**

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1. Para ve Sermaye Piyasalarının Karşılaştırılması..... 13
Tablo 2. Takasbank Ödünç Pay Piyasası'nda İşlem Teminatı Olarak Kabul Edilebilecek Varlık Limitleri..... 73
Tablo 3. Takasbank Ödünç Pay Piyasası'nda İşlem Teminatı Olarak Kabul Edilebilecek Teminatların Değerleme Katsayıları..... 74
Tablo 4. BIST Açığa Satış ve ÖPP İşlem Hacmi. 77
Tablo 5. Takasbank ÖPP'de Gerçekleşen İşlemlerin Kıymet Grubu. 80
Tablo 6. Takasbank ÖPP'de Gerçekleşen İşlemlerin Vade Kırılımı. 81

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1. Finansal Sistemin Unsurları ve İşleyişi 7
Şekil 2. Ülkelerin 2008 Krizinde Açığa Satış Kısıtlamasına Ait Zaman Çizelgesi 19
Şekil 3. Klasik Bir Ödünç Menkul Kıymet İşlemi 45
Şekil 4. Fon Türüne Göre Küresel Ödünç Verilebilir Varlıklar 48
Şekil 5. Takasbank Ödünç Pay Piyasası Emir İletim İşlemi 69
Şekil 6. BIST Açığa Satış ve ÖPP İşlem Hacmi Karşılaştırması 78
Şekil 7. BIST'te Yabancı Yatırımcıların Takas Toplamındaki Oranı 79
Şekil 8. ÖPP'de Ödünç Veren Hesap Türleri 82
Şekil 9. ÖPP'de Ödünç Alan Hesap Türleri 83

KISALTMALAR

a.g.e. : Adı Geçen Eser
a.g.m : Adı geçen makale
BIST : Borsa İstanbul A.Ş.
BYF : Borsa Yatırım Fonu
C. : Cilt
Çev. : Çeviren
DVD : Teslim Karşılığı Teslim
DVP : Ödeme Karşılığı Teslim
ESMA : Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi
ESRB : ESRB European Systemic Risk Board
FED : ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu
FSC : Güney Kore Finansal Hizmetler Komisyonu
IOSCO : Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonu Örgütü
ISLA : Uluslararası Menkul Kıymet Ödünç Verenler Birliği
MKK :Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş
MKT :Merkezi Karşı Taraf
NYSE : New York Stock Exchange
ÖPP : Ödünç Pay Piyasası
ÖPSP : Ödünç Pay Senedi Piyasası
s. : Sayfa
S. : Sayı
SEC : Security and Exchance Comission
SPK : Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn : Sermaye Piyasası Kanunu

GİRİŞ

Özellikle piyasaların sıkıntılı ve satış baskısının olduğu dönemlerde açığa satış konusu gündeme gelmekte ve piyasalara olan etkisi akademik çevrelerce tartışılmaktadır. Literatürde ve uluslararası finansal piyasalarda birçok açığa satış tanımı yapılmaktadır. Ancak üzerinde konsensüse varılmış tek bir açığa satış tanımı bulunmamaktadır. Açığa satışa dair ortak tanımlama ise; menkul kıymetin satış emrinin verildiği anda, o menkul kıymetin yatırımcının hesabında bulunmaması olarak kabul edilmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde açığa satışın tarihi arka planı ve finansal piyasaların gelişmesiyle bugünkü kompleks hali üzerinde durulmuştur. Satış anında sahip ulunmayan bir menkul kıymetin satılması anlamına gelen açığa satış uzunca bir süredir finansal piyasalarda alternatif bir yatırım stratejisi olarak kullanılmaktadır. Finansal piyasaların gelişmesiyle birlikte açığa satış işlemleri kullanım amacı bakımından daha kompleks bir hal almıştır. Hisse senedi piyasalarına etkisi nedeniyle açığa satış işlemleri uzunca bir süredir tartışılmaktadır. Açığa satış yapan yatırımcılar her zaman eleştirilmiştir. Ancak düzenleyiciler ve spekülatörler arasında yüzyıllardır süren tartışma ve anlaşmazlıklara rağmen gerçekten açığa satış kısıtlamaları gerekli mi, değil mi karar halen karar verilememiştir. Düzenleyici otoritelerle spekülatörleri karşı karşıya getiren bu tartışmada, sentez bir görüş olarak; piyasalar için gerekli ancak kontrol altına alınması gerektiği görüşü geniş bir şekilde kabul görmüştür.

Piyasaların gelişmesi ve derinleşmesiyle birlikte açığa satış işlemlerinin amaçları ve türleri de değişmiştir. Açığa satış temelde iki şekilde yapılmaktadır. Birincisi sahip olunmayan menkul kıymeti ödünç alarak açığa satarak yapılan açığa satıştır. İkincisi ise sahip olunmayan menkul kıymeti ödünç almadan yapılan çıplak açığa satıştır. Çıplak açığa satış türü düzenleyici ve denetleyici otoriteler tarafından şiddetle eleştirilmektedir. Literatür tarafında ise ortaya konan ampirik kanıtlar, çıplak açığa satışların piyasa üzerinde bozucu etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Açığa satış piyasaları olumlu ve olumsuz etkilere maruz bırakabilir. Olumlu olarak; likidite sağlama, aşırı fiyat dalgalanmalarını önleme ve olumsuz bilgilerin fiyata dâhil edilmesiyle fiyat etkinliğine yardımcı olmasıdır. Olumsuz etkileri ise arz tarafında suni bir artış yaparak satış baskına neden olması ve piyasa dengesini bozması, fiyatların düşüşünü hızlandırması ve manipülatif hareketlere destek vermesidir.

Çalışmanın üçüncü bölümün de ise ödünç menkul kıymet işlemleri incelenmiştir. Ödünç menkul kıymet işlemlerinin işleyişi, ödünç alma ve verme nedenleri, ödünç menkul kıymet işlemlerinin piyasalara olan yararları ve ödünç menkul kıymet işlemlerinde karşılanabilecek riskler ve bu risklerin yönetilmesi incelenmiştir. Ödünç menkul kıymet işlem risklerinin çoğu yönetilebilir ve düşük olasılıklı risklerdir.

Hisse senedi piyasalarında yapılan açığa satış işlemlerinin bir nevi tamamlayıcısı olan ödünç menkul kıymet işlemleri, gelişim ve etkileşim bakımından uygulamada doğrudan açığa satış işlemlerinden etkilenmektedir. Günümüz sermaye piyasalarında menkul kıymetler nadiren boşta kalır. Doğrudan pazarda alınıp satılmadıysa, bu menkul kıymetler genellikle menkulü borç almak isteyen taraflara kısa vadeli finansman sağlamak için borç verilir. Ödünç verme işleminden elde edilecek gelir kurumsal yatırımcılar için ihmal edilemez bir miktardır ve alternatif bir gelir kaynağı olarak önemlidir. Küresel anlamda en büyük ödünç menkul verenler kurumsal yatırımcılardır.

Menkul kıymet borçlanması diğer bir ifade ile ödünç işlemi son yıllarda menkul kıymet piyasaları faaliyetlerinin merkezi haline gelmiştir. Likit bir ödünç menkul kıymet piyasası olmadan açığa satış işlemleri gelişemez ve açığa bağlı yatırım stratejileri gerçekleştirilemez. Düzenleyici otoriteler denetim, gözetim ve piyasanın genel gidişatını izlemek amacıyla büyük bir öneme sahip menkul kıymet ödünç verisini takip edip kullanabilir. Bu nedenle de düzenleyici ve denetleyici otoriteler özellikle 2008 krizinden sonra ödünç piyasaların gelişmesi yönünde teşvik edici adımlar atmaktadırlar.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise Türkiye'deki ödünç menkul kıymet işlemleri incelenmiştir. Türkiye piyasalarında gerçekleştirilen ödünç menkul kıymet

işlemlerini organize bir piyasa olan Takasbank Ödünç Pay Piyasası ve aracı kurumların kendi aralarında ve bünyelerinde tezgahüstü gerçekleştirdikleri işlemler olarak iki grup altında ele alınması gerekmektedir. Ancak Türkiye'de tezgahüstü piyasalarla ilgili yeterli düzenleme bulunmadığı ve bu piyasada gerçekleşen işlem bilgilerine ulaşmak mümkün olmadığı için, gerçekleşen işlemlerin hacim miktarı, kıymet cinsi, vadesi vs. gibi bilgilerin kamuoyuyla paylaşıldığı ve otoriteye raporlandığı organize bir piyasa olan Takasbank Ödünç Pay Piyasası incelenmiştir.

İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş bünyesinde 2005 yılında kurulan ve organize bir piyasa olan Takasbank Ödünç Pay Piyasası'nın işleyiş esasları, teminatlandırma sistemi ve dünyada birçok ödünç piyasasında uygulanmayan işlemlere garantör olma (Merkezi Karşı Taraf) rolü, ödünce konu pay senetleri ve ödünç piyasasında gerçekleşen işlemler incelenmiştir.

2015 - 2019 yıllarını kapsayan son beş yıllık BIST ve Ödünç Pay Piyasası veri seti kullanılmıştır. BIST'te açığa satışın toplam işlem hacmine oranı yıllar itibariyle gerileme göstermiştir. 2015 yılında yüzde 17,3 olan açığa satış / toplam işlem hacmi oranı 2019 yılsonunda yüzde 6,3'e kadar gerilemiştir. Açığa satış oranı ve miktarındaki bu düşüşe karşılık, Ödünç Pay Piyasası ilgili dönem boyunca işlem hacmini istikrarlı bir şekilde artırarak 4 kata varan bir büyüme yakalamıştır. 2015 yılında 5,6 milyar TL olan ödünç pay piyasasının işlem hacmi 2019 yılını 22 milyar TL ile tamamlamıştır. Ancak ödünç piyasasındaki bu yükseliş trendine rağmen, ödünç alma işlemleri açığa satış işlemlerinin sadece yüzde 15,4'lük kısmını karşılamaktadır. Bu durum Türkiye piyasalarında yapılan açığa satışlar karşılığında yapılan ödünç alma işlemlerinin büyük kısmının tezgahüstü piyasalar üzerinde geçtiğini teyit etmektedir.

Ödünç Pay Piyasası'nda gerçekleşen işlemleri beş yıllık ortalamalarla ödünç alan ve ödünç veren bazında incelediğimizde; dünya örneklerinin aksine, yatırım fonu ve yatırım ortaklıklarının en az ödünç veren yüzde 13,7 ve ödünç alan tarafta da yüzde 1,46 ile en az ödünç alan hesap olduğu görülmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEM

Finansal sistem, ekonomiler için büyük önemi olan bir organizasyondur. Finansal sistem aracılığıyla ülke ekonomilerinde fon transferleri gerçekleştirilir. Bu sistem sayesinde, fon açığı olanlarla fon fazlası olanlar arasında fon transferleri sağlanır. Finansal sistemde fon transferleri gerçekleşirken bu işlemler yasal düzenlemelerden, finansal kurumlardan ve finansal araçlardan faydalanarak gerçekleştirilir. Ülke ekonomilerinin büyümesi ve dünya ekonomilerine entegre olabilmesi için gelişmiş bir finansal sistem oldukça önem arz etmektedir.

Finansal sistemin işlevlerini yerine getirebilmesi için, öncelikli olarak ekonomik birimlerin tasarrufta bulunması ve farklı ekonomik birimlerin de çeşitli nedenlerle bu tasarruflara ihtiyaç duyması gerekmektedir. Ekonomilerde her zaman tasarruf fazlası olan ekonomik birimler ile tasarruf açığı (fon ihtiyacı) olan ekonomik birimler mevcuttur. Bu durumda tasarruf açığı olanlar, tasarruf fazlası olanların fonlarını kullanmak isteyeceklerdir. Diğer bir ifadeyle, finansal (mali) piyasa bir ekonomide fon arz edenler ile talep edenler arasındaki fon akımlarını düzenleyen kurumların, araçların ve kuralların oluşturduğu bir yapıdır. Finansal piyasaların çalışabilmesi ise finansal sistemin genel anlamda ekonomi içerisindeki etkinliğine bağlıdır[1].

Tüketim fazlası olanların tasarruflarını, fon ihtiyacı olanlara sunduğu finansal piyasalar beş temel unsurdan oluşmaktadır. Bunlar; (a) fon arz edenler, (b) fon talep edenler, (c) finansal aracılar, (d) finansal varlıklar ve (e) yasal çerçevedir. Finansal piyasalara fon sunanlar ve fon talep edenler; hane halkı, özel ve kamu işletmeleri, sosyal güvenlik kurumları gibi kişi ve kuruluşlardır. Fon sunanlar, sunulan bu fonlar karşılığında, fon talebinde bulunanların verdiği belgeleri alırlar. Ortaklık veya

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

alacaklık hakkı sağlayan bu belgelere "menkul kıymet" veya "finansal varlık" denilmektedir[2].

Firmaların veya devletin finansal piyasalardan fon talep etmelerinin temelinde yatan yatırım veya işletme sermayesi ihtiyaçlarının, kendileri tarafından karşılanamıyor olmasıdır.

Tasarruf sahibinin fon fazlalarını arz etmesinin başlıca sebepleri arasında ise:

- ✓ Gelir elde etmek (faiz veya temettü),
- ✓ Gelecek / emeklilik için bir birikimde bulunmak,
- ✓ Büyük harcamalar / ödemeler için birikimde bulunmak ve
- ✓ Gelirleri ile giderleri arasındaki vade uyumunu sağlamak sayılabilir[3].

Bir ekonominin sağlıklı işlemesi, tasarruf edilen fonların ve talep edilen fonların muhataplarına etkin ve işlevsel bir şekilde akışını sağlayan finansal sistemin varlığına dayanmaktadır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için sermaye birikimi ekonomik büyümenin ana etkenidir. Ülke ekonomisinde mevcut kaynakların bir kısmı yeni yatırımlara yönlendirildiğinde sermaye birikimi ve gelir artacaktır. Finansal sistem bu noktada oldukça önemlidir[4].

Finansal sistemin güvenliğini sağlayan hukuki ve idari düzenlemeler ne kadar güçlü olursa, piyasa da o denli etkin ve güvenli çalışır. Sağlıklı bir finansal sistem ülke ekonomisinin büyümesine ve genel refah düzeyine katkı sağlar. Tersine bir durumda; finansal sistemin zayıf ve sağlıksız olması ve bu sistemde yaşanacak bir sorun ülke ekonomisine zarar verir.

---

[2] Lale Karabıyık ve Adem Anbar, **Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi**, Bursa, Ekin Basım Yayım, 2010, s.3.
[3] Selim Soydemir ve Abdullah Akyüz, **Sermaye Piyasası ve Borsa**, İstanbul, Scala Yayıncılık, 2015, s.31,32.
[4] Vedat Sarıkovanlık, **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Yönetimi**, İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi Ders Notları, (Çevrimiçi) http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/isletme_au/sermayepiyfinankurumlaryon.pdf (Erişim Tarihi: 25.12.2020), s.14.

Fon talep edenlerle fon arz edenler arasındaki fon transferlerini üç şekilde sınıflandırmak mümkündür[5]:

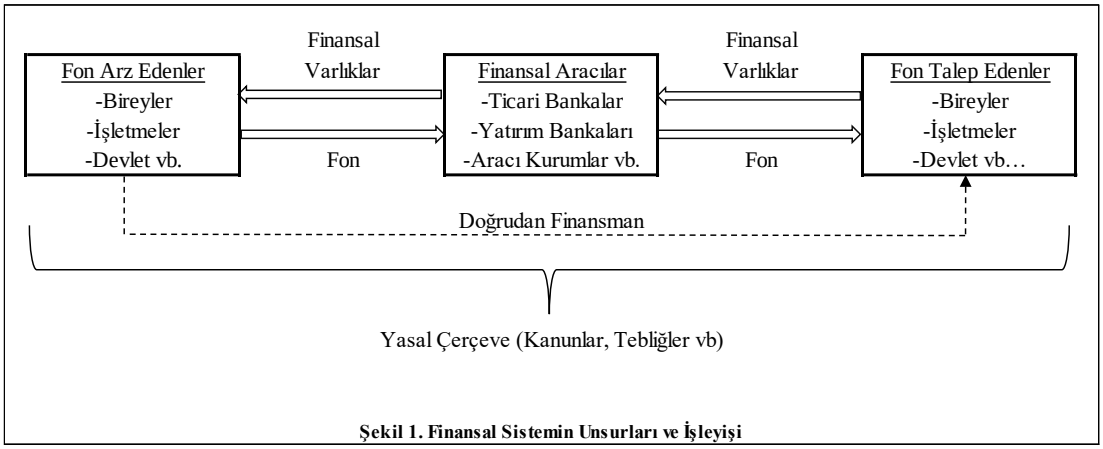
1- Fonların doğrudan (direkt) transferi: Fon talep edenlerle fon arz edenler fon transferi sırasında finansal aracı kullanmadan doğrudan fon transferi yaparlar. Bu tip transferde işletmeler hiçbir aracı kurum kullanmadan tahvil veya hisse senetlerini direkt olarak tasarruf sahiplerine satarlar.

2-Finansal kurumlar aracılıyla doğrudan transfer: işletmeler hisse senedi veya tahvillerini bir yatırım bankasına veya yatırım ortaklarına nihai tasarruf sahibine ulaştırılması için devrederler. İşletmenin menkul kıymetleri ve tasarruf sahibinin parası bu kurumlardan geçmektedir. Fakat bu kurumlar menkul kıymetleri satın almayıp, sadece satışına aracı olmakta ve karşılığında işlem komisyonu almaktadırlar.

Finansal kurumlar aracılığıyla doğrudan fon transferi, "piyasaya dayalı" veya piyasayı temel alan bir yöntemdir. Piyasaya dayalı olmasının temel nedeni de fon talep eden ekonomik birimlerin, aracı kurumları kullanarak kamuoyuna (piyasaya) fon talebiyle çıkmasıdır[6].

3- Finansal kurumlar aracılıyla dolaylı transfer: Bu transfer yönteminde ise şirketlerin menkul kıymetlerini yatırım ortaklıkları ya da bankalar satın almaktadır. Satın aldıkları bu menkul kıymetlerin değerini ifade eden kendi menkul kıymetlerini tasarruf sahiplerine satmak suretiyle sermaye transferine olanak sağlamaktadırlar.

[5] Mehmet Civan, **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Bursa, Ekin Yayınevi, 2010, s.2.
[6] Soydemir ve Akyüz, a.g.e., s.35.



Şekil 1. Finansal Sistemin Unsurları ve İşleyişi

Kaynak: Lale Karabıyık ve Adem Anbar, Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi, Bursa, Ekin Basım Yayım, 2010, s.3.

Fonların talebini ve arzını etkileyen temel faktörler: bütçe açıkları, işletme faaliyetleri düzeyi, dış ticaret açıkları, hane halkı tasarruf eğilimi, uluslararası para akımları ve merkez bankaları para politikalarıdır[7].

Finansal piyasaları, fon talep edenler ve fon arz edenlerin yanı sıra fon transferine aracılık eden finansal aracılar, fon akımında kullanılan finansal araçlar ve piyasaların belirli bir düzen ve güvenli çalışmasını sağlayan düzenleyici ve denetleyici kurumlardan oluşan bir sistem olarak düşünmek gerekir. Buna göre finansal sistem, finansal piyasaları kapsayan geniş bir kavramı ifade etmektedir[8].

1.1.Finansal Piyasa Türleri

En geniş anlamıyla piyasa, çeşitli hizmet, mal ve kıymetin alınıp satıldığı ve bu amaçla alıcılarla satıcıların bir araya geldiği pazar yerleri, mekânlar ve kurumlar olarak tanımlanabilir. Pazar yeri bir mekân olabileceği gibi elektronik bir ortam da olabilmektedir[9]. Piyasa denildiğinde genel olarak akla gelen alıcı ve satıcıların karşılaştıkları fiziksel bir ortamdır. Ancak günümüzde, teknolojinin ulaştığı seviye, alıcı ve satıcıları belirli bir yerde yüz yüze gelmek zorunluluğundan kurtarmıştır[10]. Arz ve talebi bir araya getirip bunların karşılaşmasını sağlayan herhangi bir oluşumu piyasa kavramı ile tanımlayabiliriz.

[7] Serpil Canbaş ve Hatice Doğukanlı, **Finansal Pazarlar**, Adana, Karahan Kitabevi, 2012, s.3.
[8] Aysel Gündoğdu, **Finansal Yönetim**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2.Baskı, 2018, s.53.
[9] Nazım Kadri Ekinci, **Basic Economics**, İstanbul, Literatür Yayınları, No:68, 2001, s.97.
[10] Güven Sayılgan, **İşletme Finansmanı**, Ankara, Siyasal Kitapevi, 2017,s.25.

Finansal ürünlerin alınıp satıldığı piyasalar finansal piyasalar şeklinde tanımlanır. Finansal piyasalar üç temel ekonomik fonksiyonu yerine getirir. Birincisi, finansal ürünü satmak isteyen yatırımcıya bir mekanizma sunar. Bu yatırımcı için çok önemli olan likiditenin oluşmasıdır. İkincisi, satış ve alışların sahipleri olan tarafların bir araya gelmesinin bir sonucu olarak, alıma-satıma konu finansal üründe piyasa fiyatı oluşur. Finansal piyasaların üçüncü ekonomik fonksiyonu da, düşük işlem maliyetlerini oluşturmaktır.

Finansal ürünün fiyatı, etkin bir finansal piyasada piyasa katılımcılarının elde etmiş olduğu bilgileri içerdiğinden, ürün hakkında bilgi edinme maliyeti de minimize edilip düşürülmüş olur.

Finansal piyasalar 20. yüzyılda çok hızlı bir gelişme göstermiştir. Bu gelişmenin son çeyrek asırlık kısmı teknolojik alt yapıların güçlenmesi nedeniyle oldukça hızlı olmuştur. Her geçen gün biraz daha derinleşen ve girift hale gelen finansal piyasalarda yeni finansal enstrümanlar ortaya çıkmıştır. Kısaca "Finansal Küreselleşme" olarak tanımlanan; 1980'li yıllarda meydana gelen yeniden yapılanma, finansal piyasaların bütünleşmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunu doğurmuştur[11]. Finansal piyasalardan tasarrufları toplayabilme ve toplanan bu fonları kara dönüştürerek tasarruf sahiplerine dağıtabilme olanakları da gelişmiştir.

Diğer taraftan uluslararası finansal piyasalarda yaşanan bu hızlı gelişme ve derinleşmenin bir sonucu olarak, para daha yüksek getiri arayarak hızla bir yerden başka bir yere gitmektedir. Sermaye akımlarının liberalizasyonu ile bu fonların transferi düzenlenemez olmuştur. Bu fonlar yatırımcıların ve özel sektörün yarattığı fonlardır ve tamamen kar motivasyonu ile hareket etmektedirler[12].

Ekonomik gelişmişlik ile finansal piyasalar arasında yadsınamaz bir ilişki mevcuttur. Şirketler eriştikleri finansal kaynaklarla büyüyüp gelişirken, yerel pazarlardan yabancı pazarlara uzanmak, yatırım ve ihracat yapmak üzere daha uygun maliyetli ve farklı özelliklere sahip finansal araçlara ulaşmayı da hedeflerler[13].

---

[11] Muhittin Adıgüzel, **Ekonomik, Kültürel ve Politik Küreselleşme ve Sonuçları**, Ankara, Nobel Akademik Yayıncılık, 2011, s.101.
[12] Muhittin Adıgüzel, **Küresel Rekabet Ortamı**, Ankara, Nobel Akademik Yayıncılık, 2011, s.77
[13] Gündoğdu, a.g.e., s.54.

Finansal pazarlar uluslararası sermaye akımının en önemli aracılarıdır. Tasarruf sahipleri fonlarını tasarruf açıkları olanlara finansal pazarlar aracılığı ile yönlendirmektedir. Böylece tasarruf sahiplerinin elindeki fonlar yatırımlara etkin bir şekilde yönlenerek yatırımların verimliliği artmaktadır. Tasarruf sahibi de daha yüksek bir getiri sağlamaktadır. Finansal pazarların bu fonksiyonu ekonomik üniteler arasındaki net fon akımının yükselmesini sağlamaktadır[14].

Finansal pazarlar birbirine bağlı birçok alt pazardan oluşan bir pazarlar bütünüdür. Değişik ölçütlere göre finansal pazarları sınıflandırmak mümkündür. Ancak finansal pazarların sınıflandırılası daha çok biçimseldir. Aslında bu pazarların ayrımından çok, iç içeliğinden söz etmek gerekir. Finansal pazarları, bu pazarlarda el değiştiren fonların istemde bulunanlarla kalma sürelerine göre ayırmak gelenek haline gelmiştir[15].

Finansal piyasaları vade açısından ikiye ayırabiliriz. Para piyasaları genellikle kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasa, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasa ise sermaye piyasası olarak adlandırılmaktadır.

Finansal piyasalarda kısa vade kavramı 1 yıl altını ifade ederken, genellikle "uzun vade" kavramı" 1 yıl ve üzeri bir dönemi kapsamaktadır. Vade kırılımlarında vadesi 1 yıldan az ise kısa vadeli, vadesi 1 yıl ile 10 yıl arası orta vade ve 10 yıl ve daha uzun vade ise uzun vade olarak tanımlanır[16].

Finansal piyasaları vadeye göre kesin hatlarla ayırmak pek mümkün değildir. Çünkü bazı finansal varlıklar her iki piyasada da işlem gördüğü gibi, çoğu finansal kurumda bu iki piyasada birden faaliyet göstermektedir.

1.1.1. Para Piyasaları

Para piyasaları bir yıldan daha kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Bu piyasada ekonomik birimlerin kısa süreli ve geçici nitelikteki fon

[14] Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin ve Fuat Gürlesel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları, No:6, 1995, s.34.
[15] Canbaş ve Doğukanlı, a.g.e., s.8
[16] Frederic S. Mishkin ve Apostolos Serletis, "**The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**", Toronto, 4.Baskı, 2011, s.20.

gereksinimlerini karşılamak için kısa süreli kredi araçları, ticari senetler kullanılır[17]. Para piyasasında yer alan araçların likiditesi daha fazladır ve bu piyasada arz ve talebi düzenleyen faiz oranıdır. Ellerinde likidite fazlası bulunanlar bu likiditeyi kullandırmanın karşılığında bir ödül yani faiz isterler. Likidite açığı olanlar ise tasarruf açıklarını bir bedel yani faiz ödeyerek kapatmaya razıdırlar[18].

Para piyasasında faaliyet gösteren mali kurumların hesaplarında her zaman yoğun ve çift yönlü bir likidite akımı vardır. Bankalar, mali aracılar ve hazine likidite açıklarını para piyasasından yaptıkları alımlarla karşılarlar ve fazla olan likiditeyi de likidite ihtiyacı olanlara bu piyasada belli bir faiz karşılığında kullandırırlar[19]. Bankalar ve şirketler geçici bir süreyle ellerinde tuttukları fonlara faiz işletmek için para piyasası enstrümanlarını kullanırlar. Emeklilik ve sigorta kurumları ise genellikle uzun vadeli menkul kıymetleri tercih ederler. Çünkü bu kurumların nakit akış belirsizlikleri diğerlerine göre daha düşüktür.

Para piyasaları belirli bir yerde kurulu olmayabilir. İhtiyaç duyulan herhangi bir yerde para piyasası oluşabilir. Bu piyasada işlemler hem doğrudan hem de dolaylı finansman yöntemiyle yürütülür ve piyasa dengesini oluşturan ölçü (fiyat) faizdir[20].

Para piyasası enstrümanlarının birçoğunda vadeyi beklemeden satılabilmesine imkân sağlayan aktif bir ikincil piyasa oluşur. Bu enstrümanlar genelde yüksek düzeyde güvenli olmalarıyla bilinir. Vadeler bir günle bir yıl arasında değişiklik gösterebilir. En yaygın kullanılan vadeler üç ay ve daha kısa olanlardır. Para piyasalarının belli başlı katılımcıları; ticari bankalar, hükümetler, şirketler, devlet destekli yatırımlar, para piyasası yatırım fonları, vadeli piyasa borsaları, broker ve dealerlar ile merkez bankalarıdır[21].

Para piyasasında vade sermaye piyasasına göre daha kısa olduğu için riskte ona göre düşük olur. Kısa vadeli menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarında daha küçük

[17] Canbaş ve Doğukanlı, e.g.e., s.9.
[18] Gündoğdu, a.g.e., s.55.
[19] Ahmet Burçin Yereli, **Tasarruf-Yatırım Sürecinin Aktörleri**, (Prof.Dr. Nezihe Sönmez'in Anısına Armağan), İzmir, DEÜ, İİBF, Maliye Bölümü, Anadolu Matbaacılık, 1997, s.583.
[20] Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 11.Basım, 2007, s.219.
[21] İstanbul Altın Borsası Yayınları, No.15, **Para Piyasası Enstrümanları**, 2002, s.13-14

dalgalanmalar yaşanmaktadır[22]. Para piyasasında düşük risk alınmasının karşılığı olarak, getiri de sermaye piyasasına göre daha düşük kalmaktadır.

Para piyasası ile sermaye piyasasında oluşan cari faiz hadleri değişik olmakla birlikte birbirleri arasında sıkı bir ilişki vardır. Genellikle fonlar düşük faiz hadlerinden daha yüksek faiz hadlerine doğru kayarlar. Her iki piyasa arasında yaşanan getiri odaklı bu fon kaymaları, piyasalar arasında oluşan faiz haddi değişiklilerini minimize ederek dengelenmesine de yardımcı olur. Bu sayede gerek fon talebi gerekse fon arzı para piyasasından sermaye piyasasına ya da sermaye piyasasından para piyasasına kolayca kayabilir.

Faiz hadleri, sermaye ve para piyasası arasındaki fon geçişkenliğini ayarlayan düzenleyici bir mekanizma işlevi görmektedir. Piyasalara fon sunanlar kendi yatırım stratejilerine göre bu fonları bu piyasalardan birine ya da her ikisine de arz edebilirler. Fona ihtiyaç duyanlar ise ihtiyaç duydukları fon taleplerinin türüne bağlı olarak her iki piyasadan da borçlanabilirler[23].

1.1.2. Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasaları, orta ve uzun vadeli fonların aracı kuruluşlar aracılığıyla arz ve taleplerinin karşılaştığı piyasalardır. Bu piyasalar, işletmelerin uzun vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamada menkul kıymetlerin arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. En geniş ifadeyle sermaye piyasaları, işletmelerin ihtiyacı olan uzun vadeli fonları karşılayan menkul kıymetlerin el değiştirdiği piyasadır. Sermaye piyasasının işlemesinde önemli bir etken ise maliyetin en düşük düzeye indirilmesidir[24].

Sermaye piyasası, para piyasasına göre daha resmi bir şekilde oluşturulmuş ve genelde belirli bir yeri olan bir piyasadır. Sermaye piyasasının temel kurumları; özel ve kamu kurumları, sigorta şirketleri, kişiler, sosyal güvenlik kurumları, merkez

[22] Mishkin ve Serletis, s.21.
[23] Halil Tunalı, **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, İstanbul Üniversitesi, AUZEF, İktisat Lisans Programı e-ders kitabı, (Çevrimiçi) http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/iktisat_ao/finansalpiyasalarvekur.pdf (Erişim Tarihi 19.12.2020) s.19.
[24] Civan, a.g.e., s.10.

bankası, hazine ve bankalardır. Sermaye piyasasında borç verilebilir fon arzı ve fon talebini dengeleyen ise temettü gelirleri ve faiz gibi unsurlardır[25].

Genellikle sermaye piyasalarından sağlanan fonlar, işletmelerin duran varlıklarının finansmanında ve işletme sermayesinin finansmanında kullanılır. Sermaye piyasalarının en yaygın ve önemli araçları, pay senetleri ve tahvillerdir. Sermaye piyasalarında fon arz edenler çok sayıda ve farklı kişiler olduğu için mülkiyet sahipliği çok dağınık bir yapı göstermektedir. Sermaye piyasalarındaki faiz oranı, para piyasalarına göre daha yüksektir[26].

Sermaye piyasası, kayıt dışı ile mücadele edilmesi, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması, uluslararası muhasebe, denetim ve finansal raporlama standartlarının uygulanması açısından da önemli işlevleri yerine getirmektedir. En önemli işlevlerinden biri ise finansal piyasalara bilgi ve likidite sağlayarak fiyat oluşumunun etkinliğine katkı sağlamasıdır[27].

Sermaye piyasası serbest piyasa ekonomisinin vazgeçilmez bir öğesidir. Bu piyasaların sağlıklı bir biçimde çalışarak ülke ekonomilerine gerekli katkıyı sağlayabilmesi için ekonominin sağlıklı ve istikrarlı olmasının rolü büyüktür.

Sermaye piyasasına yatırılmış değerler toplamı para piyasalarına yatırılandan çok daha fazladır. Piyasa ekonomisinin bir gereği olarak, bu sistemi uygulayan ekonomilerde sermaye arzlarının ve taleplerinin karşılaşacağı bir piyasanın bulunması zorunlu olarak gerekmektedir. Ülkede oluşan sermaye birikimlerinin girişimciler vasıtasıyla yatırımlara plase edilmesini sağlayan mekanizma sermaye piyasaları ile sağlanır.

Sermaye piyasasının gelişebilmesi için şu koşulların oluşması gerekir: tasarruf düzeyinin yükselmesi, uzun vadeli fonlara ihtiyaç duyulması, menkul kıymetlere yatırım yapılmasına uygun ortamın olması, çok sayıda halka açık anonim ortaklığın bulunması, aracılık hizmeti veren aracı kurumların gelişmiş olması, piyasanın açıklık

[25] Eğilmez ve Kumcu, a.g.e., s.224.
[26] Gündoğdu, a.g.e., s.55.
[27] TOOB, "**Türkiye Sermaye piyasası Sektör Raporu**" Mart 2008, s.1-52.

ve güvenli çalışmasını sağlayacak yasal düzenlemelerinin olması gereklidir[28]. Sermaye piyasaları geliştikçe, yeni finansal araçlar geliştirilerek risk dağılımı ve risk yönetimi daha kolay yapılır[29].

Tablo 1. Para ve Sermaye Piyasalarının Karşılaştırılması

FARKLAR	PARA PİYASASI	SERMAYE PİYASASI
Süre	Kısa süreli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır.	Uzun süreli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır.
İşlev	Geçici nitelikteki likidite sıkıntısının giderilmesi için başvurulur.	Sabit yatırım ve net işletme sermayesi gereksinimi için başvurulur.
Kaynak	Fon kaynakları devamlılık göstermeyen resmi, ticari ve vadesiz mevduattır.	Fon kaynakları devamlılık gösteren gerçek tasarruflardır.
Araç	Fon alışverişlerinde kullanılan araçlar para, kredi, döviz, altın, hazine bonosu ve ticari senetlerdir.	Fon alışverişinde kullanılan araçlar pay senedi, tahvil gibi menkul değerlerdir.
Faiz	Kısa süreli fon alışverişi söz konusu olduğundan risk ve dolayısıyla faiz oranı düşüktür.	Uzun süreli fon alışverişi söz konusu olduğundan risk, dolayısıyla faiz oranı yüksektir.

Kaynak: Finansal Piyasalara Dair Literatürden Yararlanarak Oluşturulmuştur.

[28] Nurhan Aydın, **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:2511, 2012, s.7.
[29] Frank J. Fabozzi ve Steven V. Mann, **Securities Finance: Securities Lending and Repurchase Agreements**, ABD, John Wiley & Sons Inc., 2005, s.39.

İKİNCİ BÖLÜM

AÇIĞA SATIŞ

2.1.Açığa Satışın Tanımı

Finansal literatürde satış anında sahip olunmayan herhangi bir menkul kıymetin ödünç alınarak satılması anlamına gelen açığa satış, uzunca bir süredir finansal piyasalarda alternatif bir yatırım stratejisi olarak kullanılmaktadır. Buradaki temel beklenti elde olmayan bir varlığın fiyatının düşeceği ve cari fiyatlarla satışı yapılan bu varlığın daha sonraki bir zamanda daha düşük bir fiyattan geri alınarak aradaki fiyat farkından kar elde etmektir.

Bir başka ifade ile açığa satış işlemini gerçekleştirenler ilgili menkul kıymetin fiyatının düşeceğini beklemekte ve fiyatının yüksek olduğunu düşündükleri bu menkul kıymeti bir başka yatırımcıdan ödünç alarak cari fiyatlarla satmaktadırlar. Ödünç alınan menkul kıymetin vadesi geldiğinde de yüksek fiyattan satmış oldukları menkul kıymeti daha düşük fiyattan piyasadan geri alıp aradaki fiyat farkından kazanç sağlamayı beklemektedirler.

Açığa satış teknik bir terim olup; açığa satışı yapan yatırımcı tarafından sahip olunmayan ama teslim edileceğine söz verilen menkul kıymet satışıdır[30]. Bu aslında basit olarak normal bir alım işleminin tersini ifade etmektedir. Wall Street'te kazanç yapmak isteyen yatırımcılar için eski bir söz vardır “düşükten al, yüksekten sat”. Bu söz açığa satış yöntemiyle “ yüksekten sat, düşükten al” şeklinde çevrilebilir[31].

Açığa satışın başka bir tanımı ise yatırımcının satış emri gerçekleşmeden önce, söz konusu menkul kıymeti ödünç alması ya da ödünç almak için bir anlaşma yapması

[30] Özgür UYSAL, “Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış ve Ödünç Menkul Kıymet İşlemleri ve Türkiye Örneği”, (MÜ Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2001, s.26.

[31] William F. Sharpe, Gordon J. Alexander and Jeffery V. Bailey, **Investments**. Sixth Edition, USA: Prentice-Hall International, Inc., 1999, s.30.

durumunda gerçekleşen satıştır[32]. Uygulamada iki adımda izlenebilmektedir. İlk adımda yatırımcı ilgili menkul kıymeti belirli bir komisyon karşılığında başka bir yatırımcıdan ödünç alır ve spot piyasada o anki cari fiyatla satışını yapar. İkinci adımda ise yatırımcı söz konusu menkul kıymetin ödünç alma vadesinde spot piyasadan satın alır ve ödünç borcunu karşı tarafa iade ederek pozisyonunu kapatır. Birinci adım ve ikinci adım arasındaki fiyat farkından ve bu işlemler için ödemiş olduğu komisyonların düşülmesiyle ortaya çıkan ise yatırımcının açığa satıştan elde ettiği karı gösterir.

Literatüre göre, açığa satış ne kadar büyükse, yatırımcı gelecekteki fiyat hareketleri hakkında o kadar fazla bilgi sahibidir. Bir yatırımcının bilgisi ne kadar yüksekse o kadar fazla yatırım/pozisyon almak ister[33].

Akademik literatür açığa satışı birkaç farklı adımla incelemiştir. Uzun vadeli alımlar ve açığa satışlar genellikle simetrik işlemler olarak düşünülür. Ancak açığa satışlar diğer işlemlerden farklı bir durumdur. Özellikle açığa satışın iki yönü büyük ilgi görmektedir. İlki, açığa satışçılar hisse piyasasındaki düşüşten kar elde ederler ve bu nedenle piyasalarda alışılmadık bir rol oynarlar. İkincisi, açığa satışçılar hisse ödüncü almak durumundadır, bu da bu işlemlere kurumsal karmaşıklık ekler[34].

Ampirik olarak açığa satışın varlık fiyatları üzerindeki teorik etkisi belirsizken, açığa satış kısıtlamalarının varlık fiyatları üzerindeki etkisi de karışıktır. Bu büyük ölçüde arz ve talep etkilerinin ayrı ayrı belirlenmesindeki zorluktan kaynaklanmaktadır[35].

Borsa İstanbul (BIST) tanımına göre ise açığa satış işlemi, sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını ya da satışına ilişkin emrin verilmesini ifade eder. Satışa ilişkin takas yükümlülüğünün ödünç alınan sermaye piyasası araçları ile yerine getirilmesi de açığa satış sayılır[36].

---

[32] Gökben Altaş, "Açığa Satış", **TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi**, S.101, 2011, s.8.

[33] Ekkehart Boehmer, Charles M. Jones ve Xaoyan Zhang, "Which Shorts Are Informed?", **The Journal of Finance**, Nisan 2008, C.63, No.2, s.520.

[34] Adam V. Reed, "Short Selling", **Annual Review of Financial Economics**, C.5, 2013, s.246.

[35] Steven N. Kaplan, Tobıas J. Moskowıtz ve Berk A. Sensoy, "The Effects of Stock Lending on Security Prices: An Experiment", **The Journal of Finance**, C.68, S.5, Ekim 2013, s.1892.

[36] https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/kredili-islem-ve-aciga-satis (Çevrimiçi) Erişim Tarihi: 26 Nisan 2020.

2.2.Açığa Satışın Tarihi

Açığa satış işlemlerinin ilki olarak 1609 yılında Hollandalı Doğu Hindistan Şirketi'ne ait hisselerde yapılan satım sözleşmeleri gösterilmektedir. Bu satışlar nedeniyle Şirket'in önemli derecede zarara uğraması neticesinde, söz konusu şirket paylarına yönelik ilk açığa satış yasağı 1610 yılında Hollanda otoriteleri tarafından uygulanmıştır.[37] Bu olayda Isaac Le Maire adlı bir yatırımcı Fransızların Doğu Hindistan Şirketi'ne rakip bir firma kurma girişimi neticesinde, Doğu Hindistan Şirketi'ne ait hisseleri açığa satarak Şirketin hisselerinin yüzde 12 düşmesine neden olmakla suçlanmış ve açığa satışın tarihteki ilk yasağının uygulanmasına yol açmıştı[38].

1720 yılında İngiltere'de ise Güney Denizi Şirketi (South Sea Company) hisselerinin nominal değeri 100 pounddan 1000 pound üzeri seviyelere kadar yükseldi. Yükselişi tetikleyen ise Fransa'ya karşı yapılan savaşı finanse etmek için 7 milyon poundluk South Sea tahvilini, Lordlar Kamarası'nın onaylamasıydı. Bu onay South Sea'ye, Güney Amerika ile ticarette tek kutup olma yetkisi ve İngiltere'nin 30 milyon pound olan ulusal borcuna aracılık etme yetkisi vermişti[39]. Şirketin hisse fiyatlarının oldukça yükseldiğini gören şirket yöneticileri hisselerini elden çıkarmaya başladı. Yatırımcılar panik içerisinde hisse satışına geçti ve şirket hisseleri 30 pound seviyesine kadar geriledi. Piyasada rekabetin arttığını ve bunun hisse senetleri üzerinde baskı yaratacağını gören Güney Denizi Şirketi, yönetiminin de müdahalesiyle parlamento 1720 yılı içerisinde balon yasasını (bubble act) onayladı[40]. Bu yasa parlamento tarafından piyasayı düzenlemek için yapılmıştı ama artık herkes için çok geçti[41]. Açığa satışlar yasaklanmıştı. Ancak Şirket, başarısı hakkında yanlış söylentiler yayarak fiyatlarını yanlış bir şekilde şişirmekle suçlandı sonrasında ise piyasa çöktü[42].

Açığa satış işlemleri Hollanda'daki olaydan bu yana, 400 yıldan fazla bir zamandır, özellikle finansal kriz dönemlerinde piyasaları aşağı yönde baskılayan ve

---

[37] Emre Kesici, "Açığa Satış İşlemleri ve 2008 Finansal Krizi Sonrası SEC Düzenlemeleri", **Sermaye Piyasası Dergisi**, S.7, Ağustos 2011.
[38] Arturo Bris, William N. Goetzmann and Ning Zhu, "Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World", **Journal of Finance** 62 (3), 2007, s.1030.
[39] Levent Alkan, **Küresel Sistemik Krizin Anatomisi**, 1.b.,İstanbul, Scala Yayıncılık, 2009, s.119.
[40] Murat Birdal, **Bir Krizin Anatomisi**, 1.b., İstanbul: Ginko Kitap, 2018, s.44.
[41] Ahmet Atakısı, Engin Demirel, Gökhan Sönmezler, "Adam Smith'in Ekonomik Kriz Görüşü: South Sea Balonu", **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C.12, S.2, Aralık 2010, s.57..
[42] https://www.investopedia.com/articles/stocks/09/short-selling-ban.asp (Çevrimiçi) Erişim Tarihi: 30 Nisan 2020.

değer kayıplarına neden olan en önemli etken olarak görülmektedir. Açığa satış yapan yatırımcıların bu stratejisi her zaman eleştirilmiştir. Ancak düzenleyiciler ve spekülatörler arasında yüzyıllardır süren tartışma ve anlaşmazlıklara rağmen gerçekten açığa satış kısıtlamaları gerekli mi, değil mi karar verilememiştir. Açığa satış kısıtlamaları organize borsalar kadar eskiyken, çok az sayıda piyasaya etkisine dair ampirik kanıtlar mevcuttur[43].

Açığa satış işlemlerine ilişkin modern düzenlemelerin öncüsü, ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'nun (SEC) 1929 Büyük Buhranı'na tepki olarak çıkardığı 1938 tarihli yukarı adım[44] (uptick rule) kuralıdır[45]. SEC bu yasayla açığa satışta fiyat sınırlamaları getirerek, düşen piyasalarda açığa satış işlemlerini sınırlamaya çalışmıştır. Çünkü 1929 krizi öncesinde ABD borsalarında fiyatlar ve borsa işlem hacmi sürekli artıyordu. Bu artışı ise kredili menkul kıymet işlemlerinin cazibesi körüklüyordu. New York bankaları Merkez Bankası'ndan yüzde 5 ile borç alıp bunu piyasada yüzde 12 ile borç verebiliyordu. Menkul kıymet kredisi açmak oldukça karlı bir arbitraj imkânı sağlıyordu. Kredi kullanılarak öz kaynakların çok üzerinde hisse senedi satın alınabilme imkânı hisse senedine olan talebi dolayısıyla hisse fiyatlarını artırmıştı. Ancak 1929 yılında gelen satış baskısı kredili menkul kıymet piyasasını bozdu ve teminat tamamlama çağrıları yatırımcıları daha fazla satışa yöneltti.[46] Tüm bunları yaşayan ABD finans otoriteleri 1938 yılında bir dizi önlemi vazgeçilmezleri olarak uygulamaya aldılar. Açığa satışın 1929 krizinde New York Borsası'nda (NYSE) yaşanan düşüşleri artırıp hızlandırdığına ilişkin düşünceler bulunsa da, söz konusu yasağın doğru olup olmadığı akademik çevrelerde ve finans dünyasında halen tartışma konusudur[47].

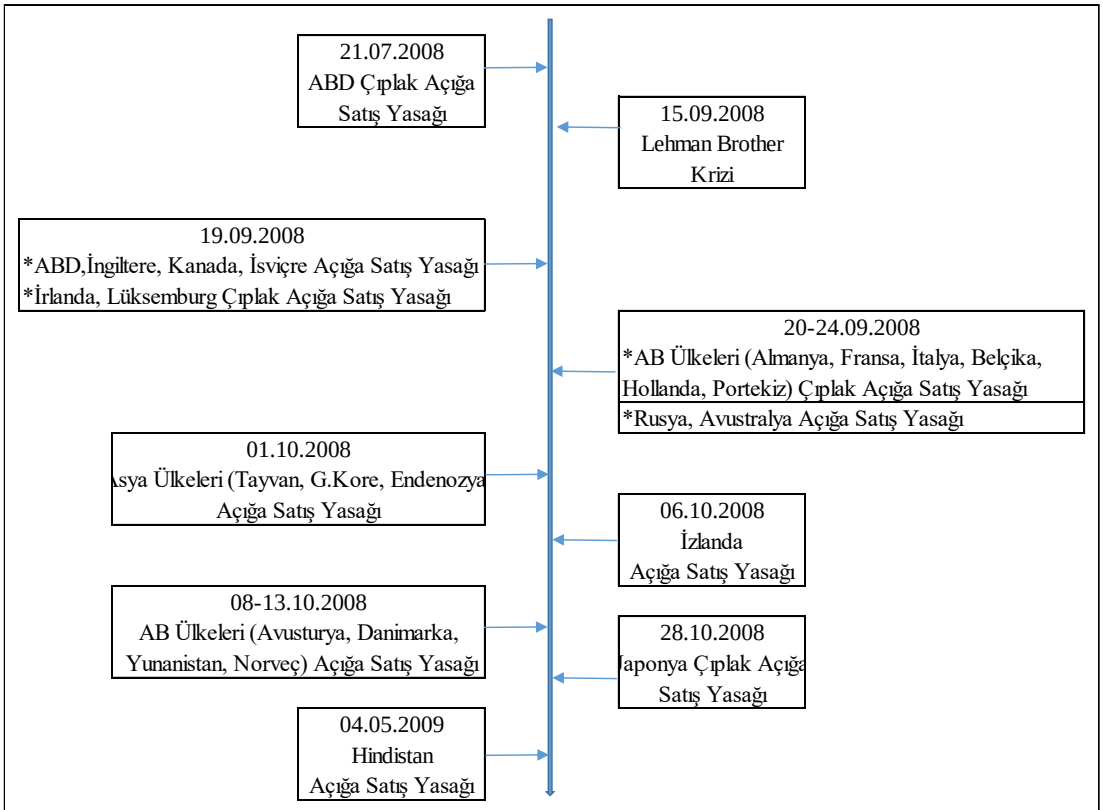
[43] Bris, Goetzmann ve Zhu., a.g.m., s.1030.
[44] Yukarı adım kuralı: Açığa satış işleminin, açığa satışa konu olacak yatırım aracının en son gerçekleşen işlem fiyatından daha yüksek bir fiyat üzerinden veya en son gerçekleşen fiyatın bir önceki fiyattan daha yüksek olması hâlinde en son gerçekleşen fiyat düzeyinden yapılmasını ifade eder.
[45] Tayfur Eken, "Açığa Satış Kısıtlamaları ve Piyasa Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma" (1 Mart 2013). SSRN veri tabanı, (Erişim Tarihi: 27 Mart 2020), s.3.
[46] John K. Galbraith, **Büyük Kriz 1929**, Çev. E. Nihan Akbaş, 2.b, İstanbul, Pegasus Yayınları, 2013, s.31-35-106.
[47] Yener Çoskun, "Kredili İşlemler ve Küresel Kriz Açısından İMKB'de Açığa Satış İşlemleri", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi**, C.47, S.547, 2010, s.78.

1997 yılında yaşanan Asya Krizi'nde açığa satışçılar, Asya mucizesinin mahvedilmesine yardımcı olmakla suçlanmıştır[48].

Özellikle 2008 finansal krizinden sonra açığa satışa ilişkin tartışmalar ve kısıtlayıcı önlemler gündeme gelmiştir. Bunun bir yansıması olarak da krizin ardından açığa satış işlemleri literatürde oldukça fazla ele alınmaya başlanmıştır.

15.09.2008'de Lehman Brothers'ın iflasını ilan etmesiyle[49] tetiklenen krizin neden olduğu panik atmosferinde acil tedbir olarak ilk akla gelen açığa satış işlemlerinin yasaklanması olmuştur. ABD'de SEC'nin 19.09.2008 tarihli açığa satış yasağı ile eş zamanlı olarak, İngiltere, Kanada ve İsviçre düzenleyici otoritelerinin açığa satış yasakları uygulamaya konulmuştur. Takip eden dönemde Avustralya, AB ülkeleri, Rusya, Güneydoğu Asya ülkeleri, Hindistan ve Japonya'da da benzer açığa satış yasaklarının yürürlüğe girdiği görülmüştür[50]. Temmuz 2008 ile Haziran 2010 tarihleri arasında 56 ülkede açığa satış kısıtlamaları uygulanmıştır. Bu 56 ülkede Aralık 2008'de borsada oluşan piyasa değerlerinin yaklaşık yüzde 80'ni açığa satış kısıtlamalarından doğrudan veya dolaylı olarak etkilenmiştir[51].

[48] Bris, Goetzmann ve Zhu, a.g.m., s.1059.
[49] 2008 krizinde iflas eden Lehman Brothers'ın CEO'su Dick Fuld, Lehman'ın iflas nedenleri arasında teminatsız çıplak açığa satışların etkili olduğunu söylemiştir. 6 Ekim 2008 tarihli Financial Times elektronik nüshası. Çevrimiçi Erişim 02.01.2021, https://www.ft.com/content/f59fdd00-93b0-11dd-9a63-0000779fd18c
[50] Eken, a.g.m., s.3.
[51] Gruenewald, Seraina Neva and Wagner, Alexander F. and Weber, Rolf H., "Emergency Short Selling Restrictions in the Course of the Financial Crisis" (22 Haziran, 2010), SSRN veri tabanı, (Erişim Tarihi: 21 Aralık 2020) https://ssrn.com/abstract=1441236



Şekil 2. Ülkelerin 2008 Krizinde Açığa Satış Kısıtlamasına Ait Zaman Çizelgesi

Kaynak: Gruenewald, Seraina Neva ve Wagner, Alexander F. and Weber, Rolf H., "Emergency Short Selling Restrictions in the Course of the Financial Crisis" (22 Haziran, 2010), s.6.

2020 yılı başında tüm dünyayı etkisi altına alan Covid-19 pandemisi sürecinde düzenleyici otoriteler, varlık fiyatlarının düşüşlerini ve piyasalarda yaşanan oynaklığı azaltmak için geçici olarak açığa satış yasakları getirdiler. Güney Kore KOSPİ Endeksi de dâhil olmak üzere, İtalya, İspanya, Fransa, Yunanistan ve Belçika'da yüzlerce hisse senedinde açığa satışlar geçici olarak durduruldu. Piyasalarda yaşanan dalgalanmaların sakinleşmesinin ardından düzenleyici otoriteler açığa satış yasaklarını tamamen veya kısmen kaldırırken gerektiğinde yeniden açığa satış yasaklarına başvurulabileceğinin mesajını da piyasalara verdiler. Örneğin; Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (ESMA), durumun gerektirmesi halinde açığa satış yasak tedbirlerine yeniden başvurulabileceğini açıklarken[52], 2020'nin son günlerinde Güney Kore Finansal Hizmetler Komisyonu (FSC), usulsüz yapılan açığa satışlarda

[52] Securities Lending Times, 2020, S.254, s.26.

cezaların 500 milyon Güney Kore Wonu'na (457 Bin ABD Doları) kadar artırabileceğini ve en az bir yıl hapis veya para cezası verilebileceğini açıkladı[53].

Düzenleyici otoriteler, piyasalar stres altındayken piyasadaki oynaklığı azaltmak ve varlık fiyatlarında daha fazla düşüş olmasını önlemek için genellikle açığa satış yasaklarının gerekli olduğunu ifade etmektedir[54].

Açığa satış ve hisse senedi getirisi oynaklığı arasındaki ilişki tartışmalı bir konudur ve bu ilişki sınırlı akademik bir ilgi görmüştür[55].

Covid-19 pandemi sürecinde Türkiye'de de dünyada yaşananlara paralel olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 28.02.2020 tarihli kararı uyarınca BIST'te de açığa satış yasaklanmış ve gün içinde açığa satış tuşuna basılmadan yapılan ve aynı gün içinde kapatılan pozisyonların da söz konusu yasak kapsamında olduğu ilan edilmiştir[56]. Söz konusu açığa satış yasağını SPK, 01.07.2020 tarihinden itibaren, BIST-30 Endeksinde yer alan payların açığa satış yasağının kaldırılması olarak düzenlemiştir[57].

Türk sermaye piyasasına açığa satış kavramı 1992 yılında 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'yla girmiştir. Söz konusu kanunla[58] SPK'na açığa satışla ilgili düzenleme yapma yetkisi verilmiştir.

Hâlihazırdaki açığa satış düzenlemeleri ve kapsamı ise "Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliği" (Seri: V, No:65) ile belirlenmiştir.

---

[53] https://www.securitiesfinancetimes.com/securitieslendingnews/regulationarticle.php?article_id=224404&navigationaction=regulationnews&page=1&newssection=regulation (Erişim Tarihi: 22 Aralık 2020)

[54] Securities Lending Times, a.g.e., s.27.

[55] Steven Lecce vd., "The impact of naked short selling on the securities lending and equity market", Journal of Financial Markets, C.15, S.1, 2012, s.84.

[56] 28.02.2020 tarihli, 2020/14 nolu Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2020&no=14

[57] 30.06.2020 tarihli, 2020/40 nolu Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2020&no=40

[58] 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, madde:22/1.

2.3. Açığa Satışın Türleri

SEC düzenlemelerinde açığa satış işlemleri, normal açığa satış ve çıplak açığa satış olmak üzere iki grupta düzenlenmektedir[59].

2.3.1. Normal Açığa Satış

Normal açığa satış işlemlerinde yatırımcı ödünç almış olduğu hisse senetlerini spekülatif amaçla spot piyasada satmaktadır. Normal açığa satış işleminde yatırımcılar ödünç alma maliyetine katlanarak işlem yapmaktadırlar. Bir nevi açığa satışı gerçekleştiren yatırımcı ödünç piyasasından aldığı hisseleri takasın gerçekleşeceği güne kadar kiralamaktadır.

Normal açığa satış işlemini örneklendirirsek; bir yatırımcı A Şirketinin hisse senedi fiyatında düşüş olacağını beklemektedir. A Şirketi spot piyasada hisse başına 60 TL 'den işlem görmektedir. Yatırımcı A Şirketi hisse senetlerini hisse başına 60 TL'den ödünç alıp, spot piyasada 60 TL'ye de satışını yapmıştır. Yatırımcının beklentileri doğrultusunda A Şirket'inin hisse senedi fiyatı spot piyasada 40 TL'ye düşmüş ve yatırımcı ödünç aldığı hisselerin pozisyonunu kapatmak üzere spot piyasadan satış yaptığı adet kadar hisseyi 40 TL'den almıştır. Bu örnekte A Şirket'inin hisse fiyatı yatırımcının beklentileri doğrultusunda düştüğü için, yatırımcı fiyat farkından hisse başına 20 TL kazanç (komisyonlar ve işlem maliyetleri hariç) sağlamıştır. Bunun tersi durumda ise (yatırımcının açığa sattığı hissenin fiyatının yükselmesi) yatırımcı aradaki fiyat farkı ve komisyonlar + işlem maliyeti kadar zarar etmiş olur.

2.3.2. Çıplak Açığa Satış

Çıplak açığa satış işleminde normal açığa satıştan farklı olarak, açığa satışa konu menkul kıymet ödünç alınmadan veya ödünç alınacağı karşı tarafa garanti edilmeden yapılan satım işlemidir[60]. Çıplak açığa satışta ödünç alma maliyetinden kurtulunur. Çıplak açığa satış, menkulü bulma ve bulunan menkulden ödünç alma müzakerelerini ortadan kaldırır[61]. İşlem ödünç alınmadan yapıldığı için hisse sahipleri ödünç verme komisyonlarından mahrum kalırlar. Bu işlemi yapanlar eğer takas

[59] https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm#_ftn1 Erişim Tarihi: 27 Nisan 2020.
[60] https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_shortsalesintro.html Erişim Tarihi: 28 Nisan 2020.
[61] Lecce vd., a.g.m., s.82-83.

gününde açığa satışı yapılan menkul kıymeti teslim etmedikleri takdirde SEC'in 2008 sonbaharında kabul ettiği 10b-21 kuralına göre dolandırıcılıktan ceza alırlar[62].

Çıplak açığa satış işlemelerine yönelik getirilen en önemli eleştirilerden bir tanesi sahip olunmayan ancak takas gününde teslim edilmek üzere gerçekleştirilen satım işlemlerinin şirket paylarının piyasadaki arzını suni olarak artırmasıdır. Teorik olarak çıplak açığa satış işlemi gerçekleştiren yatırımcı, istediği miktarda şirket payını satım işlemlerine konu ederek, hisse senedi fiyatını manipüle edebilmektedir[63]. Çıplak açığa satış yüksek riskli bir stratejidir. Aşırı değerli olduğuna karar verilen fiyatları speküle eder[64]. Takas gününde menkul kıymetin teslim edilmeme riski dolayısıyla birçok ülkede çıplak açığa satışa çeşitli kısıtlamalar getirilmiştir[65].

Çıplak açığa satışın vadesi normal açığa satışa göre daha kısadır. Çıplak açığa satışların temel stratejisi, kısa vadeli piyasa dalgalanmalarından yararlanmak için tasarlanmıştır[66].

Lecce ve arkadaşları çıplak açığa satışın menkul kıymet ödünç verme ve hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisini incelemiş ve şu sonuçlara varmışlardır: Çıplak açığa satışa izin verilmesi menkul kıymet kredileri talebinde ve ödünç talebinde düşüşe, piyasa kalitesinde likidite ve fiyat oynaklığı anlamında bozucu etkiye neden olmaktadır. Ancak fiyat verimliğinde bir miktar iyileşme söz konusu olabilir. Diğer taraftan ise çıplak açığa satışı yapanlar ortalama olarak daha bilgili yatırımcılar olduğu için, piyasalarda çıplak açığa satışa izin vermek bilginin artmasına yardımcı olabilecektir[67].

Karşılığı olmayan açığa satış işlemlerinde satış anında menkul kıymet bulunmadığı için suni olarak artırılan menkul kıymet arzının fiyat dengesi üzerinde olumsuz bir etkisi olabileceğinden bu tür işlemler otoriteler tarafından daha riskli olarak kabul edilir. Dünyadaki örneklere bakıldığında düzenleyici kuruluşların

---

[62] https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/rule10b21-secg.htm Erişim Tarihi: 28 Nisan 2020.
[63] Kesici, a.g.m, s.12.
[64] Mark C. Faulkner, **An Introduction to Securities Lending**, Avustralya, Mallesons Stephen Jaques, 2005, s.30.
[65] Altaş, a.g.m, s.9.
[66] Lecce vd.,a.g.m., s.87.
[67] a.g.m., s.81-107.

karşılığı olmayan açığa satış işlemlerine daha az tolerans gösterdikleri, bu tür işlemlere dönük daha katı tedbirler uyguladıkları görülmektedir[68].

2.4. Açığa Satış Uygulamaları

Yatırımcıların açığa satış işlemine yönelmelerinin birden çok sebebi bulunabilir. Genel olarak açığa satış uygulamalarında aşağıdaki şekilde bir ayrıma gidilebilir.

1. Spekülatif Amaçlı Açığa Satış
2. Arbitraj Amaçlı Açığa Satış
3. Korunma (Hedging) Amaçlı Açığa Satış
4. Vergisel Amaçlı Açığa Satış

2.4.1. Spekülatif Amaçlı Açığa Satış

Spekülatif amaçlı açığa satış işlemi, açığa satışın temelini oluşturmaktadır. Fiyatların düşeceği beklentisinde olan yatırımcı sahip olmadığı menkul kıymeti ödünç alarak (borçlanarak) satışını yapar. Buradaki temel varsayım fiyatların düşmesi ve yüksek seviyeden satışı yapılan menkul kıymetin fiyatı düşünce satın alıp ödünç borcunu kapatarak bu spekülasyondan satım-alım fiyatları arasındaki fark kadar kazanç sağlamaktır. Açığa satış spekülatörler tarafından aşırı fiyatlanmış menkul kıymetlerden yararlanmak için kullanılan bir araçtır[69].

Spekülasyon yapmak isteyen açığa satışçılar, gelecekteki fiyat düşüşünden yararlanmak için piyasalarda düzenli olarak aşırı değerli hisse senedi ararlar. Bu tip satışların piyasa istikrarını tehlikeye attığı savunulmaktadır. Diğer yandan ise bu hareket olumsuz bilgilerin hisse senedi fiyatına yansımasını sağlar. Açığa satış yapanlar ortalama yatırımcılardan daha sofistike ve bilgilidir[70]. Kurumsal yatırımcıların tüm açığa satışların %75'ini yapması bunu teyit etmektedir[71]. Açığa satış varlık fiyatlama modellerinde ve portföy seçimi teorisinde önemli bir rol oynar[72].

---

[68] Gökhan Ugan, "Krizlerin Günah Keçisi: Açığa Satış", **Vobjektif Dergisi**, Ekim 2011, s.56-57.
[69] Bris, Goetzmann ve Zhu., a.g.m., s.1036.
[70] Boehmer, Jones ve Zhang, a.g.m., s.492.
[71] Tuğba Çakın, "Impacts Of Short Selling Restrictions On Stocks Traded At Borsa İstanbul", Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2014, s.11.
[72] Bris, Goetzmann ve Zhu., a.g.m., s.1034.

Boehmer ve arkadaşlarının NYSE'de 2000-2004 yılları arasını inceleyerek yaptığı çalışma, açığa satış yapanların göreceli olarak hisse senedi değerlemesi yapmada daha iyi olduklarını ve değeri düşük olan hisselerde açığa satıştan kaçındıklarını ortaya koymaktadır. Getiri farklarına bakıldığında ise aşırı derecede açığa satış yaşayan hisse senetleri, daha az açığa satışa maruz kalan hisse senetlerinin altında performans göstermektedir[73].

Hedge fonlar yapısı gereği devamlı getiri sağlamak için aktif ve atılgan stratejiler uygularlar. Bu stratejilerini yerine getirmek için de açığa satış işlemlerine sıkça başvururlar. Hedge fonlar fiyatının düşeceğini beklediği bir hisse senedini ödünç alarak piyasada bu hisseyi satarlar. Belli bir süre sonunda fiyatlarda düşüş olursa o hisseyi tekrar piyasadan alıp ödünç borcunu kapatarak karı realize ederler.[74]. Hedge fonlar için diğer hisse senetlerine göre aşırı değerlenmiş hisse senetlerini bulmak her zaman mümkündür[75].

Spekülatif amaçlı açığa satışta yatırımcının spekülasyonu klasikleşmiş olan "düşükten al, yüksekten sat" davranışını tersine çevirerek, " yüksekten sat, düşükten al" şeklinde olmakta ve düşüşten kar elde etmek istemektedir. Ancak klasik spekülasyonda (düşükten al, yüksekten sat) satın alınan bir menkul kıymette kaybedilecek tutar alımda ödenen bedel olmasına rağmen, açığa satışta riskin sınırı yoktur[76].

Spekülatif amaçlı açığa satışa konu olan hisse senedi, piyasada dolaşımda bulunan hisse arzını artırmış olacağından, ilgili hissenin arz artışından dolayı fiyatlarının aşağı gelmesi söz konusudur. Diğer taraftan ise açığa satılan hisselerin geri alınma zamanında ise hisse senedine talep artmış olacağından fiyatların yukarı baskılanmasına neden olunacaktır[77].

---

[73] Boehmer, Jones ve Zhang, a.g.m.,s.502.
[74] Nurgül Chambers, "Hedge Fonlar", **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, Haziran 2008, C.1, S.1, s.5-8
[75] Barton Biggs, **"Hedge Cambazları"**, Çev. Neşenur Domaniç, 1.b, İstanbul, Scala Yayıncılık, 2008, s.44.
[76] Mine Aksoy, "Açığa Satış, Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri, Türkiye ve Dünya Uygulamalarının Karşılaştırılması", (Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul 2008, s.22.
[77] Richard Teweles, Edward Bradley, **The Stock Market**, John Willey and Sons Com., Fifth Edition, USA, 1987, s.157.

2.4.2. Arbitraj Amaçlı Açığa Satış

Arbitraj: aynı ve eşit miktardaki bir malın eş zamanlı olarak, bir piyasadan alınıp, diğer piyasalarda avantajlı bir fiyattan satılarak, fiyat farklılıklarından risksiz kar sağlama işlemidir. Bu işlemi yapan kişi veya kuruma da arbitrajcı denir[78]. Arbitraj amacı ile yapılan açığa satış işlemi, tanımı itibari ile piyasalarda oluşacak fiyat farklılıklarından yararlanmak için yapılan açığa satış işlemidir[79].

Arbitraj işlemi genellikle kısa sürelidir. Arbitraj için pozisyonlar alındıkça arbitraja konu fiyat dengeye gelir (yakınsanır). Sonunda arbitraj edilecek fiyat farkı ortadan kalkar. Arbitraj işlemi büyük boyutlarla ve küçük marjlarla yapılır[80].

Bu işlemdeki hedef olağanüstü durumlarda piyasalarda görülen fiyat farklılıklarından veya dengesizliğinden kazanç sağlamaktır. Örneğin B şirketine ait menkul kıymetin X ve Y borsalarında işlem gördüğünü ve menkul kıymet fiyatının X borsasında 20 TL, Y borsasında ise 18 TL olduğunu varsayalım. Yatırımcı B şirketinin menkul kıymetini daha yüksek fiyatlı işlem gördüğü X borsasında açığa satarak, daha düşük fiyatlı Y borsasından da satın alarak pozisyonunu kapatmış ve iki fiyat arasındaki farktan (işlem komisyonu vs. hariç) menkul kıymet başına 2 TL arbitraj karı elde etmiştir.

Arbitraj amacıyla açığa satış işlemlerine başka bir örnek ise borsa yatırım fonlarının (BYF) yaptıkları işlemler gösterilebilir. Örneğin bir endeksi taklit eden (kopyalayan) bir BYF'nin ve taklit edilen endeksi oluşturan hisse senetlerinin toplam değeri birbirinden farklı ise arbitraj amacıyla açığa satışa yönelinebilir. BYF'nin fiyatı onu oluşturan hisse senetlerinden daha yüksek ise BYF'yi açığa satarak, BYF'nin fiyatı onu oluşturan hisse senetlerinden daha düşükse BYF'nin içinde yer alan hisseleri açığa satarak aradaki bu fiyat farklılıklarından açığa satış yolu ile kazanç elde etmek mümkündür.

Arbitraj amaçlı açığa satış işlemleri daha çok profesyonel ve kurumsal yatırımcılar tarafından yapılırken, piyasalarda arbitraj amaçlı açığa satış işlemlerine

[78] Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Finansal Teknikler**, Yenilenmiş 7.b, Bursa: Ekin Yayınevi, 2010, s.479.
[79] Uysal, a.g.e., s.31.
[80] Faulkner, a.g.e., s.35.

çok sık rastlanmamaktadır. Bunun nedeni ise örneğimizdeki gibi piyasalardaki fiyat farklılıkları profesyonel ve donamlı yatırımcılar tarafından hızla sıfırlanmaktadır[81].

2.4.3. Korunma (Hedging) Amaçlı Açığa Satış

Yatırımcılar bazen portföylerinde taşıdıkları hisse senetlerini istenmeyen fiyat dalgalanmalarından korumak için aynı hisse senedinin hem alışını hem de açığa satışını yapmaktadırlar. Elinde hisse senedi bulunduran ve o hisse senedinin fiyatının düşeceğini bekleyen ancak sahip olduğu senetleri elinde çıkarmak istemeyen bir yatırımcı elinde hisseleri açığa satmayı tercih edebilir[82]. Bu işleme portföye karşılık açığa satış işlemi de denilmektedir.

Portföye karşı yapılan açığa satış işleminde yatırımcı elinde bulundurduğu hisse senetlerini teminat olarak kullanmakta ve aynı hisse senetlerini açığa satmaktadır. Bu tip bir açığa satışı yapan yatırımcı aslında açığa sattığı hisse senetlerine fiilen sahiptir. Fakat açığa satış işleminde kendine ait olan hisse senetlerini takas gününde teslim etmek yerine piyasadan ödünç aldığı hisse senetleri ile gerçekleştirir ve daha sonra bu hisse senetlerini satın alarak ödünç aldığı hisse senetlerini teslim eder[83]. Ayrıca korunma amaçlı açığa satış işlemleri türev ürünler üzerinden de yapılabilmektedir.

Yatırımcılar türev ürünlerindeki pozisyonlarını spot piyasada açığa satarak dengelemeye çalışabilirler. Örneğin, bir hisse senedinde opsiyon yazan bir yatırımcı riskten korunmak için dayanak varlık olan hisse senetlerini açığa satış yapabilir. Benzer bir şekilde elinde dönüştürülebilir tahvilleri olan başka bir yatırımcı da hisse senetlerini açığa satarak riskten korunmaya çalışabilir[84].

Opsiyon piyasası iki ana nedenden dolayı açığa satışla yakından bağlantılıdır. İlk olarak açığa satışa eşdeğer bir pozisyon oluşturmak için opsiyon piyasası kullanılabilir. İkinci olarak; opsiyon piyasasındaki pozisyonlar borsadakilerle hedge edilebilir[85].

---

[81] Altaş, a.g.m, s.10.
[82] Aksoy, a.g.e., s.24.
[83] Uysal,a.g.e., s.29.
[84] Çakın, a.g.e., s.11.
[85] Reed, a.g.m., s.246.

2.4.4. Vergisel Amaçlı Açığa Satış

Açığa satış işlemlerinde vergisel amaçlı açığa satış evrensel bir strateji olmayıp, ABD vergi yasalarında yer alan sermaye kazançlarının vergilendirilme tekniğinin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır[86]. ABD vergi sisteminde piyasaların istikrarı açısından uzun dönem sermaye kazançları, kısa dönemli sermaye kazançlarından daha düşük oranda vergilendirilmektedir. Bu nedenle açığa satış yapılarak, sermaye kazançları cari yıldan izlenen yıla aktarılabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, sermaye kazancının tahakkuk ettiği yılda değil de, izleyen yılda vergilendirilmesi için yatırımcılar özellikle vergi dönemlerinde bu stratejiyi uygulamaktadırlar. Bu yöntemle yatırımcılar hem kaydi kazançlarını realize etmekte, hem de vergisel avantajdan yararlanarak kısa dönemli sermaye kazançlarını uzun dönemli sermaye kazancına çevirmektedirler.

Vergisel amaçlı açığa satış işlemini örneklendirirsek; yatırımcı 2019 yılı Kasım ayında 1,000 adet X hisse senedini tanesi 10 USD'den satın almıştır. Aynı yılın Aralık ayında söz konusu hisseler borsada 20 USD'den işlem görmektedir. Örneğimizdeki yatırımcı hisse başına 10 USD kazanç sağlarken toplamda (1,000 adet x 10 USD) 10,000 USD sermaye kazancı elde etmiştir. Elindeki senetleri satıp nakde çevirmek istemektedir. Ancak 10,000 USD tutarındaki sermaye kazancının cari yıl içindeki yüksek vergi oranından vergilendirilmesini önlemek amacıyla, satışı 2020 yılı şubat ayına ertelemeye karar vermiştir. Çünkü 2020 Şubat ayında düşük oranlı vergi dilimine girecek, hem de verginin tahakkukunu 1 yıl geciktirmiş olacaktır. Ancak yatırımcı, söz konusu hisse senetlerinin 2020 Şubat ayına kadar değer kaybedeceğinden kaygılanmaktadır. Bu yatırımcı, hem 10,000 USD tutarındaki sermaye kazancını 2019 Aralık ayındaki yüksek oranlı vergi diliminden 2020 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, 2020 yılı şubat ayında teslim etmek üzere borç olarak tedarik edeceği aynı şirkete ait 1,000 adet hisse senedini Aralık 2019'da açığa satacaktır. Bu durumda, kendine ait hisseleri satmadığı için sermaye kazancı söz konusu olmayacaktır. 2020 yılı şubat ayı geldiğinde, satmak istemesine rağmen elinde tuttuğu 1,000 adet hisse

[86] Serdar Çıtak, **A.B.D. Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar,** Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara 1998, s.101.

senedini borçlandığı tarafa teslim ederek pozisyonunu kapatır. Böylece, 10,000 USD tutarındaki sermaye kazancını Aralık 2019'dan Şubat 2020'ye kaydırarak daha düşük sermaye kazancı vergisi ödemiş olacak ve arada geçen sürede X şirket hisselerinde olası fiyat düşüşlerinden etkilenmeyecektir.

2.5. Açığa Satışın Piyasalara Etkisi

Uzunca bir süredir finansal piyasalarda alternatif bir yatırım stratejisi olarak kullanılan açığa satışın piyasalar üzerindeki etkilerine dair farklı görüşler mevcuttur. Açığa satış işlemlerinin piyasalara olan etkisi olumlu ve olumsuz etkiler olarak iki başlık altında değerlendirilebilir. Çünkü açığa satış işlemlerinin piyasa etkinliğinin artırılması yönünde çok sayıda faydası olduğu gibi, piyasaları ve etkinliğini bozucu yönde sakıncaları da bulunmaktadır. Diğer taraftan da bu iki görüşü sentezleyip piyasalar için gerekli olduğunu, ancak kontrol altında tutulmasının gerektiği yönünde görüşler de mevcuttur.

Açığa satış kısıtlamalarının hisse fiyatları üzerinde aşırı değerlenmeye neden olacağına dair ilk hipotez Miller tarafından ortaya konulmuştur. Millerin "aşırı değerlenme" hipotezine göre; açığa satış kısıtlamaları en iyimser yatırımcının görüşlerini yansıtacak ve kötümserler açığa satış kısıtı nedeniyle satış yapamadıkları için hisse fiyatı yukarı yönde hareketlenecektir. Miller'e göre açığa satış faaliyeti bilgiye dayanır[87].

Açığa satışa dair erken dönem teorik yaklaşımlardan bir diğeri ise Diamond ve Verrecchia'nın "mantıksal beklentiler" teorisidir. Bu teoriye göre; Miller'in bulgularının aksine açığa satış yasağı ve açığa satış kısıtlamalarının hisse fiyatlarında aşırı değerlenmeye sebep olmayacağı, fakat açığa satış yasağının hisse senedine ait olumlu veya olumsuz bilginin hisse fiyatına etkisini yavaşlatacağını savunmuşlardır. Diamond ve Verrecchia işlem yapan yatırımcıların, açığa satışın maliyeti hakkında gerekli bilgiye sahip oldukları, piyasada yapılan alış satış işlemlerine bakarak gerekli bilgiyi edindiklerini kabul ederler. Diamond ve Verrecchia'ya göre yatırımcılar etkin piyasalar hipotezinde varsayıldığı şekilde beklentilerini mantıksal bir şekilde

[87] Edward M. Miller, "Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion", **The Journal of Finance**, Volume 32, No:4 (September, 1977) , s. 1151-1168.

oluştururlar. Rasyonel yatırımcıların açığa satışın etkisini dikkate aldıklarını iddia ederler[88].

Bolton ve arkadaşları 36 ülkede 1998-2018 yılları arasında 17,151 halka arz faaliyetini ve açığa satış yasağının halka arz fiyatı üzerindeki etkisini incelemişler ve yasağın daha düşük bir halka arz fiyatı oluşturduğu sonucuna varmışlardır[89].

Kesitsel veriye dayanan çeşitli çalışmalar; açığa satış işlemlerine getirilen kısıtlar ya da yasakların, pesimistlerin piyasaya katılımının engellenmesi sebebiyle pay senetlerinde aşırı değerlenmeye yol açtığını göstermektedir. Bunun yanında söz konusu uygulamaların geçerli olduğu dönemlerde yasaklara/kısıtlamalara maruz kalan pay senetlerinde likiditenin azaldığı ve volatilitenin arttığı görülmektedir[90].

Angel ve arkadaşları açığa satışları günlük verileri kullanarak incelemişler ve şu sonuçlara varmışlardır: Yüksek getiri sağlayan hisselerde açığa satış daha yaygındır ve açığa satış hisse fiyatındaki oynaklığa göre değişmektedir. Aktif olarak işlem gören hisse senetlerinde, sınırlı işlem hacmine sahip hisselerden daha fazla açığa satış yaşanır. Yüksek açığa satışların yaşandığı gün sonrasında alışılmadık düşük getirili günler yaşanır. Bulgular Diamond ve Verrechia'nın modeliyle uyumlu çıkmaktadır. Bir hisse hakkında olumsuz bilgi ve kötümser gelecek öngörüsü ne kadar yüksekse açığa satış miktarı da o kadar büyük olur. Gelecekteki bir noktada bu bilgiler halka açık hale gelir ve hisse fiyatı bunu yansıtacak şekilde düşer[91].

Açığa satış yasaklarının piyasalar üzerinde etkili olduğunu gösteren bazı ampirik kanıtlar olsa da, bu kanıtlarda elde edilen sonuçlar yasakların fiyat düşüşlerini azaltmada sınırlı etkisi olduğunu göstermektedir. Bu çalışmalarda göze çarpan başka bir husus ise, açığa satışların genel piyasa kalitesi üzerinde istenmeyen olumsuz yan etkilere neden olduğudur[92].

---

[88] Douglas W., Diamond, Robert E., Verrecchia, "Constraints on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information", **Journal of Financial Economics**, C.18, S.2, 1987, s. 277-311.
[89] Thomas J.Bolton, Scott B. Smart ve Çad J. Zutter, "Worldwide short selling regulations and IPO underpricing", **Journal of Corporate Finance**, C.62, Haziran 2020.
[90] **Borsa İstanbul Magazine Dergisi**, 2015, S.4,s.14.
[91] James J. Angel, Stephen E. Christophe ve Michael G. Ferri, "A Close Look at Short Selling on Nasdaq", **Financial Analysts Journal**, C.59, No.6, 2003, s.66-74.
[92] Securities Lending Times, 2020, S.254, s.28.

2.5.1. Açığa Satışın Piyasalara Olumlu Etkileri

Açığa satış modern finans piyasalarının etkinliğini artırmaktadır[93]. Açığa satışın piyasalara olan olumlu etkileri üç ana başlık altında ele alınabilir. Bunlar aşağıdaki şekilde bölümlendirilebilir:

1- Likidite Sağlama Etkisi
2- Aşırı Fiyat Dalgalanmalarını (Volatilite) Azaltır
3- Fiyat Etkinliği Sağlar

2.5.1.1. Likidite Sağlama Etkisi

Açığa satış işlemlerinin piyasalar üzerindeki olumlu etkilerinden en önemlisi piyasalarda var olan likiditeyi artırmasıdır. Normal şartlarda yatırımcı sadece fiyatının yükseleceğini düşündüğü menkul kıymetlere yatırım yapar. Bu tek yönlü bir likidite oluşturur. Ancak açığa satışla yatırımcı fiyatının düşmesini beklediği menkul kıymetleri açığa satarak işlem hacmini artırmakta ve mevcut likiditeyi artırmaktadır. Açığa satış kısıtlamalarının likiditeyi azaltıcı rol oynadığı da neredeyse tüm ampirik çalışmaların ortak noktasıdır[94].

Açığa satışı yapılan menkul kıymet üzerinde ek bir arz oluşturulduğundan, bu arzın karşılığı olan likidite piyasaya aktarılmış olacaktır. Açığa satış işlemi normal olarak yapılıyorsa yani ödünç alınarak, ödünç veren taraf açığa satış işlemi yapan tarafla ters bir beklenti oluşturduğu için, ödünç verdiği menkul kıymetlerin karşılığında elde ettiği nakdi piyasaya yeni bir talep olarak sokacak böylece piyasanın toplam likidite miktarında artış olacaktır[95]. Açığa satış arbitraj imkânı sağlayarak da piyasanın likiditesine katkıda bulunmaktadır[96].

Özellikle gelişmiş ülke piyasalarında açığa satışın toplam piyasa hacmi içerisindeki yeri oldukça yüksektir. 2005 yılında NYSE'de ve NASDAQ'ta gerçekleşen işlem hacminin sırasıyla yüzde 24 ve yüzde 31'ini açığa satış işlemleri oluşturmaktadır. SEC'nin Eylül 2008 tarihli açığa satış yasağının kapsadığı hisse

[93] Angel ve McCabe, a.g.m., s.241.
[94] Eken, a.g.m., s.4.
[95] Çıtak, a.g.e., s.103.
[96] Aksoy, a.g.e., s.38.

senetlerinin işlem hacminin yüzde 20'sini açığa satışçılar tarafından gerçekleştirilmiştir[97].

Battalio, Mehran ve Schultz tarafından yazılan ve New York FED tarafından yayımlanan bir makalede, 2008 ve 2009 yıllarında ABD piyasalarında açığa satışların yasaklanması hisse senedi fiyatlarının düşmesini engelleyemediği gibi, piyasa likiditesinin daralmasına ve işlem maliyetlerinin 1 milyar USD'den fazla artmasına neden olmuştur[98].

Avrupa Birliği'nin finansal sisteminin makro ihtiyati gözetiminden sorumlu kurum olan Avrupa Sistemik Risk Kurulu'nun (European Systemic Risk Board-ESRB) yayımladığı çalışma raporunda; açığa satış yasaklarının temerrüt olasılığını artırdığı ampirik çalışmalarla ortaya konmuştur[99].

2.5.1.2. Aşırı Fiyat Dalgalanmalarını (Volatilite) Azaltır

Açığa satışlar yükselen piyasada hisse senedinin gereğinden fazla değerlenmesini engeller. 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. 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 yaratmış olacaklardır[100]. Diğer bir ifade ile açığa satılan hisselerin açık pozisyonlarının kapatılması esnasında piyasada talep de yaratılmış olacak ve sonuçta piyasada denge sağlanacaktır[101].

---

[97] Tayfur Eken, "Küresel Finansal Krizden sonra Açığa Satış Düzenlemeleri ve İMKB Üzerine Bir Çalışma", Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlilik Etüdü, Mart 2013, İstanbul, s.3.
[98] Robert Battalio, Hamid Mehran ve Paul Schultz, "Market Declines: What Is Accomplished by Banning Short-Selling?" Federal Reserve Bank Of New York, **Current Issues In Economics and Finance**, C.18, S.5, 2012, s.6.
[99] European Systemic Risk Board (ESRB), Working Paper Series, "**Short-Selling Bans and Bank Stability**", No:64, Ocak 2018, s.38.
[100] Aksoy, a.g.e., s.40.
[101] Sezai BEKGÖZ, "Açığa Satış ve Kredili Menkul Kıymet İşlemleri", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Istanbul Üniversitesi SBE, 1994), s. 38.

2.5.1.3. Fiyat Etkinliği Sağlar

Açığa satışların piyasada dengeli bir fiyat oluşumuna katkıda bulunduğu düşünülmektedir. Yatırımcılar fiyatlarının yükseleceğini bekledikleri hisseleri satın alıp, aşırı değerlenmiş olduğunu düşündüğü hisse senetlerini açığa satarak, fiyatın denge noktasına ulaşmasını hızlandırmaktadırlar. Açığa satış kısıtlandığında, fiyatlar olması gereken seviyenin üzerinde kalabilecektir[102].

Açığa satış türev fiyatların korunmasına yardımcı olur. BYF veya içindeki menkul kıymetleri açığa satarak, BYF'nin dayanak varlığı ve içindeki kıymetlerin fiyatını yakınsatır[103].

Açığa satış aşırı değerlenmeyi azaltır. Olumsuz bilgiler menkul kıymette açığa satışla karşılık bulacağı için menkul fiyatına yansır ve aşırı değerlenmeyi azaltır. Hisselerin aşırı şekilde değerlenmemesi yatırımcı zararını önler[104].

Açığa satış kısıtlaması durumunda yatırımcıların ilgili hisse senedi üzerindeki olumsuz düşüncelerinin piyasa fiyatına dâhil edilme hızı yavaşlayacaktır. Farklı ülke hisse senedi piyasalarında yapılan analizlerde, açığa satışa izin verilen ülkelerde hisse senedi fiyatlarının daha fazla ve daha hızlı bilgi içerdiği ortaya koyulmaktadır. 2008 mali krizi sırasında olumsuz haberler söz konusu olduğunda, açığa satış yasaklarından etkilenen hisse senetlerinin fiyat bilgi hızı daha yavaş kalmıştı[105]. Piyasalarda bir menkul kıymetin fiyatı talebinde ve arzında meydana gelen değişmeleri yansıttığı denge noktasında oluşur. Açığa satış işlemi menkul kıymetin fiyatının denge noktasına ulaşmasına yardımcı olur. Açığa satışın yapıldığı bir piyasada, talep fazlası, açığa satış işlemi ile dengelenecek böylece söz konusu menkul kıymet için daha etkin bir fiyat oluşumu gerçekleşebilecektir[106]. Bu durum ise 1960'larda ortaya atılan "Etkin Piyasalar Hipotezi"nde açığa satış işleminin önemini ortaya koymaktadır.

[102] Altaş, a.g.m, s.10.
[103] Angel ve McCabe, a.g.m., s.241.
[104] a.g.m., s.241.
[105] Securities Lending Times, 2020, S.254, s.28.
[106] Çıtak, a.g.e., s.104.

Etkin Piyasalar Hipotezi'ne göre hisse senedi fiyatı herkes tarafından ulaşılabilen bilgiyi yansıtır. Buna göre bir hizmet veya malın fiyatı, o hizmet veya malın arz ve talebinin eşitlenmesi ile ortaya çıkar[107].

2.6.2. Açığa Satışın Piyasalara Olumsuz Etkileri

Açığa satışın piyasalara yukarıda bahsedilen çeşitli faydaları olmasına rağmen bazı olumsuz etkileri de söz konuşur. Açığa satış etik olmayan davranışı teşvik eder. Ceteris paribus ortamında açığa satış yapmak isteyenler olumsuz haberler yayarak bundan kazanç sağlamaya çalışabilirler ve açığa satış manipatörlere baskı yapmaları için bir araç sağlar. Hisse senetlerinin fiyat oynaklığının artmasına neden olabilirken çıplak açığa satışla sonsuz sayıda satış yapılabilir. Bu satışlar haksız yere fiyatları düşürür[108].

Açığa satışın piyasalara olan olumsuz etkileri üç ana başlık altında ele alınabilir. Bunlar aşağıdaki şekilde bölümlendirilebilir:

1- Piyasa Dengesini Bozucu (Short Squeeze) Etkisi
2- Fiyatların Düşüşünü Hızlandırır
3- Manipülasyonu Kolaylaştırır

2.6.2.1. Piyasa Dengesini Bozucu (Short Squeeze) Etkisi

Piyasadaki fiyat hareketleri açığa satış yapanın beklentilerinin aksine düşmez ve fiyat trendi yükselme etkisiyle hareket edebilir. Beklentilerde meydana gelen değişiklik veya fiyatlardaki artış, açığa satış yapan yatırımcıların stratejilerinde değişikliğe gitmeye neden olabilir. Açığa satış yapanlar fiyatların daha da yükselmesinden endişe ettikleri için pozisyonlarını takas teslim tarihinden önce kapatmak isteyebilirler. Bu erken kapatma istediği hisse üzerinde ani ve beklenmedik bir ek talep oluşturacak ve fiyatların ani yükselişini tetikleyebilecektir[109]. Bu duruma "açığa satışta sıkışma" (Short Squeeze) denilmektedir. Burada gelecekte fiyatların düşeceği beklentisi ile açığa satışa girilmiş olmasına rağmen beklentinin

[107] Mehmet Baha Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, 1.b, Gazi Kitabevi, Ankara 2001, s.267.
[108] Angel ve McCabe, a.g.m., s.241.
[109] https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm Erişim Tarihi: 2 Mayıs 2020.

gerçekleşmemesi yani, fiyatların düşeceğine artması durumu söz konusudur[110]. Bunun sonucunda ise açığa satış yapanların yüksek oranlarda zarara uğraması ve piyasanın dengesinin bozulacağı olasıdır.

Yüksek hacimle işlem gören hisse senetleri açığa satışta sıkışma şansını azaltır. Çünkü açığa satışçılar pozisyon kapamada yüksek likidite nedeniyle fiyatları yükseltmezler ve yüksek işlem hacmi nedeniyle kapamalarını daha kolay yapabilirler. Bu nedenle genellikle açığa satışçılar derinliği olmayan, hacimsiz hisse senetlerinden kaçma, uzak durma eğilimindedirler[111].

Genellikle yüksek hacimli hisse senetlerinde de açığa satışta sıkışma beklenmedik bir haberin etkisiyle olmaktadır. 2008 yılında Alman otomotiv firması Porsche, Volkswagen hisselerindeki payını artırmak istediğini kamuoyuna açıklamıştır. Porsche'nin açıklamasının ardından Volkswagen hisse fiyatları hızla yükselmeye başlamış ve bu hisse senedinde açığa satış yapmış olanlar sert yükselen fiyatlar karşısında paniğe kapılarak açık pozisyonlarını bir an önce kapatmak istemişlerdir. Bu durum Volkswagen hisse fiyatlarının daha da artmasına neden olmuştur. Bir hafta içinde Volkswagen'in hisse fiyatları 210 Euro'dan 1,005 Euro seviyesine yükselmiştir[112].

Yakın bir zamanda piyasalarda yaşanan açığa satışta sıkışmanın başka bir örneği ise Tesla hisselerinde yaşanmıştır. 2019 yılının sonundan 2020 yılının başına kadar Tesla hissesinin fiyatı yüzde 400 artmıştır. Tesla hissesinde açığa satış yapanlar çok büyük miktarda (yaklaşık 8 milyar USD) zarar ettiler[113].

2.6.2.2. Fiyatların Düşüşünü Hızlandırır

Açığa satışlar için yapılan en büyük eleştirilerden biri de piyasada arzı artırdığı fiyatlar üzerinde aşağı yönlü baskı yapması ve fiyat düşüşlerini hızlandırdığıdır. Bunun sonucunda da açığa satışın düşüş trendini hızlandırdığı ve fiyatlar üzerindeki

---

[110] Cemal Elitaş, Kenan İlarslan,"Açığa Satış ve Muhasebeleştirilmesi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, S.43 (Temmuz 2009), s.141.
[111] Angel, Christophe ve Ferri, a.g.m., s.69.
[112] https://www.reuters.com/article/us-volkswagen/short-sellers-make-vw-the-worlds-priciest-firm-idUSTRE49R3I920081028 , https://www.nytimes.com/2008/10/29/business/worldbusiness/29volkswagen.html Erişim Tarihi: 2 Mayıs 2020.
[113] https://www.investopedia.com/terms/s/shortsqueeze.asp Erişim Tarihi: 3 Mayıs 2020.

volatiliteyi artırarak fiyat etkinliğini bozduğu iddia edilmektedir. Açığa satış hacmi yüksek olduğunda, gelecekteki getirilerde düşük olacaktır[114].

Günümüzde açığa satış işlemlerinin aşağı yönlü harekete sahip piyasaların hararetini daha da artırdığı görüşü hâkimdir. Bu nedenle 2008 krizinin ardından, açığa satış işlemlerinin finansal krizi daha da derinleştireceği korkusu, düzenleyici otoriteler ile birlikte piyasayı etkisi altına almıştır. Bu çerçevede, birçok düzenleyici otorite açığa satış işlemlerine yönelik kısa vadeli fakat kapsamlı önlemler almış, bazıları önlemlerin kapsamını genişletmiş ve süresini uzatmıştır[115].

2.6.2.3. Manipülasyonu Kolaylaştırır

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 almaktadır[116].

Ülkemizde ise SPK hisse senedi piyasası manipülasyonlarını işlem ve bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı (manipülasyon) olarak iki başlık altında ele almaktadır. Sermaye piyasasında piyasa dolandırıcılığı, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn) 107 nci maddesinin birinci ve ikinci fıkrasında birer suç tipi olarak düzenlenmiştir. Piyasa dolandırıcılığı, birçok farklı yöntemin kullanılması suretiyle yapılabilir. Ancak gerek teorik olarak üzerinde uzlaşılan gerek uygulamada sık sık ortaya çıkan bazı işlem kalıplarını piyasa dolandırıcı işlem örnekleri olarak ortaya koymak mümkündür[117].

1. İşlem Bazlı Piyasa Dolandırıcılığı (6362 sayılı SPKn md. 107/1)

İşlem bazlı piyasa dolandırıcılığı 6362 sayılı SPKn'nun 107 nci maddesinin birinci fıkrasında (107/1) düzenlenmiştir. Bu düzenleme uyarınca; "*sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına, fiyat değişimlerine, arz ve taleplerine ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla alım veya satım yapanlar, emir verenler, emir*

[114] Melissa Porras Prado, "Future Lending Income and Security Value", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, C.50, S.4, Ağustos 2015, s.871.
[115] Kesici, a.g.m, s.3.
[116] Aksoy, a.g.e., s.42.
[117] https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/3/7 Erişim Tarihi: 2 Aralık 2020.

iptal edenler, emir değiştirenler veya hesap hareketleri gerçekleştirenler" hakkında 3 yıldan 5 yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezası verileceği, ancak bu suçtan dolayı verilecek olan adli para cezasının miktarının suçun işlenmesi ile elde edilen menfaatten az olamayacağı hükme bağlanmıştır.

2. Bilgi Bazlı Piyasa Dolandırıcılığı (6362 sayılı SPKn md. 107/2)

6362 sayılı SPKn'nun 107 nci maddesinin ikinci fıkrasında (107/2), aynı maddenin birinci fıkrasında öngörülen işlem bazlı piyasa dolandırıcılığına paralel olarak, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerini ve yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek bilgiye dayanan bazı fiiller cezai yaptırımlara bağlanmıştır. Bu düzenleme uyarınca, "*sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek amacıyla yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi veren, söylenti çıkaran, haber veren, yorum yapan veya rapor hazırlayan ya da bunları yayan ve bu suretle menfaat sağlayan*" kişilerin 3 yıldan 5 yıla kadar hapis ve beş bin güne kadar adlî para cezası ile cezalandırılacağı hükme bağlamıştır.

Manipülasyon finansal piyasalarda önemli bir konudur. Manipülasyon konusunun bu denli önemine rağmen ampirik anlamda yapılan çalışmalar sınırlı kalmaktadır. Manipülasyon konusunda yapılan ampirik çalışmaların sınırlı kalmasının nedeni ise manipülasyona neden olan işlemlerin gizli bilgi olarak nitelenmesi ve bu konuda literatür çalışması yapmak isteyen akademisyenlerin bu verilere sınırlı olarak erişebilmeleridir[118].

Açığa satış işlemlerinin yapısından kaynaklı olarak, bu işlemler piyasalarda manipülasyonun önemli bir aracı olabilmektedir. Burada kastedilen manipülasyon şekli, menkul kıymetin fiyatını açığa satışlarla baskılayarak suni olarak düşürmek, düşen fiyatlarla pozisyonu kapatarak haksız bir kazanç sağlamaya yöneliktir. Diğer taraftan bu işlemler, piyasalarda açığa satışa konu menkul hakkında olumsuz bilgiler yayarak ilgili menkulün fiyatının düşürmek içinde kullanılabilmektedir. Bunların

[118] Rasim Özcan, "Hisse Senedi Piyasalarında Manipülasyon Stratejileri", **İMKB Dergisi**, C.13, S.49, Ağustos 2012, s.20.

sonucunda da diğer yatırımcılar da ilgili menkul kıymeti satmaya çalışacak ve bu durum açığa satış pozisyonunu açanların yararına olacaktır[119].

Açığa satış işlemi gerçekleştirilen menkul kıymette bir manipülatörün piyasadaki hisse senetlerini toplaması durumunda, fiyatı yüksek de olsa yatırımcı menkul kıymeti satın almak durumunda kalacaktır. Çünkü ödünç aldığı menkul kıymetin vadesi gelmiştir ve ödemek zorundadır[120]. Açığa satışta yapılan manipülasyonun neticesinde açığa satış getirileri hızla yükselir ve hisseyi ödünç almak zorlaşır. Bu da açığa satarken temel alınan öngörünün doğruluğuyla bir ilgisi olmadan hisse fiyatının yükselmesiyle sonuçlanır[121].

[119] Serkan Karabacak, "Açığa Satış İşlemleri", Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlilik Etüdü, 2002, s.32.
[120] Sema Tosun ve Fatih Ceylan, "Sermaye Piyasalarında İşlem Bazlı Manipülasyon Teknikleri ve Tespit Yöntemleri", **1.Ulusal Girişimcilik ve Sosyal Bilimler Öğrenci Kongresi**, Karabük, 18-19 Nisan 2019, s.29.
[121] Biggs, a.g.e., s.47.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÖDÜNÇ MENKUL KIYMET İŞLEMLERİ

Ödünç işlemleri ilk defa gilt devlet tahvilleri üzerinden 19. yüzyılın sonlarında İngiltere'de başlamış ve daha çok sözlü taahhütlere dayalı olarak gerçekleştirilmiştir. 20. yüzyılın başlarında ödünç işlemleri artan bürokrasiyle birlikte yaygınlaşmaya başlamış ve münhasır bir ödünç pazarı oluşmuştur. 1960'lı yılların ortalarında daha önce devlet tahvilleri üzerinden yapılan işlemler hisse senetlerini de kapsamına almıştır[122].

Menkul kıymet ödünç verme işlemlerinin geçmişi 19. yüzyıla kadar gitse de, bugünkü anlamdaki ödünç işlemleri 1960'li yılların başlarında ABD'de başlamıştır[123]. ABD'de 1960'ların sonlarında fiziki menkul kıymetlerle ilgili operasyonel sorunlar derinleşmeye başlamış ve 1970'lerde ABD saklama bankaları ilk olarak belirli hisse senetlerini broker aracılar adına ödünç vermeye başlamıştır[124].

Ödünç menkul kıymet işlemleri dünya finans piyasalarında özelikle 2000'li yıllarda görülen hızlı gelişim ile birlikte her geçen gün biraz daha büyüme kaydetmektedir. 2000'li yıllarda ödünç menkul kıymet piyasasında hisse repo, fark sözleşmeleri, toplam getiri swapları gibi yeni işlem türleri ortaya çıkmıştır. Menkul kıymet ödünç verme işlemleri üç şekilde yapılandırılır. Menkul kıymet kredisi, geri alım sözleşmeleri (REPO) ve türev vadeli işlemlerde geri alım düzenlemeleri[125].

Bir menkul kıymetin ödünç alınması kolay olduğunda, açığa satışların etkisiyle daha düşük spot fiyat oluşur. Menkul kıymetin ödünç alınması zor olduğunda ise, ödünç verme maliyeti artar ve spot fiyat üzerinde açığa satışların etkisi minimum düzeyde kalır. Ödünç işlemleriyle ve açığa satışla ilgili herhangi bir kısıtlama yoksa

---

[122] Sedat Yetim, **Repo, Ters Repo ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri**, C.1, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:73, Ankara 1997, s.199.
[123] IOSCO, **Securities Lending Transactions: Market Development and Implications**, Temmuz, 1999, (Çevrimiçi) https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD96.pdf (Erişim Tarihi: 4 Aralık 2020), s.9.
[124] a.g.e., s.9.
[125] IOSCO, a.g.e., s.10-11.

iyimser hissedarlar, uzun vadeli pozisyonlarını koruyarak, artan ödünç verme ücretlerinden yararlanmak için hisselerini ödünç vermek isteyeceklerdir. Böyle bir ortamın devamında da, ödünç verenler arasındaki rekabet ödünç verme ücretlerini düşük seviyelere indirecektir. Diğer taraftan piyasa düzenlemeleri nedeniyle açığa satıcıların çoğu yükümlülüklerini yerine getirmek için ödünç almak durumundadır[126].

Menkul kıymet ödünç verme işlemleri ödünç veren ve ödüncü alan arasında bir sözleşme yapılması nedeniyle banka kredilerine benzetilir[127]. Bu benzetme; bir menkul kıymetin ödünç alınması ve vade sonunda aynı miktardaki menkul kıymetin geri teslimini içerdiği için yapılmaktadır[128]. Ancak menkul kıymet kredileri ve ödünç işlemleri özü itibariyle banka kredilerinden farklıdır[129].

Ödünç menkul kıymet işlemleri genellikle tezgahüstü piyasalarda yapılmakta ve bu nedenle dünyada organize ödünç piyasalarının sayısı sınırlı kalmaktadır. Tezgahüstü işlemler ABD ve Avrupa'da baskın işlem biçimidir. ABD'de bir tezgahüstü hisse ödünç verme işleminde, ödüncü alan, borçlanma maliyetini ödüncü verene veya acentesine/komisyoncusuna öder ve yaklaşık olarak aldığı ödüncün yüzde 150'si oranında teminat verir. Gelir bölüşümü için sabit kurallar olmamasına rağmen, kurumsal borç verenler ortalama olarak borçlanma maliyetlerinin yüzde 60-70'i tutarında ücret almaktadır[130].

2008 yılında yaşanan finansal krizin ardından açığa satış ve dolayısıyla ödünç işlemleri tartışmaları hararetlenmiş ve finansal otoritelerin ödünç işlemlerini organize piyasalar altında toplamak istemesiyle, ödünç menkul kıymetler pazarının önemi bir kat daha artmıştır. Artan yasal kısıtlamalar nedeniyle organize piyasaların ağırlığı artmaktadır. Çünkü karşı riskinin bertaraf edilmesi piyasa tarafından tercih edilmektedir[131]. Diğer taraftan tezgahüstü piyasalar şeffaf değildir ve bu piyasalarda

---

[126] Tiandu Wang, Chenghu Ma ve Qian Sun, "The interaction between security lending market and security trading market", **Pacific-Basin Finance Journal**, C.46, Aralık 2017, s.309
[127] IOSCO, a.g.e., s.40.
[128] Yetim, a.g.e., s.206.
[129] Latif Cem Ösken, "Estimating Defaults In Organized Security Lending Markets: An Empirical Study On A Default Indicator", Boğaziçi Üniversitesi, Yönetim Bilişim Sistemleri Bölümü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2014, s.3.
[130] Truong X. Duong, Zsuzsa R. Huszár, Ruth S. K. Tan, ve Weina Zhang, "The Information Value of Stock Lending Fees: Are Lenders Price Takers?", Şubat 2019, s.4, SSRN veri tabanı, (Erişim Tarihi 28 Aralık 2020) https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2882493
[131] Duong, vd a.g.m., s.4.

borçlanma talebi hakkında sınırlı bilgi vardır[132]. Menkul kıymet borçlanması son yıllarda menkul kıymet piyasaları faaliyetlerinin merkezi haline gelmiştir.

Günümüz sermaye piyasalarında menkul kıymetler nadiren boşta kalır. Doğrudan pazarda alınıp satılmadıysa, bu menkul kıymetler genellikle menkulü borç almak isteyen taraflara kısa vadeli finansman sağlamak için borç verilir ya da farklı finansal işlemlerde teminat olarak kullanılır[133].

Modern finans alanında başlangıçta menkul kıymet ödünç verme işlemleri yetersiz paya sahip brokerler arasında gayri resmi bir uygulama olarak başladı. Bugün ise dünya çapında menkul kıymet ödünç verme işlemleri, menkul kıymet piyasalarının verimli işleyişinde önemli bir rol oynamaktadır. Ancak bu işlemler piyasaların dışındakiler tarafından tam olarak anlaşılamamaktadır[134]. Menkul kıymet ödünç verme günümüz sermaye piyasalarında önemli bir rol oynar. Uzunca bir süredir finansal piyasaların likidite sağlama, uzlaşma ve teminat aracı olarak temel bir bileşenidir. Riskten korunma ve yatırım stratejilerine yardımcı olur. Menkul kıymetlerin zamanında ödenmesini kolaylaştırır[135].

Potansiyel ödünç verenler genellikle büyük kurumsal yatırımcılardır. Portföylerinde önemli miktarda hisse senedi tutarlar ve pasif bir al ve tut stratejisi izlerler. Böylece bu kıymetleri ödünç vererek gelir sağlarlar. Ödünç verme işleminden elde edilecek gelir kurumsal yatırımcılar için ihmal edilemez bir miktardır ve alternatif bir gelir kaynağı olarak önemlidir. Sadece ABD pazarının bir bölümünde büyük kurumsal yatırımcılar ortalama olarak yıllık 600 milyon ABD doları ödünç verme geliri elde etmektedirler. Boşta duran varlıkların ödünç verilmesi ile elde edilen bu gelir ihmal edilemez ve idari maliyetleri karşılamak üzere kullanılır. Ayrıca tamamlayıcı bir portföy getirisidir[136]. Menkul kıymetlerin lehtar sahipleri olarak kurumsal yatırımcılar, bu piyasanın merkezi ve önemli bir bölümünü oluşturmaktadırlar[137].

---

[132] Duong, vd a.g.m., s.7.
[133] IOSCO, a.g.e., s.14.
[134] Faulkner, a.g.e., s.12-13.
[135] ISLA, **The Institutional Investor Guide to Securities Lending**, Eylül 2019, s.2.
[136] Duong, vd., a.g.m., s.5.
[137] ISLA, a.g.e., s.3.

Potansiyel ödünç verenler; emeklilik ve yatırım fonları, endeks fonları ve sigorta şirketleridir. Yatırım fonlarının %70'den fazlası ve neredeyse tüm emeklilik fonlarının resmi yatırım politikaları gereği açığa satması yasaktır. Bu yatırımcılar ödünç piyasasının veren tarafında yer almaktadır. Ödünç vermeyenlerin tipik örnekleri arasında ise riskten korunma fonları, perakende yatırımcılar, oy haklarından mahrum kalmak istemeyen hissedarlar ve ödünç alarak açığa satışla fiyatların düşürüleceğinden korkan fon yöneticileri sayılabilir[138].

3.1. Ödünç Menkul Kıymet İşlemlerinin İşleyişi

Menkul kıymet ödünç işlemleri, belirlenen esaslar dâhilinde ödünç veren tarafından açığa satış amacıyla ödünç alan tarafa menkul kıymetlerin belirli bir dönem için verilmesi ve aynı cins menkul kıymetlerin mislen geri alınmasını ifade etmektedir[139]. Menkul kıymetleri ödünç almak isteyenler, ihtiyaç duyulan menkul kıymetin arzı kısıtlı ise, ödünç verene ödedikleri nakit teminatın yanı sıra bir de komisyon ödemek zorunda kalırlar. Elde edilebilecek komisyon geliri de bazen ödünç verenleri, ödünç verme yönünde teşvik etmektedir[140].

Menkul kıymeti ödünç alma olanağı yoksa normal açığa satış yapılması da mümkün değildir. Açığa satışın olmadığı bir ortamda da ödünç işlemlerinin yapılması da mümkün değildir. Türk sermaye piyasalarında bunun son örneği, 2020 yılı Şubat sonunda açığa satış yasağının gelmesiyle[141] birlikte ödünç işlemlerinin de açığa satış yasaklarının kalktığı tarih[142] olan 2020 Temmuz başına kadar yapılamamasıdır. Uluslararası Menkul Kıymetler Borç Verme Derneği (ISLA) gibi küresel anlamda, düzenleyici kurumlar ödünç menkul kıymet işlemlerini açığa satışın bir parçası ve tamamlayıcısı olarak görmektedir[143].

Menkul kıymet borçlanmalarında genellikle borcu verene belirli bir teminat verilir. Ödünç alınan menkul kıymetin karşılığında verilen teminatın piyasa değeri, ödünç

---

[138] Wang, Ma ve Sun, a.g.m.,s.309.
[139] Dilek Türker Uludağ, "**Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem: Sermaye Yeterliliği**" Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:134, Ankara 2001, s.121.
[140] Yetim, a.g.e., s.204.
[141] 28.02.2020 tarihli, 2020/14 nolu Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2020&no=14
[142] 30.06.2020 tarihli, 2020/40 nolu Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2020&no=40
[143] ISLA, a.g.e., s.12.

alınan menkulün kıymetin piyasa değerini aşmalıdır. Aradaki bu marj olumsuz etkilere karşı bir koruma tedbiridir[144]. Buradaki korumadan kasıt; teminatın tasfiyesi ve ödüncün dönmemesinden kaynaklanacak maliyetleri marj olarak teminata yansıtmaktır[145]. Ayrıca alınan bu teminatlarda cari piyasa fiyatı üzerinden bir değerleme yapılarak indirim uygulanabilir. Bu indirimin adil olması gerekir ve bunu yaparken de varlıkların konsantrasyonu ve fiyat oynaklığı dikkate alınır[146].

Ödünç verilen menkul kıymetler karşılığında alınan teminatlar, genellikle diğer menkul kıymetler veya nakittir. Geniş kabul edilebilirliği ve yönetim kolaylığı nedeniyle nakit teminat son derece uygun bir teminat biçimidir. Nakit olarak teminat alan ödünç veren, bazen menkul kıymetin ödünç komisyonunda (kirasında/fazinde) indirim yapabilir[147]. Avrupa'da menkul kıymet kredilerinin yüzde 90'nından fazlası nakit teminatlardır. ABD'de ise nakit, nakit dışı teminat oranı yaklaşık yüzde 50, yüzde 50 oranındadır[148]. ABD hisse senetleri için ödünç veren genellikle, ödünç verilen menkul kıymetin değerinin yüzde 102'sini teminat olarak talep eder. Teminat değerlemesi günlük olarak takip edilir ve ödünç verilen hissenin fiyatının artması durumunda ödünç veren ek teminat talep ederken, ödünç alınan hissenin fiyatının düşmesi durumunda da ödünç alan teminatın fazla olan kısmını geri isteyebilir[149].

Ödünç verenler teminat olarak menkul kıymet aldıklarında, ödünç alanlar kendilerine belirli bir ödünç komisyonu öder. Buna karşılık teminat olarak nakit verildiğinde ise ödüncü alana alınan bu nakit teminat karşılığında bir faiz ödenir. Ancak ödenen bu faizin oranı cari piyasa faiz oranından daha düşük olmaktadır. Böylece ödünç veren teminat olarak almış olduğu nakitle yeniden yatırım yapabilir ve ek getiri (spread) kazanır.[150]

Ödünç verme karşılığında alınan teminatın yeniden yatırıma yönlendirilmesi uzun yıllardır menkul kıymet ödünç vermenin ayrılmaz bir parçası olmuştur. Ancak perakende yatırımcılar hisselerini aracı kuruma kaydettirerek işlem yaptıklarından ek

[144] IOSCO, a.g.e., s.4.
[145] Fabozzi ve Mann, a.g.e., s.31.
[146] a.g.e., s.33
[147] a.g.e., s31
[148] ISLA, a.g.e.,s.4.
[149] Reed, a.g.m., s.247.
[150] Faulkner, a.g.e., s.7-8.

getiri oluşturabilecek herhangi bir faiz iadesi alamazlar. Bu da perakende yatırımcı olarak tabir edilen küçük yatırımcıların açığa satış ve ödünç faaliyetlerine olan ilgisini azaltmaktadır[151]. Kurumsal olmayan yatırımcıların ödünç verme ücretlerinden yararlanamamasının bir diğer nedeni de bu konuda yeterince bilinçli olmamalarıdır[152].

Ödünç verilen menkul kıymetin bir nevi kira bedeli olan ödünç verme komisyonu işlemin başlangıcında taraflar arasında serbest bir şekilde belirlenir. Ödünç verme komisyonunu etkileyen unsurlar ise ödünç verilen menkul kıymetin arz ve talebi, yatırılan teminat ve ödüncün vadesidir[153].

Yatırımcılar açığa satış verilerini takip ederek hissenin gelecekteki fiyatı hakkında öngörülerini güçlendirmek isterler. Yoğun olarak açığa satışa maruz kalan hissenin spot fiyatında gerileme, ödünç alma fiyatında ise yükselme yaşanacaktır. Çünkü açığa satış yapan yatırımcılar bu hisse senedini ödünç piyasasından ödünç alacaklar ve ödünç alma talebi yükseldikçe hissenin ödünç komisyon oranları da yükselecektir. Bu saikle yapılan işlemlerde ödünç komisyon oranlarının yükselmesi spot piyasada hissenin fiyatında da yaşanacak bir değişimin habercisi olabilir. Açığa satış verisi gibi, ödünç piyasasında gerçekleşen ödünç komisyon oranları da hissenin fiyat oluşumları hakkında fikir verebilir. Ödünç işlemlerinde oluşan komisyon oranları bilgisi spot piyasada hisse fiyatında yaşanacak olası bir hareketin içeriden bilgi sahibi olmanın (insider) göstergesi olabilir[154]. Yüksek ödünç verme ücretlerine sahip hisse senetleri gelecekte düşük getirilere maruz kalabilir[155]. Gelecekteki ödünç verme ücretlerinin yüksek olmasını beklemenin ise ilgili hissenin spot piyasada da değerini yükselteceği ampirik olarak kanıtlanmıştır[156]. Gelecekteki borç verme geliri fiyatlara kapitalize edilir ve yatırımcılar borç verme geliri ve aşırı değerlemeye katkıda bulunur[157]. Ödünç almanın ücreti ödünç alınan hissenin temsil ettiği firmanın yaşı ile pozitif ilişki

[151] Wang, Ma ve Sun, a.g.m.,s.309.
[152] Darrell Duffie, Nicolae Gârleanu ve Lasse Heje Pedersen, "Securities lending, shorting, and pricing", **Journal of Financial Economics**, C.66, S.2-3, 2002, s.312.
[153] Lee M. Dunham, Randy Jorgensen ve Ken Washer, "Securities Lending Activities in Mutual Funds and ETFs: Ethical Considerations", **Journal of Business Ethics**, C.139, No.1, Kasım2016, s.21.
[154] World Federation of Exchanges, Vodia Group Research Report, **Stock Exchanges and the Growth of Securities Lending**, 2007, s.19.
[155] Wang, Ma ve Sun, a.g.m.,s.310.
[156] Prado, a.g.m., s.873.
[157] a.g.m., s.891.

içerisindedir. Firmanın yaşı artıkça hisselerinin ödünç komisyon bedelleri düşmektedir[158].

Ödünç alma ücretleri yüksek talep gören küçük ve likit olmayan hisse senetleri için oldukça yüksek olabilmektedir. Açığa satıcılardan gelen olumsuz bilgiler ve kıymetin ödüncüne olan talep ödünç alma ücretlerini yükseltir[159].

Ödünç alınan menkul kıymetin ödünç maliyetinin önem kazandığı üç durumdan söz edebiliriz. Bunlar; birleşme spekülasyonları, ilk halka arzlar ve uzun-kısa ”faktör” portföy oluşumlarıdır.[160]

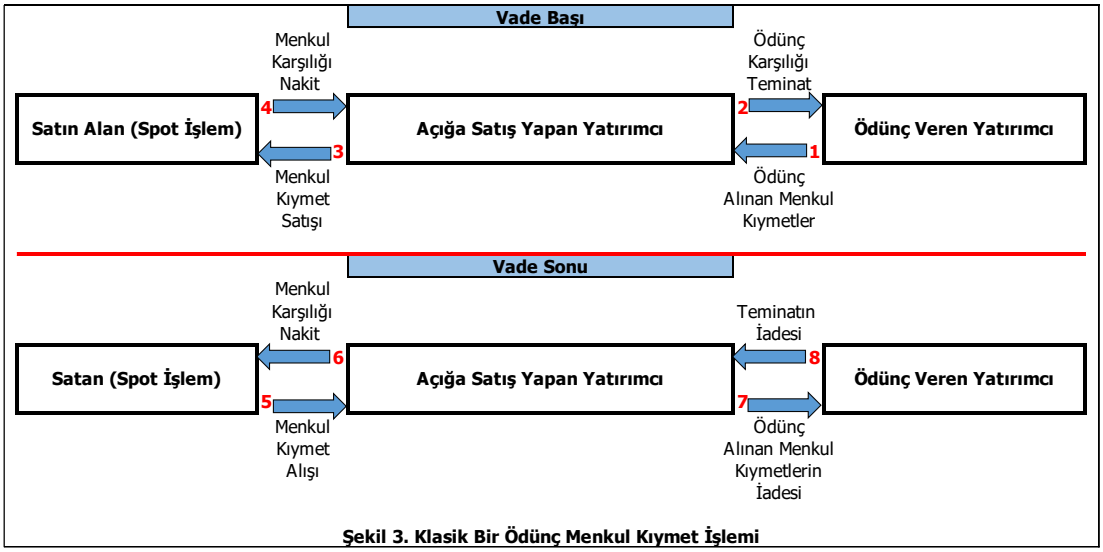
Düzenleyici otoriteler denetim, gözetim ve piyasanın genel gidişatını izlemek amacıyla büyük bir öneme sahip menkul kıymet ödünç verisini takip edip kullanabilir. Sermaye piyasası faaliyetinin temel bir bileşeni olan menkul kıymet ödünç verme, sermaye piyasası faaliyetleri düzenlemelerinden daha fazla etkilenmiştir. Düzenleyiciler ve politika yapıcılar, menkul kıymet ödünç verme endüstrisinin önemli bir parçası haline gelmiştir[161].

Ülke bazında düzenleyici ve denetleyici kurumlar hisse senetleri ödüncünün kontrolü noktasında farklı yaklaşımlar uygulamaktadır. Bazı ülkelerin hisse piyasalarında ödünç işlemleri organize piyasalarda, bazılarında ise tezgahüstü piyasalarda yapılmaktadır.

Menkul kıymet ödünç piyasası kendi özel sözleşmeleri olan, uzmanların kullandığı bir piyasadır. Bu alanı finansal piyasaların içinde diğerlerinden ayıran en temel faktör şeffaflığın olmamasıdır. Bu şeffaflık eksikliği ise bu piyasada işlem yapan uzmanların yararınadır[162].

[158] Duffie, Gârleanu ve Pedersen, a.g.m., s.309.
[159] Duong, vd., a.g.m., s.7.
[160] Mine Aksoy, Özgür Uysal ve Selin Karatepe, “Hisse Senedi Ödünç İşlemleri ve Takasbank Ödünç Pay Piyasası: Hisse Senedi Ödünç Komisyon Oranları ve Açığa Satış İlişkisi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, C.61, 2011, s.190.
[161] ISLA, a.g.e., s.3.
[162] Fabozzi ve Mann, a.g.e., s.59.

3.1.1.Klasik Bir Ödünç Menkul Kıymet İşlemi



Şekil 3. Klasik Bir Ödünç Menkul Kıymet İşlemi

Klasik bir ödünç menkul kıymet işlemin işleyişi Şekil 3'te gösterilmektedir. Açığa satış yapan yatırımcı, 1 nolu işlemle ödünç veren yatırımcıdan menkul kıymetleri başta belirlenen bir maliyetle ödünç almaktadır. 2 nolu işlemle ödünç aldığı menkul kıymetlerin karşılığında ödünç verene bir teminat yatırmaktadır. Ödünç alanın yatırdığı bu teminatın ana işlevi, ödünç alanın finansal bir riske maruz kalması veya ödünç kıymeti teslim etmemesi durumunda ödünç vereni güvence altına almaktır.

3 nolu işlemle ödünç aldığı menkul kıymetleri spot piyasada satmakta ve menkul kıymetleri satın alan yatırımcıdan (4 nolu işlem) nakdi karşılığını almaktadır. Açığa satış yapan yatırımcının bu noktada spot piyasada satışını karşılayan yatırımcıyla bir bağı kalmamıştır. Artık tek yükümlüğü ödüncün vadesinde ödünç aldığı yatırımcıya menkul kıymetleri aracı üzerinden teslim etmesidir.

Ödünç işleminin vade sonunda ise açığa satışı yapan yatırımcı, ödünç aldığı menkul kıymetleri spot piyasadan bedelini ödeyerek satın alır (5 ve 6 nolu işlem). Açığa satışı yapan yatırımcı spot piyasadan aldığı menkul kıymetleri ödünç verene aynı ve misli olarak iade eder (7 nolu işlem) ve bu işlem karşılığında da ödünç verene ödenen teminat vade boyunca işletilen faiziyle birlikte geri alınır (8 nolu işlem).

Tüm bu işlemlerin sonunda açığa satıştan kaynaklanan açık pozisyon kapanmış ve ödünç işlemi de nihayetlenmiştir. Yatırımcıların bu işlemlerine ise yetkili kılınmış aracı kurumlar ve bankalar aracılık etmektedirler.

Şekil 3'te belirtilen işlemler normal açığa satış işlemi ve ödünç sürecini göstermektedir. Eğer menkul kıymeti ödünç almadan bir açığa satış (çıplak açığa satış) yapılacak olsaydı, ödünç alma (1 nolu) ve ödünç karşılığı teminat ödemesi (2 nolu) işlemler olmayacaktı.

Şekil 3'teki işlemler ödünç alınan menkul kıymetin spot piyasada satılması varsayımını şematize etmektedir. Ödünç alan aldığı menkul kıymetleri spot piyasada satmak için değil de, bu menkul kıymeti için takas yükümlülüklerini yerine getirmek için de ödünç almış da olabilir. Böyle bir varsayımda da 3 ve 4 nolu işlemler (ödünç alınan menkulün satışı ve bu satış karşılığında alınan nakit) olmayacak bunlar yerine, ödünç alınan menkul kıymetin takas merkezine borç kapama işlemi olacaktır.

3.2. Ödünç Menkul Kıymet İşleminden Doğan Haklar

Genellikle ödünç verilen menkul kıymetten doğan kupon faizi, bedelli, bedelsiz sermaye artırımı ve de temettü işlemleri ödünç vadesi içerisinde gerçekleşirse bu mali haklar ödünç verene aittir. Ancak, ödünç veren ödünç verdiği menkulün yönetsel haklarını (oy hakkı) ödünç vadesi içerisinde kaybeder. Bu hakların ödünç işleminin başlangıcında sözleşme ile belirlenmesi gerekmektedir. Uygulamada oy hakkı devrine dair farklı durumlar söz konusu olabilmektedir.

Şirket genel kurularına daha fazla hisse miktarıyla katılmak isteyen yatırımcılar ve şirket ortakları ilgili hisse senedini bu nedenle de ödünç alabilmektedir. Ancak sadece şirket genel kurullarına katılım sağlamak ve hisse sahiplerinin genel kurulda kararlarını etkilemek amacıyla yapılan ödünç alma işlemleri kabul gören bir yöntem değildir.[163] Bir hisse senedini ödünç veren artık o hisse senedine sahip değildir ve oy kullanma hakkı da yoktur. Ödünç alan oy hakkını kullanmak isterse bu seçeneği kullanabilir. Ancak bu durum hissedarların oy haklarını etkilemek için özellikle yapılırsa hoş karşılanmaz[164].

Ödünç verme işleminin gerçekleşmesi ile birlikte, hissenin mülkiyet hakkı (ödünç vadesi boyunca) ödünç alana geçer. Ödünç vadesi ile sınırlı bu mülkiyet hakkı, ödünç alanın hisse üzerinde satışta dâhil olmak üzere istediği gibi hareket etmesine olanak sağlamaktadır. Ödünç alınan menkulün üzerindeki bu tasarruf hakkı ise, zorunlu

[163] Aksoy, Uysal ve Karatepe, a.g.m.,, s.193.
[164] Faulkner, a.g.e., s.7-41.

olarak ödünç işlemi karşılığında alıcı taraftan bir güvence oluşturulmak üzere teminat alımını da zorunlu hale getirmektedir. İngiliz yasalarına göre hem ödünç verilen menkul kıymet hem de bunun karşılığında alınan teminatlar üzerinde tarafların mutlak mülkiyet değişimi söz konusudur[165].

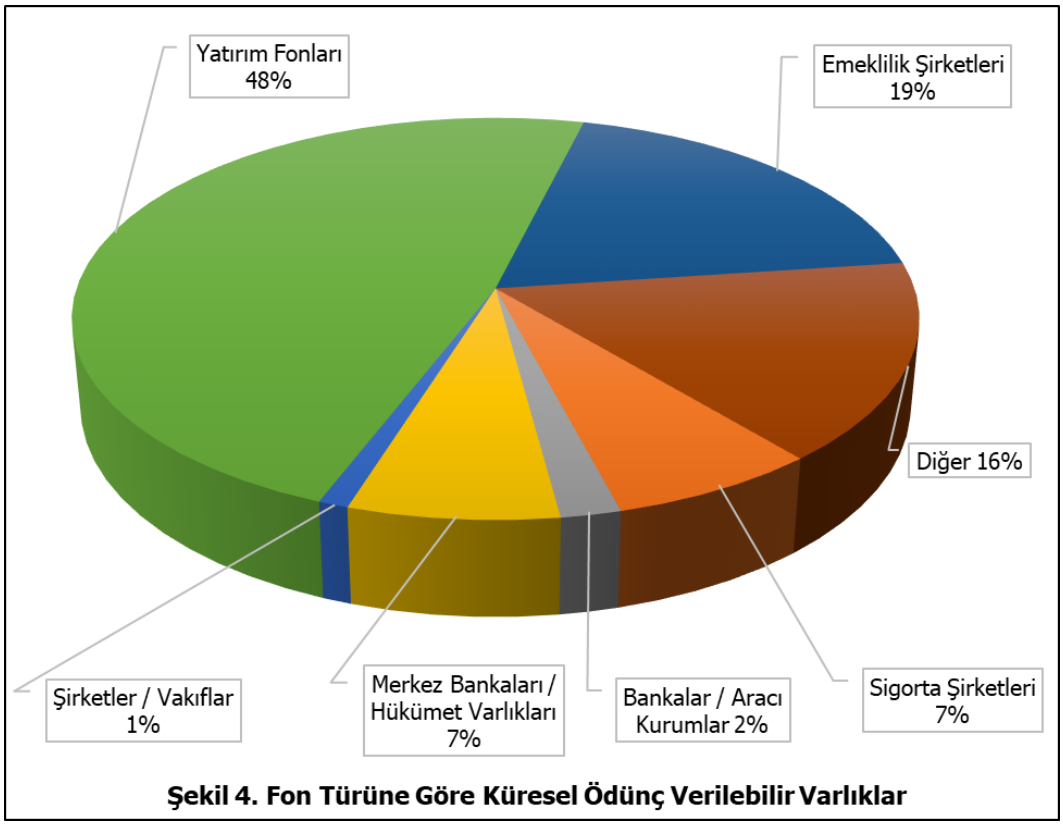
Menkul kıymeti ödünç veren, genellikle ödünç verilen menkul kıymetin yasal mülkiyetini korumaz. Ödüncü alan menkul kıymetler üzerinde tam mülkiyet hakkı kazanır[166]. Çünkü ödüncü alanın bu menkul kıymetleri başka birine satması veya üzerinde işlem yapabilmesi için (ödünç vadesi boyunca) yasal mülkiyet hakkı gerekir.

Aggarwal, Saffi ve Sturgess'in 2015 yılında yaptığı bir çalışmada[167] kurumsal yatırımcıların oy haklarını korumak için ödünç verilen hisseleri geri çağırması, kurumsal yatırımcıların oy kullanma hakkına değer verdiğini ortaya koymaktadır. Yapılan anketlerde ödünç veren kurumsal yatırımcıların yüzde 92,3'ü ödünç verilen hisseleri geri çağırmanın en önemli nedeni olarak, birleşme ve devralma süreçlerindeki oy hakları olduğunu belirtmişlerdir[168].

3.3. Ödünç Menkul Kıymet Verilme Nedenleri

Küresel olarak ödünç verme piyasasının büyüklüğü 2018 yılı sonunda yaklaşık olarak 17 trilyon Euro civarındadır. Küresel düzeyde menkul kıymet ödünç verme işlemlerinin anlık ortalaması ise 2,2 trilyon Euro'dur. Yine küresel olarak ödünç işlemi yapan sektör oyuncularının 2018 yılında bu işlemden elde ettikleri gelir 8,9 milyar Euro'ya ulaşmıştır[169].

[165] Faulkner, a.g.e., s.7.
[166] IOSCO, a.g.e., s. 5.
[167] Reena Aggarwal, Pedro A. C. Saffi ve Jason Sturgess, "The Role of Institutional Investors in Voting: Evidence from the Securities LendingMarket", **The Journal of Finance**, C.70, S.5, Ekim 2015, s.2309-2346.
[168] a.g.m., s.2314.
[169] ISLA, **The Regulator & Policy Maker Guide to Securities Lending**, Eylül 2019, s.6-8.



Şekil 4. Fon Türüne Göre Küresel Ödünç Verilebilir Varlıklar

Kaynak: ISLA, **The Regulator & Policy Maker Guide to Securities Lending**, Eylül 2019, s.8.

Dünya uygulamalarında ödünç verenlerin büyük bir kısmı genellikle yatırım ve emeklilik fonları, sigorta şirketlerine ait fonlardır. Bunlar aldıkları menkul kıymeti portföylerinde uzunca bir süre tutan kurumsal yatırımcılardır. Şekil 4'te görüldüğü üzere küresel olarak ödünç verilebilir varlıkların yarısına yakın bir kısmı yüzde 48 ile yatırım fonlarına aitken, yüzde 19'luk bir kısmı da emeklilik fonlarına/şirketlerine aittir.

Ödünç verme getirisi görece olarak düşükte olsa, kurumsal yatırımcıların ödünç verme nedenlerinin başında zaten uzunca bir süre taşıdıkları bu menkul kıymetlere ek bir gelir kalemi oluşturabilmektir[170]. Varlık sahipleri için menkul kıymet ödünç verme, tutarlı, artan bir getiri sağlamayı amaçlamaktadır[171].

Diğer yandan ise kurumsal yatırımcılar portföylerinde bulunan yüksek tutardaki menkul kıymetler dolayısıyla saklama ve takas kuruluşlarına ödeyecekleri ücretleri

[170] Yetim, a.g.e., s.200.
[171] ISLA, a.g.e., s.12.

ödünç süresince ödemeyerek bu masraflardan kurtulurlar[172]. Bu aynı zamanda ödünç veren kurumsal yatırıcılar için ödünç komisyon gelirinin yanı sıra saklama maliyetinin düşürülmesi demektir. Uygulamada kurumsal ödünç verenlerden olan fon yöneticileri, yatırımcılarına tüm zararları yansıtırken, ödünç vermeden gelen gelirlerin tümünü aktarmazlar[173]. Menkul kıymet ödünç verme işlemleri son on yılda yatırım fonları ve BYF'ler için kazançlı bir faaliyet haline gelmiştir. BYF'ler genellikle birkaç günle, birkaç hafta arasındaki vadelerde ödünç verirler[174].

Genellikle ödünce konu menkul kıymetin ödünç vadesi boyunca sağlayacağı kupon faizi, temettü ödemesi, bedelli veya bedelsiz sermaye artırımdan doğan mali hakları ödünç verene ait olacağı için ödünç verenin bu noktada da bir kaybı söz konusu değildir. Bazı durumlarda bu mali hakların aitliği farklı olabilmektedir. Bu mali hakların devrinin ne şekilde gerçekleşeceği sözleşme ile hükme bağlanmaktadır.

Diğer taraftan ödünç menkul kıymet piyasaları, genel olarak ödünç verilen menkul kıymetin dönüşünde minimum sıkıntı yaşanması için sıkı bir teminatlandırma yapısına sahip olduğundan kısa vadede en az riskli yatırım araçlarından biridir. Bu neden de ödünç verenleri teşvik eden bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Bazı ülke uygulamalarında vergi arbitrajı nedeniyle de ödünç verme işlemleri yapılmaktadır. Ülkenin vergi mevzuatlarından kaynaklanan bazı nedenlerden dolayı ödünç verme işlemiyle sağlanan geçici mülkiyet devri ile ödenecek vergi ve alınacak ödünç geliri arasında bir tercih yapılarak gelir elde edilebilmektedir. En büyük vergi arbitrajı için ödünç işleminin yapıldığı ülkeler Almanya Fransa ve İtalya'dır[175].

3.4. Ödünç Menkul Kıymet Alma Nedenleri

Yatırımcılar piyasada aynı menkul kıymete ait iki farklı komisyon oranı bulunması halinde komisyon oranları arasındaki farktan yararlanmak için diğer yatırımcılara ödünç vermek için ödünç talebinde bulunabilirler.

[172] Uysal, a.g.e., s.47.
[173] Dunham, Jorgensen ve Washer, a.g.m., s.25.
[174] a.g.m., s.21.
[175] Faulkner, a.g.e., 36.

Bazı durumlarda menkul kıymetin takasında sıkışma yaşanması halinde ödünç almanın maliyeti o menkul kıymeti satın almaktan daha ucuz olduğu için takas borcuna karşılık ödünç alma yöntemi kullanılabilir.

Yatırımcıların menkul kıymetlerin türev araçları üzerine yaptıkları işlemlerden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmek için ödünç menkul kıymet alınılabilir.

Ödünç işlemleri bazen çok ayaklı bir yatırım stratejisinin bir ayağı da olabilmektedir. Son yıllarda oldukça yaygınlaşan, hisse opsiyon işlemleriyle oluşturulan stratejilerde ödünç işlemleri de rol almaktadır.

Ödünç menkul kıymetler pazarının sunduğu avantajların yanı sıra hedge fonların ve 130/30 fonlarının[176] sayılarının artması ve yatırımcıların kullandıkları yatırım stratejilerinin her geçen gün biraz daha kompleks bir hal alması dünya çapında menkul kıymet ödünç talebini artırmaktadır.

Ödünç almanın en yaygın nedeni açığa satış pozisyonunu kapatmaktır[177]. Opsiyon, ödünç ve açığa satış işlem stratejileri birbirini tamamlayan ve birbirini ikame eden yatırım stratejileridir. Açığa satış yapıp hisse senedini ödünç alan bir yatırımcı, açığa satıp ödünç aldığı hissenin fiyatının vade sonuna kadar yükselme ihtimaline karşılık hissenin üzerine alım opsiyonu yazarak riski kontrol altına alabilir. Ödünç almanın maliyeti yüksek ise yatırımcı ödünç almadan açığa satışın bir alternatifi olarak fiyatının düşeceğini beklediği hisse üzerine satım opsiyonu yazar. Eğer yatırımcının beklediği gibi hisse fiyatı vade sonunda düşmezse oluşacak zarar ödenen opsiyon primi ile sınırlı olacaktır. Beklenildiği gibi fiyatın düşmesi durumunda ise yatırımcının almış olduğu satım opsiyon hakkından dolayı kar elde edilecektir[178].

---

[176] 130/30 Fonları: Bu fonlar yatırım fonlarının özel bir türüdür. Fon yöneticisi almış olduğu uzun pozisyonlarının %30'u kadarını zayıf performans gösteren menkullerde kaldıraç kullanarak açık (kısa) pozisyon alabilmekte ve buradan elde ettiği nakitle tekrar uzun pozisyon alabilmektedir. Böylece elindeki portföyün %130'u kadar uzun pozisyon, %30'u kadar da kısa pozisyon almaktadırlar. Toplamda ise elindeki portföy büyüklüğünün %160'ı oranında yatırım yapmaktadır. Tahminlere göre, dünya çapında bu tür stratejilere 100 milyar dolardan fazla yatırım yapılmıştır. (Daha geniş bilgi için: https://www.investopedia.com/terms/1/130-30_strategy.asp

[177] Faulkner, a.g.e., s.9.

[178] Mine Aksoy, Engin Kurun, "Hisse Senetlerinde Açığa Satış İşleminin Alternatifi Olarak Opsiyon Sözleşmelerinin Kullanımı ve Türk Sermaye Piyasası İçin Öneriler", **Maliye Finans Yazıları**, C.26, S.94 (Ocak 2012), s.45.

Başka bir ödünç borcunun kapatılması, ya da açığa satılan menkul kıymetin pozisyonunun kapatılması gibi işlemlerde de ödünç alma işlemine başvurulabilir.

3.5. Ödünç Menkul Kıymet İşlemlerinin Yararları

Ödünç menkul kıymet işlemleri yatırımcılara açığa satış, arbitraj ve riskten korunma gibi açığa satış yatırım stratejilerini gerçekleştirmelerine imkân verir. 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[179]. Aynı zamanda bu fonksiyonların bir sonucu olarak ödünç işlemleri piyasa işleyişi ve etkinliğine olumlu katkı sağlar.

Likit bir ödünç menkul kıymet piyasası olmadan açığa satış işlemleri gelişemez ve açığa bağlı yatırım stratejileri gerçekleştirilemez[180]. Likit olmayan bir menkul kıymet ödünç piyasası söz konusu olduğunda, vadeli piyasalardaki endeks kontratlarının değerleri ile endeks kapsamında yer alan hisse senetlerinin spot piyasadaki değerlerini arbitraj işlemleri ile dengede tutacak araç sağlıklı çalışmadığı için piyasalarda fiyat oluşum mekanizmasının etkinliği sınırlı kalacaktır.

Ödünç menkul kıymet piyasalarının etkin çalışması yatırımcıların ve bu işlemlere aracılık eden kurumların takas yükümlülüklerinin zamanında yerine getirilmesini sağlayarak, takasın tamamlanmasıyla piyasaya olan güvenin devamının sağlanmasına yardımcı olur. Finansman tekniği ve likitide kaynağı oluşturur. Ödünç işlemleriyle piyasalarda oluşan hatalı işlem temerrütleri minimuma inerken, açığa satış yoluyla da piyasa düşüşlerinden yararlanılabilir. Özellikle kurumsal portföy sahipleri ellerindeki menkul kıymetleri ödünç vererek portföylerine değer artışı ve temettünün dışında ilave bir ek getiri elde edebilir. Piyasada aracılık faaliyetlerinde bulunan aracı kurumlar bu işlemlerle bilançolarına ek bir gelir kalemi oluşturabilirler[181].

[179] Aksoy, a.g.e., s.56-57.
[180] IOSCO, a.g.e., s.58.
[181] TSPAKB, **Sermaye Piyasasında Ödünç İşlemleri**, Yayın No:31, İstanbul 2006, s.15-42-45.

3.6. Ödünç Menkul Kıymet İşlemlerindeki Riskler

Risk, herhangi bir işleme ilişkin bir parasal kaybın veya bir giderin ya da zararın ortaya çıkması ile oluşabilecek ekonomik faydanın azalması ihtimalidir[182]. Sermaye piyasalarının ayrılmaz bir parçası olan ödünç menkul kıymet işlemleri bir dizi riske maruz kalırken, ödünç işlemlerinin kendisi de risk kaynağıdır. Ödünç işlemleri yatırımcılar açısından likidite ve esneklik gibi avantajlarına rağmen risksiz işlemler değildir[183]. Neredeyse her menkul kıymet ödünç verme işleminde, borç verenler karşı taraf temerrüt riski, teminatın yeniden yatırım riski, piyasa riski, likidite riski, operasyonel risk ve yasal risk gibi birçok riske maruz kalmaktadır[184].

Ödünç menkul kıymet işlemlerinde karşılaşılacak risklere dair literatür taraması yapıldığında, söz konusu risklerin müstakil olarak ele alınmadığı, genel olarak; ödünç işlemlerinin teknik ve piyasa dinamikleri üzerindeki etkilerinin incelendiği ve ödünç menkul işlemlerinin risklerine de bu incelemeler içinde kısaca değinildiği görülmüştür.

Ödünç menkul kıymet işlemlerindeki riskleri inceleyen erken dönem çalışmalarda Motani, ödünç işlem risklerinin tamamen ortadan kaldırmanın mümkün olmadığı, riski en aza indirmek için sözleşmelerin uygun şekilde düzenlenmesi gerektiği sonucuna varmıştır. Yetim ise çalışmasında ödünç risklerini kısa olarak; teminat, temerrüt ve işlem riski olarak genel hatlarıyla üç başlıkta ele almıştır. IOSCO, ödünç risklerini; kredi riski, likidite riski, piyasa riski, yasal risk, operasyonel risk, uzlaşma riski ve saklama riski olarak saptamış ve bu risklerin minimize edilip yönetilmesine yönelik tavsiyelerde bulunmuştur. Fabozzi ve Mann ise ödünç risklerini çok yönlü olarak incelemiş, risklerin sayısallaştırılması ve riskle getiri ve performans ölçümleri arasında ilişki kurmuşlardır. Aksoy ve Gregoriou yaptıkları çalışmalarda açığa satış ve ödünç risklerini bir arada incelemiştir.

---

[182] Aslı Yüksel Mermod ve Özlem Kurtulan, "Operasyonel Risk Ölçümünde Gelişmiş Ölçüm Yaklaşımlarının Kullanılmasının Fayda ve Maliyeti", **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C.12, S.2, 2010, s.132

[183] Yetim, a.g.e., s.206.

[184] Rohit Kataria**,** "Securities Lending: A Focus on Two Risk Areas", **The Wall Street Journal**, 18.07.2017, (Çevrimiçi) https://deloitte.wsj.com/riskandcompliance/2017/05/18/securities-lending-counterparty-default-and-collateral-reinvestment-risks/ (Erişim Tarihi: 25.02.2021)

Ödünç menkul kıymet işlemlerinde karşılaşan risklerin çoğu yönetilebilir ve düşük olasılıklı risklerdir. Ödünç menkul kıymet işlemleri bir yatırım portföyünün performansını artırmak için bir alan sunsa da, bu işlemler doğası gereği kaçınılmaz olarak risk barındırır Ancak risklerin tamamen ortadan kalkması söz konusu değildir[185]. Menkul kıymet ödünç işlemleriyle ilgili potansiyel risklerin değerlendirilmesinde stres testi önemli bir araçtır. Stres testleri, aşırı hareketlerin ödüncü alan ve veren üzerindeki potansiyel etkilerini ölçmede kullanılır[186].

3.6.1.Kredi Riski

Menkul kıymet ödünç işlemleri de diğer borçlanma işlemleri gibi kredi riskine yol açabilen finansal bir işlemdir[187]. Ödünç işlemlerinde kredi riski, işlemi yapan tarafların işleme dair sözleşme yükümlülüklerine uymayarak ilgili yükümlülükleri kısmen veya tamamen zamanında yerine getirmemesinden kaynaklanan risklerdir.

En büyük kredi riski taraflardan birinin anapara riskine maruz kalmasıyla ortaya çıkar. Karşı taraf iki durumda anapara riskine maruz kalabilir. Menkul kıymet ödünç verme işleminin herhangi bir ayağının kapatılmasının beklenildiği gibi gerçekleşmemesi (ödeme riski) veya ödünç verme işlemlerinin teminatsız yapılmasıdır[188]. Bir menkul kıymet ödünç verme işlemi teminatsız olarak yapılırsa, ödüncü veren ödünç vadesi boyunca anapara riskine maruz kalabilir. Ödünç işlemi teminatlı yapılsa dahi karşı tarafın temerrüde düşmesi halinde teminatın tasfiye edilememesi de ödüncü verenler açısından bir risk unsurudur. İşlemin teminatlı yapılması gelecekteki potansiyel kredi risklerini önemli ölçüde azaltıcı etki yapacaktır.

Kredi riski asıl olarak üç kaynaktan doğmaktadır. Bunlar; karşı tarafın bilerek ve isteyerek yükümlülüklerini yerine getirmemesi, teminattan kaynaklanan risk ve işlemin karşı tarafının kredibilitesinin yetersiz olmasından veya temerrüt halinden kaynaklanan risklerdir[189].

[185] Habib Motani, "Risks in International Securities Lending — Identification and Minimisation". In: Mabry J. (eds) **International Securities Lending**, Finance and Capital Markets Series. Palgrave Macmillan, London, 1992, s.107, https://doi.org/10.1007/978-1-349-12588-3_7
[186] IOSCO, a.g.e., s.59.
[187] Ösken, a.g.e.,s.3.
[188] IOSCO, a.g.e., s.41.
[189] Yetim, a.g.e.,s.206-263.

Kredi içeren çoğu işlemde olduğu gibi, kredi riski, ödünç menkul kıymet işlemlerinin de en büyük risklerindendir. Kredi riskini azaltmak için genel yaklaşım; karşı tarafın (borçlunun) güvenirliğini doğru bir şekilde değerlendirmektir[190]. Kredi risklerini en aza indirmek için ödünç sözleşmelerinin buna uygun düzenlenmesi gerekmektedir[191].

Kredi riskini karşı taraf riski ve teminat riski olarak iki ana grupta inceleyebiliriz.

3.6.1.1. Karşı Taraf Riski

Karşı taraf riski, karşılıklı bir yükümlülükte taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda karşı tarafın maruz kalacağı risktir[192]. Özellikle şeffaf olmayan tezgahüstü piyasalarda yoğun olarak karşılaşılan bir risk çeşididir.

Ödünç menkul kıymetler ile teminatın karşılıklı olarak taraflara teslim edilmesi aşamasında, bu devir teslim işlemlerinden birinin beklendiği gibi gerçekleşmemesi durumunda karşı taraf riski doğar.

Ödünç menkul kıymet sözleşmeleri yasal açıdan ödünç verilen menkul kıymetin kesin transferini ve ödünç verenin kıymetleri sözleşmede yer alan hükümler gereği, aynen veya mislen sözleşmenin vadesinde geri alınabileceğine ilişkin bir hakkı ifade eder[193]. Ödünç menkulü alan tarafın temerrüde düşerek, ödünç aldığı menkul kıymeti ödünç aldığı tarafa teslim etmemesi hali[194] ve sözleşmeden kaynaklanan hakların yerine getirilmeme durumu karşı taraf riskini doğurur.

Ödünç işlemin teminata dayanmaması, ödünç alanın ödüncün vadesinde veya ödünç verenin herhangi bir nedenle menkul kıymetleri geri istemesi, menkul kıymetleri ödünç verene teslim etme yükümlülüğünün yerine getirilememesi ve ödünç alanın ödünç almış olduğu hisse senetleri ile ilgili olarak yeni pay ve kar payı alma (temettü) hakkını kullanmaması durumu da[195] karşı taraf riski olarak tanımlanabilir.

---

[190] Ösken, a.g.e.,s.41.
[191] Motani, a.g.e. s.108.
[192] Efsun Ayça Değertekin, "Merkezi Karşı Taraf", **TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi**, S.101, 2011, s.23.
[193] Yetim, a.g.e., s.207.
[194] Türker Uludağ, a.g.e., s.122.
[195] Aksoy, a.g.e., s.59 -60.

Ödünç menkul kıymet işlemlerinde en önemli risk; işleme taraf olanlardan birinin iflas etmesi nedeniyle oluşacak olası bir kayıptır. Ödüncü alan tarafta yaşanacak bir iflas nedeniyle ödünce konu menkul kıymetler ödüncü verene iade edilemeyebilir. Bu durumda ödüncü veren menkul kıymetleri yerine koymak için piyasadan almak durumunda kalabilir. Böyle bir durum ödüncü veren açısından, ödünç verilme anındaki fiyatla, piyasadan menkulün alınması anındaki fiyat farkından kaynaklanabilecek bir kaybın oluşması olasılığıdır. Ödüncü verenin iflas etmesi ve aldığı teminatları iade etmemesi durumunda ise ödünç alan, aldığı menkul kıymetleri piyasada satabilir. Bu durumda da ödünç alınma anındaki fiyatla, piyasadan menkulün alınması anındaki fiyat farkından kaynaklanabilecek bir kayıp söz konusu olabilir.

Karşı taraf riski, ödünç menkul kıymet işlemlerinde ödünç verilen menkul kıymetin ve teminatın işleme taraf olanların birbirine iade etmesine kadar devam eder[196].

3.6.1.2.Teminat Riski

Ödünç işlemlerinde teminat alınmadan ödünç menkul kıymeti karşı tarafa devir ve teslim işlemi yapılıyorsa, ödünç işleminin başlangıç aşamasında ödüncü veren açısından teminat riski söz konusudur. Ödünç işleminin teminata dayanmaması halinde ödünç veren ödünç işleminin vadesi gelene kadar üzerinde teminat riski taşımaktadır. Ancak işlemin 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 kalmayacaktır[197].

Ödünç menkul kıymet işleminin teminatlı yapılması durumda ise ödünç işlemin başlangıcında, ödünç menkul kıymet karşılığında ödünç alan ödünç verene vermiş olduğu teminatları ödüncün iadesi esnasında geri alamama durumu da teminat riskidir. Bu durum kredi risklerine de yol açabilir. Bu riskleri bertaraf etmenin yolu; ödeme karşılığı teslim (DVP) veya teslim karşılığı teslim (DVD) takas sistemlerinin uygulandığı durumlarda ortadan kalkmaktadır[198].

[196] IOSCO, a.g.e., s.41.
[197] Aksoy, a.g.e., s.60.
[198] IOSCO, a.g.e., s.28-29.

Ödünç menkul kıymet verme karışığında alınan teminat yeniden yatırıma yönlendirilmelidir. Yeniden yönlendirmenin ise işlevsel ve likit bir pazara olması gerekmektedir. Ek teminat gereksinimi duyulduğunda ise ek teminatın yatırılma süresi ile teminatın yeniden yatırıma kanalize edilmesi arasında zaman kayması yaşanabilir[199]. Ödünç işlemi karşılığında kullanılan teminatın değerinde önemli bir düşüş, buna bağlı olarak ek teminat taleplerine ve dolayısıyla likidite risklerine maruz kalınabilir[200]. Ödünç menkul kıymet verme programlarının yönetimi kadar teminat yönetimi de önemlidir.

Ödünç verenin aldığı teminatı kullanması sonrasında iade etme süreci likit portföylerde kolay olabilir. Ancak likit olmayan portföylerde iade sürecinde sıkıntılar yaşanabilir. Piyasaların oynaklığı, portföyün likiditesi ve konsantrasyonu ve teminat ile ödünç portföyleri arasındaki ilişki bu süreci etkiler. Ödünç ve teminat portföylerinin volatiliteleri ne kadar yüksekse, birbirleri arasındaki değer farklılıkları da o kadar yüksek olur[201].

Ödünç menkul kıymet işlemlerinde yüksek teminat gereklilikleri yatırımların faaliyetlerini azaltabilir, menkul kıymetlerin olması gerekenden daha düşük fiyatlandırılmasına neden olabilir. Tam tersi durumda ise yani düşük teminat çağrılarında spekülasyonda artışa, nakit açıklarına, pazarın zarar görmesine neden olabilir[202]. Diğer taraftan teminat değeri ödünç verilen menkul kıymetin ikame maliyetinin altına düşerse ve ödüncü alan temerrüde düşerse, bu durumda da ödüncü veren bu iki değer arasındaki farka eşit bir zarara uğrayacaktır[203]. Ödünç işlemlerinde kullanılan teminatların yapısının da likit olması gerekmektedir. Çünkü karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda likit olmayan teminat yapısının çözülmesi sıkıntı yaratacaktır[204].

[199] Dunham, Jorgensen ve Washer, a.g.m., s.23.
[200] IOSCO, a.g.e., s.43.
[201] Fabozzi ve Mann, a.g.e., s.144-146.
[202] Gülsün Gürkan Yay ve Belfin Kara, "Takasbank'ın Risk Yönetimindeki Rolü: Karşılaştırmalı Bir Analiz", **Ekonomik Yaklaşım Derneği**, S.29 (108), 2018, s.49-50.
[203] ISLA. **The Institutional Investor Guide to Securities Lending**. Şubat 2021, s.22.
[204] Türker Uludağ, a.g.e., s.122.

3.6.2.Operasyonel Risk

Operasyonel risk, bilgi sistemlerindeki veya iç kontrollerdeki eksikliklerden, insan hatasından, yönetim başarısızlıklarından veya dış olaylardan beklenmeyen bir sonuçla oluşan kayıp ve zarar riskidir[205]. Operasyonel risk yeni bir risk çeşidi olmayıp aksine bilinen ancak ihmal edilen en eski ve potansiyel kayıp boyutu en yüksek olan risktir ve tüm diğer risklerin tetikleyicisi ve nedeni durumundadır[206].

BASEL Komitesi operasyonel riski; yetersiz, başarısız içsel süreçlerden, personel ve sistemlerden ya da dışsal olaylardan kaynaklanan, doğrudan ya da dolaylı zarar olarak ifade etmektedir[207]. IOSCO operasyonel risk tanımlamasını BASEL'e paralel bir şekilde; bilgi işlem sistemlerindeki veya iç kontrollerdeki eksiklikler sonucu oluşan beklenmedik kayıplar ve zararlar olarak ele almıştır[208].

Risk tanımlamalarında operasyonel risk, genellikle finansal olmayan risk olarak tanımlanır[209]. Türkiye Bankalar Birliği tarafından benimsenen risk gruplamasında ve BASEL Komitesinde de operasyonel risk finansal olmayan risk olarak tanımlanmıştır[210].

Tipik operasyonel risk örnekleri; IT programlarının işlememesi, hasar gören veya kaybolan veriler, işyeri güvenliği, personel hataları ve hatalı ürün, sözleşme, mevzuat tasarımları olarak sayılabilir. Operasyonel risk mevzuat kaynaklı da yaşanabileceği için yasal riski de içerir. Operasyonel riske neden olan faktörler; süreç, insan, dışsal faktörler ve sistem olarak dört grupta toplanabilir[211].

Operasyonel riskler tüm finansal işlemlerin yapısında mevcuttur. Ödünç işlemleri de bir finansal işlem olduğu için operasyonel risklere maruz kalınabilir. Ödünç işlemlerinde operasyonel risk özel bir öneme sahiptir. Çünkü ödünç işlemlerinde

---

[205] European Central Bank (ECB), "Recommendations For Securities Settlement Systems and Recommendations For Central Counterparties In The European Union" 2009, Mayıs, s.56.
[206] Mermod ve Kurtulan, a.g.e., s.131 -134.
[207] Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), "10 Soruda Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı (Basel II)", BDDK Araştırma Dairesi, 2005,Ocak, s.189.
[208] IOSCO, a.g.e.,s.46.
[209] Şenil Işıl BÜYÜKAĞAOĞLU, "Ticari Bankalarda Fon Yönetimi ve Fon Yönetiminde Karşılaşılan Finansal Riskler", (Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Programı Yayınlanmamış Doktora Tezi), İzmir, 2011,s.68.
[210] Nejat Yüzbaşıoğlu, Risk Yönetimi ve Bankaların Denetimi, BDDK Risk Yönetimi Konferansı Bildiri Kitabı, Ankara, 2003, s.55.
[211] Mermod ve Kurtulan, a.g.e., s.135

tarafların yükümlülüklerini zamanında ve eksiksiz yerine getirmesi beklenmektedir. Ödünç işlemlerinin manuel süreçlerle yürütülmesi, tutarsızlıklara ve hataya sebep olabilir[212]. Teminat çağrılarını izlemek otomatize olmamış sistemlerde manuel müdahaleler gerektirebilir. Bu süreçler ise teminat güncellemelerinde eksik ve hatalı teminat çağrıları oluşmasını doğurabilir. Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonu Örgütü (IOSCO) tarafından ödünç işlemlerinde operasyonel riski minimize ettiği için teknolojinin yoğun olarak kullanılması tavsiye edilmektedir[213].

Ödünç menkul kıymet işlemleri çeşitli ve karmaşık ticari, idari, operasyonel ve muhasebe süreçlerini içerdiğinden taraflar bu işlemlerde personelin uzmanlığına ve karşılıklı taahhütlerine güvenirler. Bu karmaşık işlemlerin özellikle piyasa dalgalanmasının ve volatilitenin oluştuğu dönemlerde yönetilmesi ödünç işlemleri açısından kritik bir öneme sahiptir.

Ödünç menkul işlemlerinde operasyonel riskler şunları içerir: Bir tarafın kendi sistemlerinde ve iç kontrol prosedürlerinde bulunan riskler. Uzlaşma veya teslim sisteminden kaynaklanan riskler. Kullanılan aracı kurumdan veya saklama kuruluşundan kaynaklanan riskler. Yasal gereklilikler ve vergisel riskler. Bu risklerin bazılarında risk yönetimi mümkün olsa da, ortadan kaldırılamayan risk kalıntıları olacaktır[214]. Operasyonel riskin kaynaklarını ise şu şekilde sınıflandırılabiliriz: Organizasyon, prosedürler ve uygulamalar, sistemler ve teknoloji, insan, dış olaylar (doğal afetler, rekabet koşulları, politik rejim değişikliği gibi)[215].

Ödünç işlemlerinde yaşanabilecek bir operasyonel risk; ödünç işleminin takas sürecinin tamamlanmasına engel olacak, likidite ve temerrüt sorunlarına yol açacak ve sistemin kredi riski kontrol mekanizmalarını etkisiz hale getirecektir[216]. Bu nedenle oluşacak bir operasyonel risk, takas sisteminin etkin bir şekilde işlemesine yönelik olarak oluşturulmuş mekanizmaların olumlu etkilerini ortadan kaldırabilecektir[217].

[212] ECB, a.g.e., s.37,
[213] IOSCO, a.g.e., s.29.
[214] Motani, a.g.e., s.108.
[215] Aksoy, a.g.e., s.62.
[216] Greg Gregoriou, **Handbook of Short Selling**, USA, Elsevier Inc, 2012, s.153.
[217] Cem Suca, "Türkiye'de Takas Sistemi ve Sistemin Yeniden Yapılandırılmasına İlişkin Öneriler", Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi, 2004, s.27.

3.6.3. Likidite Riski

Likidite riski, ödünç işlemlerinde karşı tarafın vadesi geldiğinde yükümlülüğünü yerine getirememesi ve temerrüde düşmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Ödünç işlemlerinde yaşanabilecek bir likidite riski diğer finansal işlemlerde yaşanabilecek likide risklerinden niteliksel olarak farklı değildir[218].

Likidite riski, potansiyel olarak sistemik risk yaratma tehlikesini de bünyesinde barındırmaktadır. Tarafların yükümlülüklerini yerine getirmekten kaçınmaları, taahhütlerin zincirleme olarak yerine getirilememesine yol açabilmektedir[219].

Bazı durumlarda menkul kıymet ödünç verme önemli likidite baskılarına yol açabilir. Ödünç portföyü ve teminat yapısı ne kadar az likit olursa o ölçüde maliyet artışları ortaya çıkar[220]. Teminat ve ödünç menkul kıymetin karşılıklı iadesi için taraflara tanınan sürenin kısa olması yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmemesi riskini de artıracaktır. Sözleşmede belirli bir vadenin belirlenmemesi ve sözleşmenin sona ermesinin taraflardan birinin ihbarına bırakılması halinde, ödünç alan açısından büyük bir risk söz konusudur[221].

Ödünç sözleşmelerinde vade sonunun belirlenmemesi ve sözleşmenin sona erdirilmesi taraflardan birinin sonlandırma ihbarına bırakılma hali likidite riskini doğurmaktadır. Ödüncü alanlar aldıkları menkul kıymete sahip değildir ve ödünç verenler bunları vadesinden önce geri çağırdıklarında, borçlular bunları piyasadan almak isteyecek ve likidite baskısı yaşayacaklardır[222].

Vadenin sözleşme ile belirlenmemesi durumunda ödünç alan büyük bir riskle karşı karşıya kalabilir. Çünkü ödünç veren ödünç işlemini sonlandırdığını (geri çağırdığını) bildirdiğinde, ödünç alan bu kıymetleri kullandığı için o anda sahip olamayacağından ilgili kıymetleri ya piyasadan satın alacak ya da başka yollardan temin etmeye çalışacaktır. Bu işlem ödünç alan açısından beklenmedik maliyetleri doğuracağı gibi likidite riskine de maruz kalmasına neden olacaktır. Vadenin belirli olmadığı ödünç sözleşmelerinde, ödünç alanın almış olduğu menkul kıymetleri iade etmesinde de

[218] Aksoy, a.g.e.,s.43.
[219] Suca, a.g.e., s.25.
[220] Fabozzi ve Mann, a.g.e., s.144.
[221] Aksoy, a.g.e., s.65.
[222] Uysal, a.g.e., s.54.

likide riski oluşabilmektedir. Çünkü ödünç veren almış olduğu teminatları elinden çıkarmış veya alternatif yatırım kanallarına aktarmış olabilir. Bu durumda da teminat iadesinde zorlanacaktır[223].

Ödünç işlemlerinin doğası gereği piyasa kaynaklı likidite riskleri de yaşanabilir. Piyasada alım satım fiyatları arasında geniş bir marj olması durumunda, açığa satış stratejisiyle ödünç alanların bu menkul kıymetleri piyasada satmak istemesi durumunda piyasada fiyatlara aşağı yönlü baskılara neden olabilir. Diğer taraftan verilen ödünç karşılığı alınan teminatların piyasa şatlarına göre iskontolu olarak tasfiye edilmesi de piyasa kaynaklı likidite risklerini ortaya çıkarabilir. Ödünç işleminin teminata dayanması halinde ise verilen teminatın ödünce konu menkul kıymetin cari piyasa değerinin altına düşmesiyle ödünç alanlar teminat tamamlama çağrılarına muhatap olurlar.

3.6.4.Piyasa Riski

Piyasa riski, piyasalarda meydana gelen fiyat dalgalanmaları, fiyat seviyesinin ve oran değişimlerinin (örneğin faiz oranları, döviz kurları, hisse senedi ve hisse senedi endeksi fiyatları ve emtia fiyatları vb.) alınan pozisyonun değerinde yaşanacak kayıp riskidir. Piyasa riski bu risk faktörleri arasındaki korelasyonlar başta olmak üzere, dengelenme pozisyonları dikkate alınarak, yalnızca portföy bazında anlamlı bir şekilde analiz edilebilir. Finansal işlemlerin doğasında normal olarak kabul edilen bu risk ödünç işlemleri için de geçerlidir.

Menkul kıymeti ödünç veren ve ödüncü alan taraf ilgili menkul kıymetin fiyatında yaşanacak değişimler nedeniyle piyasa riskine maruz kalacaktır. Teknik olarak; ödünç menkul kıymet ve teminat portföyleri aynıysa, piyasa riskine maruz kalınmaz. Ancak uygulamada bu duruma pek rastlanıldığı söylenemez[224].

Menkul kıymeti ödünç alan taraf piyasada kıymetin fiyatının yükselmesi nedeniyle ödünç borcunu kapama esnasında ilgili kıymeti ödünç aldığı fiyat seviyesinden daha yüksek bir değerden alabilir. Ödüncü veren taraf ise ödünç verilen menkul kıymetin fiyatında yaşanacak beklenmedik yükselişlerde, ilgili kıymeti satmak istese de bunu

[223] IOSCO, a.g.e.,s.43
[224] Fabozzi ve Mann, a.g.e., s. 144.

yapamayacaktır. Çünkü kıymet ödünce verildiği için ödünç geri dönene kadar satışa konu edilemeyecektir.

Piyasa riskinin bir diğer kaynağı da ödünç verme karşılığında alınan nakit teminattan kaynaklanabilir. Örneğin alınan teminat para piyasalarına (gecelik borçlanma O/N) ödünç alan tarafından yatırılmış olabilir. Bu durumda ödünç vermeden elde edilecek gelir ile faiz oranlarından kaynaklı piyasa riskine maruz kalınmış olunabilir.

Ödünç menkul işlemlerinde bir başka piyasa riski oluşturabilecek işlem ise ödüncü veren tarafından nakit olarak alınan teminatın yeniden yatırıma yönlendirilme aşamasında ödünç vadesi ile yeniden yatırımın vadesinin eşleşmemesidir. Buna örnek olarak, teminatın ödüncün vadesinden daha uzun bir vadeye sahip olan para piyasası enstrümanına yatırılmasıdır ki bu durum piyasa riski oluşturan bir açık faiz oranı pozisyonu yaratır. Ödünç menkul kıymet karşılığında alınan nakit teminatların uzun vadeli yatırımlara ve türev ürünlere yatırılması ile ABD'de 1994 yılında yaşanan piyasa riski neticesinde, yatırılan teminatlar negatif getiriler elde emiştir[225].

Menkul kıymetler arbitraj gibi farklı yatırım stratejileri nedeniyle de ödünç alınabilmektedir. Arbitraj yapılacak farklı piyasalar ve yatırım enstrümanlarında yaşanacak fiyat değişimleri de piyasa riski doğurmaktadır.

Menkul kıymet ödünç vermenin teminatlı yapısı, günlük piyasa değerlemesi, prosedürleri ve denenmiş, test edilmiş yasal çerçevelerle birleştiğinde menkul kıymet kredilendirilmesini nispeten düşük riskli bir faaliyet haline getirir[226].

3.6.5.Manipülasyon

Manipülasyon hakkında genel kabul görmüş evrensel bir tanım bulunmamaktadır[227].

Hisse senedi piyasalarının yüksek işlem hacimli yapısının, derinliğinin doğal bir sonucu da, bu piyasalarda hile yolu ile kazanç sağlamaya çalışan yatırımcıların işlem yapmasıdır. Hile ve aldatmaca yoluyla piyasanın yönlendirilerek bu eylemleri yapan

[225] IOSCO, a.g.e., s.44.
[226] ISLA, 2019, a.g.e., s.22.
[227] Özcan, a.g.e., s.22.

yatırımcıya kazanç sağlanmasını ifade etmek için manipülasyon kavramı kullanılmaktadır.

Manipülasyon konusunun önemine rağmen literatürde manipülasyona dair ampirik alandaki çalışmalar sınırlı ve yetersizdir. Bu durumun ana nedeni ise manipülasyona neden olan işlemlerin gizli bilgi olarak nitelenmesi ve bu konuda literatür çalışması yapmak isteyen akademisyenlerin bu verilere sınırlı olarak erişebilmeleridir. Piyasaların gerek arz tarafını, gerekse talep tarafını etkileyen manipülasyonlar akademik çalışmalara konu edilmiş ve bu etkileşimin piyasaların işleyişi üzerinde bozucu etki yaptığı sonucuna ulaşılmıştır[228].

Açığa satış işlemi bazen manipülatif saiklerle yapılabilmektedir. Düzenleyici otoriteler piyasaların sıkıntılı olduğu dönemlerde açığa satış kısıtlamalarını sürekli gündeme getirip, açığa satışın fiyatları aşağı yönde baskıladığı için gerekli olduğunu savunmaktadırlar. Açığa satışı yapılan menkul kıymetin ödünç olarak alınması neticesinde piyasalar genelinde yaşanacak manipülatif hareketler ödünç işlemlerine de sirayet edebilecektir.

3.6.6.Yasal Risk

Yasal risk; yasal düzenlemeler ile ilgili eksik, yanlış bilgi ya da belge nedeniyle karşılaşılan risktir[229]. Her finansal işlem bir dereceye kadar yasal risk içerir. Menkul kıymet ödünç verme işlemleri de bu durumdan istisna değildir. Herhangi bir finansal sözleşmede olduğu gibi menkul kıymet ödünç verme işlemleriyle ilgili de yasal riskler oluşabilir.

Bir ödünç sözleşmesi çeşitli nedenlerle geçersiz veya uygulanamaz olabilir. Örneğin karşı taraf yerel yasalar kapsamında bir sözleşme düzenleme kapasitesine ve yetkisine sahip olmayabilir. Yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcıların sözleşmelerindeki hükümlerden dolayı ödünç verme işlem kapasiteleri ve yetkileri bulunmayabilir. Ödünç menkul kıymet verme düzenlemeleri, her iki tarafın daha sonraki bir tarihte yükümlülüklerini yerine getirmesi üzerine kurulu iki yönlü işlemler olduğundan, icra edilebilirlik sorunu her iki tarafta da yaşanabilir[230]. Örneğin

[228] Özcan, a.g.e., s.20 – 21.
[229] Büyükağaoğlu, a.g.e., s80.
[230] IOSCO, a.g.e., s.45.

sözleşmenin kapama anında karşı tarafın ödeme aczine düşmesi durumunda sözleşmenin bazı hükümleri uygulanamayabilir. İflas eden taraf sözleşmeden doğan yükümlülüklerini ret edebilir.

Bir takas kurumunun en önemli rolü finansal işlemin takasını sağlamaktır[231] Bazı durumlarda da yasal sistem, takas prosedürlerini ve kurallarını desteklemekte yetersiz kalabilir. Bu yetersizlik de ödünç işlemlerini yasal risklere maruz bırakabilir[232]. Bu nedenle yasal çerçeve ve menkul kıymet takas sistemleri, ilgili yargılamalarda iyi oluşturulmuş, açık ve şeffaf yasal temele sahip olmalıdır[233].

Ödünç menkul kıymet işlemin teminatlı olması da her zaman yeterli olmayabilir. Neticede bazı hukuk sistemleri ödünç alanın temerrüde düşmesi halinde, ödünç verenin teminatları nakde çevirmesine izin vermemektedir. Dolayısıyla bu durumda da teminatın bir işlevi kalmamaktadır[234]. Teminat düzenlemesi doğru kurgulanmış olsa bile, ilgili iflas kanununda alınan teminatları hızlı bir şekilde tasfiye etmesini engelleyen hükümler bulunabilir. Yerel hukuk karşı tarafın iflasından önce uygulanmamışsa teminat düzenlemeleri geçersiz kalabilir. Teminat üzerinde yeni alacaklılar çıkabilir ve teminat üzerinde hukuki olarak hak sahibi olan bu yeni alacaklılarla mevcut teminatlar bölüşülmek zorunda kalınabilir[235].

3.6.7.Uzlaşma Riski

Ödünç menkul kıymet işlemlerinde uzlaşma riski; münferit işlemlerin ödünç menkul kıymet sözleşmesinde belirtildiği şekliyle tamamlanmama veya çözülmeme riskini ifade eder[236]. İki temel uzlaşma riski vardır. Birincisi, işlemlerin yönetilememesi ve sonuçlanamaması, ikincisi ise işlemin ödeme ve teslimat aşaması arasında bir gecikme ya da tamamlanama durumudur[237]. Ayrıca uzlaşmada yaşanabilecek bir gecikme likidite risklerine yol açabilir[238].

[231] Yay ve Kara, a.g.e., s.46.
[232] Suca, a.g.e., s.23.
[233] İMKB Dergisi, 1997, C.7, S.28, s.9.
[234] Aksoy, a.g.e., s.60.
[235] IOSCO, a.g.e., s.45.
[236] IOSCO, a.g.e., s.46.
[237] Ösken, a.g.e.,s.17.
[238] IOSCO, a.g.e., s.46.

Menkul kıymet ödünç verme işlemlerinde ödünç süresi boyunca, her iki taraf içinde işlemin performansını sağlamak ve tarafların riske maruz kalmalarını en aza indirmek için ödünç vadesi boyunca çeşitli uzlaşmalar yapılır. Ödüncü alanın ve verenin 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 kalmaktadır[239].

3.6.8.Saklama Riski

Saklama, sermaye piyasası araçlarının yatırımcı veya yatırım kuruluşları hesaplarında kaydedilmesi ve bunlara bağlı haklarla ilgili işlemlerin gerçekleştirilmesinden oluşan hizmetlerdir. Saklama hizmetinin temel amacı finansal araçların güvenliğinin yatırımcılar adına sağlanmasıdır[240].

Ödünç menkul kıymet işlemlerinde saklama riski: emaneten saklama kuruluşuna teslim edilen menkul kıymetlerin acizlik, ihmal veya dolandırıcılık eylemi sonucunda eksilmesi veya zayi edilmesi riskidir. Saklama riski, menkul kıymetlerin yasal statüsü, saklama görevlisinin uyguladığı muhasebe uygulamaları ve saklama ilişkisini düzenleyen prosedürler ve yasa dâhil olmak üzere çeşitli faktörlerden etkilenir. Menkul kıymetlerin saklama kuruluşunun diğer varlıklarından ayrı bir hesapta tutulması ve saklamacının iflası durumunda bunların ayrıştırılabilir olması gerekir[241].

Menkul kıymet ödünç işlemlerinde saklama riski esas olarak teminat düzenlemelerinde ortaya çıkmaktadır.

Takas ve saklama kuruluşlarının yürütmekte oldukları faaliyetler nedeniyle maruz kaldıkları çeşitli riskler bulunmaktadır. Bu risklere karşı değişik önlemler uygulanabilmektedir. Önlemler nitelikleri açısından üç başlık altında toplanabilir. Bunlar: üyeler üzerindeki sürekli gözetim, başlangıç ve değişken oranlı teminatlar ve

[239] IOSCO, a.g.e., s.28 - 46.
[240] İbrahim Peker ve Bora Karaağaçlı, "Dünyada ve Türkiye'de Sermaye Piyasası Altyapı Kurumları", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C.7, S.13, Temmuz 2015, s.345.
[241] IOSCO, a.g.e., s.47-48.

saklama kuruluşlarının finansal kaynaklarının oluşabilecek risklere karşı yeterliliğinin teminidir[242].

3.7. Ödünç Menkul Kıymet İşlem Risklerin Yönetilmesi

Ödünç menkul kıymet işlemlerinde karşılaşılan risklerin birçoğu yönetilebilir ve düşük olasılıklı risklerdir. Ödünç menkul kıymet işlemlerinde riskleri minimize etmenin yolu; işlemlerin teminata dayandırılması ve bu teminatların günlük olarak takip edilip teminat ayarlamaları, periyodik dönemler itibariyle stres testlerinin uygulanması ve de yükümlülüklerin yasal sözleşmelerle çerçevesinin belirlenmesidir. Ayrıca takas sürecinin sonlandırılmasını garanti eden garanti fonlarının kurulması da riskin yönetimine ve minimize edilmesine yardımcı olur.

Ödünç işlem risklerini minimize etme ve yönetmede Merkezi Karşı Taraf (MKT) uygulamaları önemli bir işlev görmektedir. 2008 krizi sonrasında MKT'lerin türev araçlardaki karşı taraf risklerini minimize etmesi nedeniyle günümüzde MKT'lerin üstlendikleri roller artarak, riskleri kontrol etme bakımından oynadıkları roller oluşturulan kurallarla artırılmıştır.

MKT'ler modern risk yönetim sistemleri ve kıymet/nakit netleştirme uygulamaları vasıtasıyla alım-satım işlemlerinde karşı taraf riskini indirmektedir ve takas işleminin gerçekleşmesini garanti altına almaktadır. Bu sayede sistemdeki temerrüt riski azaltılabilmektedir[243].Çünkü MKT, alıcıya karşı satıcı, satıya karşı alıcı konumuna girerek sözleşmenin taraflarının temerrüt riskini izole eden bir sistemdir[244]. Sistemin etkin kullanımı sonucunda, hem sisteme üye olanlar açısından zaman ve para tasarrufu sağlanacak, piyasalara olan güvenin artmasını ve dolayısıyla sistemik riskin ortaya çıkması engellenebilecek, karşı taraf riskleri kontrol altına alınacaktır[245]. MKT, sistemik risklere karşı bir kale vazifesi görür[246].

Ödünç İşlemlerinin bir MKT garantörlüğü altında gerçekleştirilmesine paralel olarak, MKT üyelerinden bir veya birkaçının temerrüde düşmesi halinde doğabilecek

[242] İMKB, a.g.e.,s.6.
[243] Peker ve Karaağaçlı, a.g.e., s.346-347.
[244] Suca, a.g.e.,s.2.
[245] Erkan Eren, "Merkezi Karşı Taraf Uygulaması ve Merkezi Karşı Taraf Üyelik Sözleşmesinin Hukuki Niteliği", **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, S.5 (2), (Temmuz 2019), s.170.
[246] İMKB, a.g.e., s.39.

zararlardan üyelerin teminatlarını aşan kısmı için kullanılmak üzere bir garanti fonu kurulur.

Ödünç işlemlerinin MKT çatısı altında gerçekleşmesi durumunda; MKT üyelerden potansiyel piyasa hareketleri ve temerrüt durumlarına karşılık açık pozisyonları nispetinde teminat talep eder. MKT bu pozisyonları günlük bazda izler ve teminat tamamlama çağrılarında bulunur. Teminatların tek çatı altında etkin olarak MKT tarafından yönetilmesi ve teminata konu varlıkların likit olarak belirlenmesi nedeniyle, teminata konu varlıklara konsantrasyon limitleri ve kontroller uygulanır. Kredi risklerinin ve sermaye yeterliliği kurallarının anlık takip edilmesi, başlangıç ve sürdürme seviyelerinin prosedürlerle belirlenip izlenmesi nedeniyle MKT uygulaması ödünç menkul işlemlerinde karşılaşılan riskleri minimize etmektedir.

Herhangi MKT bulunmayan ve tezgahüstü piyasalarda gerçekleşen işlemler, tamamen taraflar arasında gerçekleşmekte ve bir tarafın yükümlülüğünü yerine getirememesi durumunu tanımlayan karşı taraf riski tamamen işlemin taraflarının üzerinde bulunmaktadır[247]. MKT uygulamasının etkin bir şekilde uygulanabilmesi için MKT'ye erişimin tüm piyasa oyuncularına açık ve aynı kurallara tabi olması gerekmektedir. MKT uygulaması ile karşı taraf kredi riski büyük ölçüde azaltılmakla birlikte nihai olarak risk MKT üzerinde toplanmaktadır[248]. MKT uygulaması ile karşı taraf riski tamamen bertaraf edilememekle birlikte, mevcut riskin daha etkin bir şekilde yönetimi sağlanarak olası kriz zamanlarında daha kolay müdahale edilebilir bir sistem tesis edilmiş olmaktadır. Bu da finansal istikrar açısından büyük önem arz etmektedir[249].

[247] Cihan Aktaş, "Hukuki Bakımdan Türkiye'de Merkezi Karşı Taraf Uygulaması", **Türkiye Sermaye Piyasalarında MKT uygulaması Sempozyumu**, İAV, İstanbul 2013, s.169.
[248] BaşakYetişen Teker, "Hukuki Bakımdan Türkiye'de Merkezi Karşı Taraf Uygulaması", **Türkiye Sermaye Piyasalarında MKT uygulaması Sempozyumu**, İAV, İstanbul 2013, s.187.
[249] a.g.e., s.190.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ÖDÜNÇ MENKUL KIYMET İŞLEMLERİ ve TAKASBANK ÖDÜNÇ PAY PİYASASI

4.1. Sermaye Piyasası Kurulu Düzenlemeleri

Türk Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda ödünç menkul kıymet işlemleri, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: V, No: 65 "S*ermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkındaki Tebliği*" ile düzenlenmiştir. Bu tebliğ 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.

Seri:V, No:65 sayılı Tebliğ'in 31 inci maddesinde sermaye piyasası aracı ödünç alma ve verme işlemi: "*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*" şeklinde tanımlanmıştır

Seri:V, No:65 sayılı Tebliğ'in 4 üncü maddesi ile verilen görev kapsamında İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) bünyesinde 28 Kasım 2005 tarihinde o zamanki ismiyle Ödünç Pay Senedi Piyasası (ÖPSP) kurulmuş olup, daha sonra bu piyasanın ismi Ödünç Pay Piyasası (ÖPP) olarak değiştirilmiştir.

ÖPP, Takasbank tarafından belirlenen tür, miktar ve dönemlerde teminat göstererek ödünce konu kıymet ödünç almak veya vermek isteyen aracı kurum ve bankalar ile bunların müşterilerinin talepleri ile tekliflerinin karşılaşmasını sağlayan, Takasbank tarafından kurulan ve işletilen piyasa olarak tanımlanmıştır[250].

SPK tarafından yürütülen piyasa gözetim faaliyetleri kapsamında Takasbank'a verilen gözetim görevine ilişkin raporlar oluşturmak amacıyla yapılan çalışmalar 2012 yılının Temmuz ayında tamamlanmış ve ÖPP işlemlerine ilişkin olarak SPK Gözetim

[250] Takasbank ÖPP Uygulama Esasları Prosedürü, 4.madde, (Çevrimiçi) https://www.takasbank.com.tr/documents/prosedurler/opp-uygulama-esaslari-proseduru_251220(1).pdf, (Erişim Tarihi: 30.12.2020).

Raporu oluşturulmaya başlanmıştır. Piyasalarda yatırımcının korunması ve güvenin artırılması amacıyla yapılan çalışmalar neticesinde, hazırlanan raporlar her ay Takasbank tarafından SPK'ya iletilmektedir[251].

4.2. Takasbank Ödünç Pay Piyasası

Türkiye piyasalarında gerçekleştirilen ödünç menkul kıymet işlemlerini organize bir piyasa olan Takasbank ÖPP'de gerçekleşen ödünç menkul kıymet işlemleri ve aracı kurumların kendi aralarında ve bünyelerinde gerçekleştirdikleri işlemler olarak iki grup altında ele alınması gerekmektedir.

Gerçekleşen işlemlerin hacim miktarı, kıymet cinsi, vadesi vs. gibi bilgilerin kamuoyuyla paylaşıldığı ve otoriteye raporlandığı organize bir piyasa olan Takasbank ÖPP hakkında bilgi sahibi olmak mümkünken, aracı kurumların kendi aralarında ve bünyelerinde gerçekleştirdikleri ödünç işlemleri hakkında bunları söylemek mümkün değildir.

ÖPP'nin 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 ödünç vermek ve vade sonunda bunları mislen geri almak isteyen Aracı Kuruluşların teklifleri ile karşılaşmasını sağlamaktır.

4.2.1. İşleyiş Esasları

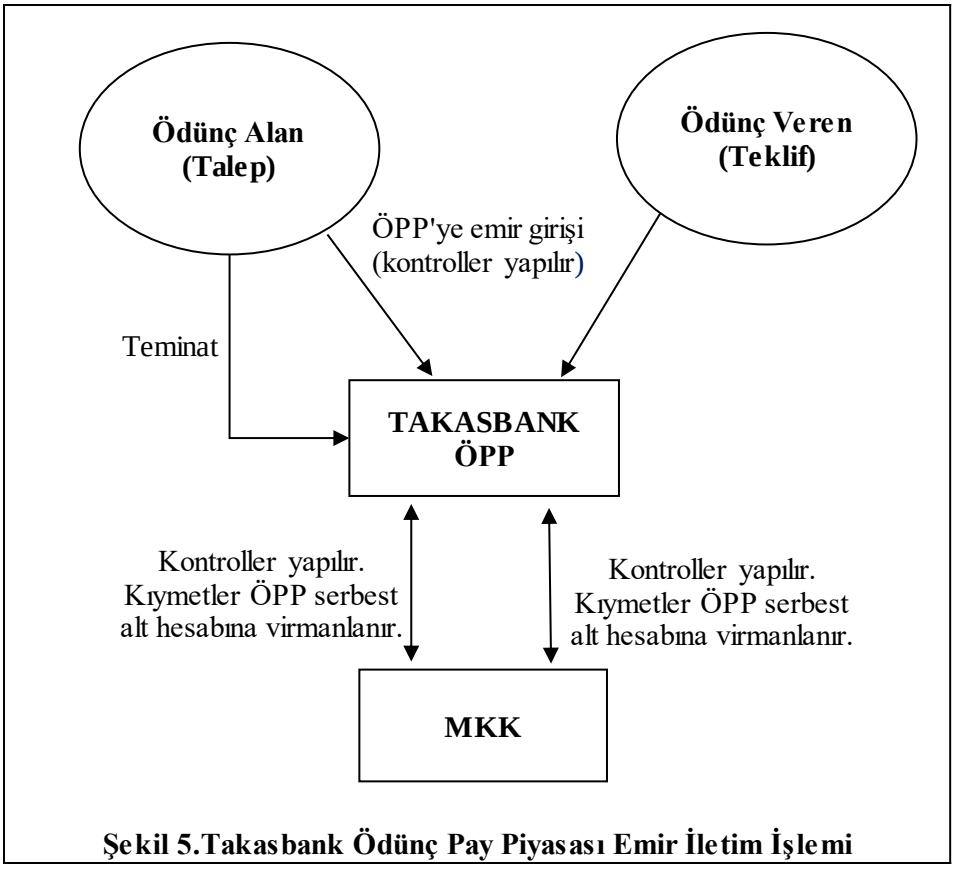
Takasbank, ÖPP'yi işleten kurum olup, piyasanın katılımcısı değildir. Takasbank ödünç alana karşı ödünç veren, ödünç verene karşı ödünç alan konumuyla açık teklif yöntemi ile Eylül 2013'ten bu yana ödünç işlemlerinin merkezi karşı tarafıdır. ÖPP'de uygulanan açık teklif yönteminin anlamı; ÖPP'de bir sözleşme oluştuğu anda Takasbank'ın ödünç alana karşı veren, ödünç verene karşı da alan konumuna geçmesidir.

[251] Takasbank Faaliyet Raporu, 2012, s.39.

Takasbank ÖPP'nin üyeleri Takasbank tarafından yetkilendirilen bankalar ve aracı kurumlardır.

Takasbank'ın açık teklif yönteminde işlemin taraflarına olan yükümlülüğü, ödünç verme ve ödünç alma emirlerinin sözleşme oluşturmasıyla başlayıp, ödünce vadesinde yükümlülüklerin nihayetlenmesi ile son bulur. Takasbank, üyeleri ve onların müşterileri arasındaki ilişkilere taraf olmayıp, üyeyi doğrudan muhatap almaktadır.

Takasbank, ödünç sözleşmesinin vadesinde sözleşmeye konu kıymetleri ödüncü verene iade edilmesinden ve iade tarihine kadar geçen sürede oluşan işlem komisyonunu ödemekle sorumludur. Ödünce konu kıymetin iadesinin mümkün olmadığı durumlarda nakit karşılığı ödüncü veren üyeye ödenir. Ödüncü alan üyenin Takasbank'a karşı sorumluluğu ise sözleşmenin vadesinde ilgili menkul kıymeti iade etmek ve sözleşmenin vade tarihine kadar geçecek sürede oluşan işlem komisyonunu ödemektir.



Şekil 5.Takasbank Ödünç Pay Piyasası Emir İletim İşlemi

Şekil 5'te ÖPP'de sisteme girilen emir iletim işleminin temel süreci gösterilmiştir.

Üyeler temsilcileri aracılığıyla Takasbank uygulamaları üzerinden emirlerini iletirler. ÖPP'de ödünç emirleri müşteri türü ve hesap bazında iletilir. Sisteme girilen emirler, tek tek sicil bazında Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) üzerinden kontrol sağlanarak iletilir. İşlem yasaklısı olan hesaplar sicil taramasına takılacağı için emir iletemezler. ÖPP'de ödünç vermek ve almak isteyen müşteri bilgileri MKK üzerinden doğrulanır. Ödünç sözleşmesinin oluşması durumunda ise gerek sözleşmenin en başındaki ödünç kıymet transferi, gerekse sözleşmenin vade sonundaki kıymet transferler işlemleri MKK ve Takasbank arasında çalışan sistem üzerinden yürütülür.

ÖPP'de ödünç verilebilmesi için, ödüncü verecek olan hesabın MKK nezdindeki Serbest Alt Hesabında ödünç verilecek kıymetin bulunması gerekmektedir. Ödünç verme emri girildiği anda, emirde belirtilen adet kadar ödünce konu kıymet müşterinin MKK'daki Serbest Alt Hesabından, ÖPP alt hesabına transfer edilir. Emrin sisteme girilmesi için bu transfer işlemi zorunludur. Ödünç alma emrinin sisteme girilmesi için ise emri sisteme ileten Takasbank üyesinin yeterli limiti ve müşterisinin ise belirlenen miktarda yeterli teminatı bulunmalıdır. Ödünç alma bir risk oluşturduğundan, ödünç alma emri sisteme girilirken ilgili hesabın Takasbank nezdinde yeterli teminatı bulunması gerekmektedir. Ödünç verende teminat şartı yoktur.

Ödünce konu kıymetin takas işlemi, ileri valörlü işlemlerde valör günü, aynı gün valörlü işlemlerde ise ödünç sözleşmesinin oluştuğu anda yapılır.

ÖPP'de işlem saatleri, 09:30 – 12:00 ve 13:30 – 16:45 olmak üzere iki seanstır. ÖPP'de yapılan işlemler belli bir vadede ve ya vadesiz olarak yapılabilmektedir.

ÖPP'de ödünç alanın ödünç verene ödediği işlem komisyonunun formülü aşağıdaki gibidir:

$$\text{İşlem Komisyonu} = \sum_{i:1}^{n:\text{vade}} \frac{\text{İşlemin Piyasa Değeri}_i * \text{İşlem Komisyon Oranı}}{36.500}$$

İleri valörlü yapılan ödünç işlemlerinde işlem komisyonunda hesaplanacak gün sayısı, valör ile vade arasında geçen gün sayısıdır.

4.2.2. Ödünç İşlemlerine Konu Olabilecek Kıymetler

ÖPP'de ödünç alma ve verme işlemine konu olabilecek kıymetler, Seri: V, No: 65 tebliğ kapsamında kredili alım ve açığa satış işlemlerine konu olan, BIST Pazarlarında işlem gören Yıldız Pazar Grup 1 ve Grup 2 ile Ana Pazar Grup 1 ve Grup 2'de yer alan paylar ve BYF katılma belgeleridir.

SPK ve BIST tarafından kredili alım ve açığa satış listesinden çıkarılan BYF katılma belgeleri ve pay senetleri kredili alım ve açığa satışa konu edildikleri son işlem gününün takas süresine müteakip ödünce konu olamazlar. BIST pay piyasasında kredili alım ve açığa satış kapsamındaki tedbirleri ilişkin toplu çizelgeyi günlük olarak internet sitesinde yayımlar[252].

4.2.3. İşlem Sınırları ve İşlem Limitleri

Takasbank ÖPP'de işlem yapan üyelerine "ÖPP Limiti" tahsis eder. Üyeye tahsis edilen limit ödünç alma tarafında geçerlidir ve ödünç verme ile ilgili bir üye limiti yoktur. Ödünç almak isteyen hesaba (üye veya müşterilerinin) ait Takasbank nezdinde, Takasbank tarafından belirlenmiş limitlerle (Tablo 2) ve değerleme katsayıları (Tablo 3) ile teminat bulundurulması gerekmektedir. Üyenin aldığı ödünçlerin ve ödünç alma emirlerinin piyasa değeri toplamı üyeye tahsis edilen limiti aşamaz.

BIST pay piyasası genelinde emirlerde ve kotasyonlarda uygulanan maksimum emir değeri sınırı, payların işlem hacmi, piyasa değeri gibi likidite durumunu ifade eden göstergeler kullanılarak farklılaştırılmaktadır[253]. İlgili kural ÖPP içinde geçerlidir. BIST'te kıymet bazında uygulanan maksimum emir büyüklüğü ÖPP'de sisteme gönderilen her bir emir değerleri için de geçerlidir.

ÖPP'de ayrıca yoğunlaşma, likidite ve piyasa riskini minimize etmek için kıymet bazlı ödünç sınırlamaları da uygulanmaktadır. Ödünç işlemlerinde takip edilen kıymet

[252] BIST ve SPK'nın kredili alım ve açığa satış kapsamındaki tedbirleri günlük olarak BIST'in web sitesinde yayımlanmaktadır. (Çevrimiçi) https://www.borsaistanbul.com/files/gecici_liste_toplu_cizelge.pdf (Erişim Tarihi: 5 Ocak 2021.
[253] (Çevrimiçi) https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/493/pay-piyasasi-piyasa-isleyisi (Erişim Tarihi: 5 Ocak 2021).

bazlı üç tür sınırlama söz konusudur. Bu sınırlamalara göre ödünç işlemlerine konu her payın ÖPP'de;

a) Ödünç alınmış pozisyonunun toplamı, kıymetin halka açık kısmının tutar toplamının yüzde 20'sini,

b) Üye bazında ödünç alınmış pozisyonunun toplamı, kıymetin halka açık kısmının tutar toplamının yüzde 5'ini,

c) Sicil bazında tek bir sicilin ödünç alınmış pozisyonunun toplamı, kıymetin halka açık kısmının tutar toplamının yüzde 3'ünü geçemez.

4.2.4. Ödünç Verilen Kıymetten Doğan Haklar

ÖPP'de ödünç verilen paylarda, ödünç verenin hiçbir hakkını kaybetmeyeceği şekilde düzenleme yapılmıştır.

Ödünç verilen paylardan kaynaklanan mali haklar (bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı, kar payı) ödüncü veren tarafa aittir. Ödüncü veren tüm bu mali haklara kıymet elindeymişçesine sahip olmaya devam eder. Ödünç verenin payla ilgili ödünç alana tek devrettiği ise paya ilişkin yönetsel (oy hakkı) hakkıdır.

4.2.5. Teminatlandırma Sistemi

Takasbank ÖPP'de ödünç alan taraftan teminat alınır. Çünkü ödünç veren kıymeti teslim ettiği için bir risk söz konusu değilken, kıymeti ödünç alanın aldığı kıymeti vadesinde getirmeme riski bulunmaktadır. Bu nedenle ödünç payı alan yatırımcıdan aldığı risk karşılığında teminat yatırması talep edilmektedir.

ÖPP'de ödünç alan tarafın bulundurması gereken teminatın en az yüzde 30'unun TL olması gerekmektedir. Sürdürme seviyesi yüzde 110'dur. Bu seviyenin altına düşülmesi ya da TL teminatı bulundurulması gereken teminatın yüzde 30'unun altına inmesi durumunda Takasbank sistemleri üzerinden üyeye teminat tamamlama çağrısı yapılır. Takasbank bildirimi ile üye veya müşterilerinin teminatları başlangıç teminat oranına yükseltilerek tamamlanması gerekmektedir. Ödünç alma pozisyonu taşıyanlardan alınan TL cinsi nakit teminatları, Takasbank en iyi gayreti göstererek nemalandırır ve nema brüt tutarı üzerinden yüzde 5 oranında Takasbank kesintisi yapılarak ilgili hesaplara aktarılır.

Teminata verilen kıymetlerden doğan mali haklar teminatı verene ait olup, teminat ve risk kontrolü, aracı kuruluş ve müşteri bazında yapılır.

ÖPP'de işlem teminatı olarak kabul edilebilecek varlıklar aşağıda belirtilmiştir:

Tablo 2. Takasbank Ödünç Pay Piyasası'nda İşlem Teminatı Olarak Kabul Edilebilecek Varlık Limitleri

İşlem Teminatı Olarak Kabul Edilebilecek Varlıklar	**Grup Limiti**	**Alt Grup Limiti (Grup Limiti Yüzdesi Olarak)**
Nakit Türk Lirası	En Fazla % 100	-
Konvertibl Döviz(USD/EUR/GBP)	En Fazla % 70	-
Devlet İç Borçlanma Senedi	En Fazla % 70	%50 (ISIN Bazında)
T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen Euro tahvil (Eurobond)	En Fazla % 70	%50 (ISIN Bazında)
T.C. Hazinesi Varlık Kiralama A.Ş. Tarafından İhraç Edilen Kira Sertifikaları	En Fazla % 70	%25 (ISIN Bazında)
BIST 100 endeksinde bulunan pay senetleri	En Fazla % 70	%75
Hisse Senedi Şemsiye Fonu Payları	En Fazla % 50	%20
Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu Payları	En Fazla % 50	%20
Borsalarda işlem gören standartta altın	En Fazla % 25	-
İpotek teminatlı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, varlık teminatlı menkul kıymetler ve varlığa dayalı menkul kıymetler	En Fazla % 50	%40
Borsa İstanbul A.Ş. payları	En Fazla % 50	-

Kaynak: Takasbank Ödünç Pay Piyasası Uygulama Esasları Prosedürü, madde: 28.

Takasbank ÖPP'de ödünç alanların yatırmış oldukları teminatların değerlemesinde kullanılan "değerleme katsayıları" Tablo 2'de yer aldığı gibidir.

Tablo 3. Takasbank Ödünç Pay Piyasası'nda İşlem Teminatı Olarak Kabul Edilebilecek Teminatların Değerleme Katsayıları

Teminat Çeşidi	**Değerleme Katsayısı**
Türk Lirası	%100
Konvertibl Döviz (USD)	%94
Konvertibl Döviz (EUR)	%94
Konvertibl Döviz(GBP)	%93
Devlet İç Borçlanma Senetleri	0-1 Yıl %96 1-5 Yıl %91 5 yıl ve üzeri %88
T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen Euro tahvil (Eurobond-USD)	5 Yıla kadar %92 5-10 Yıl %93 10-30 Yıl %89 30 yıl ve üzeri %86
T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen Euro tahvil (Eurobond-EUR)	5 Yıla kadar %92 5-10 Yıl %91 10-30 Yıl %82 30 yıl ve üzeri %85
T.C. Hazinesi Varlık Kiralama A.Ş. Tarafından İhraç Edilen Kira Sertifikaları	0-1 Yıl %94 1-5 Yıl %89 5 Yıl ve üzeri %89
BIST 100 endeksinde bulunan pay senetleri	BIST 30 %85 BIST 100 %80
Hisse Senedi Şemsiye Fonu Payları	%89
Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu Payları	%84
Borsalarda İşlem Gören Standartta Altın	%90
İpotek teminatlı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, varlık teminatlı menkul kıymetler ve varlığa dayalı menkul kıymetler	0-1 Yıl %94 1-5 Yıl %89 5 Yıl ve üzeri %89
Borsa İstanbul A.Ş. payları	%100

Kaynak: Takasbank Ödünç Pay Piyasası Uygulama Esasları Prosedürü, madde: 31.

4.2.6. Takasbank'ın Merkezi Karşı Taraf Rolü

Merkezi takas kuruluşlarının merkezi karşı taraf rolü, tezgah üstü veya organize piyasalarda gerçekleşen işlemlerde işlemin karşı tarafına garantörlük etmesidir. Başka bir ifade ile satıcının karşısında alıcı, alıcının karşısında ise satıcı rolünün ve sorumluluğunun üstlenildiği bir takas uygulamasıdır. MKT, piyasa katılımcılarının ödeme gücünü kaybetme riskini dengelemektedir. Bu rolün yerine getirilebilmesi için MKT olan kuruluşun güçlü bir risk kontrol sistemine sahip olması ve bu sistemin de işlerliğinin sağlanması gerekmektedir. Bu sayede MKT hizmeti veren kurum sadece riski üstelenen bir kurum olmamakta aynı zamanda sermaye piyasasının en önemli risk takip ve yönetimini işleten kurumda olmaktadır.

MKT, olası risklerin yönetim üssü olmasının bir sonucu olarak ilgili piyasayı gözetim altında tutar, piyasa bilgisini toplar ve denetim otoritesine ilgili bilgileri aktarır. MKT'nin piyasada oluşan işlem riskine taraf olup yönetmesi, piyasa likiditesini artırır ve piyasalara olan güveni güçlendirir. MKT'nin yüklendiği en büyük riskler; karşı taraf riski ve likidite riskidir[254].

Organize piyasalardaki geçmişi 20. yüzyıla kadar dayanan merkezi karşı taraf uygulamaları, 2008 finansal krizinde ortaya koydukları başarıları nedeniyle tezgah üstü piyasalardan da kaynaklanan riskleri minimize etmek amacıyla teşvik edilmektedir. Bu hizmet, gerek piyasa katılımcıları tarafından kabul görmesi gerekse de finansal ve hukuki sonuçları nedeniyle düzenleyici otoriteler tarafından mecburi olarak uygulanması istenilen bir alt yapı hizmeti haline gelmiştir.

Sermaye piyasalarında MKT hizmeti vermenin yatırımcılara ve piyasalara sunduğu avantajlar;[255]

- ✓ Gerçekleşen işlemlerde karşı taraf riskinin yönetilerek minimize edilmesi,
- ✓ MKT hizmetini veren kurumun hizmet alanlara karşı işlemlerde tek yasal taraf olması,

[254] Mehmet Çağlar Manavgat, "Hukuki Bakımdan Türkiye'de Merkezi Karşı Taraf Uygulaması", **Türkiye Sermaye Piyasalarında MKT uygulaması Sempozyumu**, İAV, İstanbul 2013, s.69-70.
[255] (Çevrimiçi) https://www.takasbank.com.tr/tr/hizmetler/verilen-hizmetler/merkezi-karsi-taraf-mkt (Erişim Tarihi: 5 Ocak 2021).

- ✓ Piyasada oluşacak operasyonel riskin ve likidite kaynaklı risklerin azaltılması,
- ✓ Piyasada işlemlere taraf olanların bilgilerinin yönetilmesi,
- ✓ Finansal piyasalarda verimlilik ve piyasaya olan güven düzeyinde artış sağlamak,
- ✓ Düzenleyici ve denetleyici otoriteye bilgi akışı sağlayarak, piyasanın gözetim ve denetiminin etkinliğini sağlamak,
- ✓ İşlem ve aracılık maliyetlerini minimize etmek,
- ✓ Hizmet verilen tüm piyasaya ait riski düşürmek.

Takasbank, 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe giren 6362 sayılı SPKn 77, 78 ve 80 inci maddeleri gereği 2013 yılı eylül ayından bu tarafa kendi bünyesinde işlettiği ÖPP'de MKT konumunda bulunmaktadır.

ÖPP işlemlerinde Takasbank'ın MKT olması, bu piyasada ödünç işlemlerinde karşılanabilecek tüm risklerin minimize edilmesi ve şeffaf bir piyasanın varlığı için önemli bir unsurdur.

4.3. Takasbank Ödünç Pay Piyasası İşlemlerinin Analizi

ÖPP'de gerçekleşen işlem hacimleri özellikle dünya piyasalarına kıyasla düşük bir düzeyde geçmektedir. ÖPP'de işlem yapan aracı kurumlar bu piyasayı açığa satış stratejilerinden ziyade daha farklı amaçlarla kullanmaktadır. Aracı kurum temsilcilerinin ifadelerine göre, ÖPP'deki işlem tercihlerinin birinci nedenini hata ile yapılan işlemlerin takasını kapatmak için kullanmalarıdır[256].

[256] TSPAKB, a.g.e, s.37.

4.3.1. İşlem Hacmi Analizi

Tablo 4. BIST Açığa Satış ve ÖPP İşlem Hacmi.

(milyon TL)

	2015	2016	2017	2018	2019
Pay Senedi Açığa Satışı	177,641	169,953	184,249	184,835	142,493
Borsa Yatırım Fonu Açığa Satışı	57	88	8	19	7
Toplam Açığa Satış İşlem Hacmi	**177,698**	**170,041**	**184,257**	**184,854**	**142,500**
Açığa Satış İşlem Miktarı	29,318	33,866	41,864	38,604	35,998
Açığa Satış İşlem Hacmi / BIST İşlem Hacmi	17.3%	16.8%	12.6%	9.3%	6.3%
Takasbank ÖPP İşlem Hacmi	**5,565**	**7,423**	**12,970**	**14,225**	**22,002**
ÖPP Hacim / Açığa Satış Oranı	**3.1%**	**4.4%**	**7.0%**	**7.7%**	**15.4%**

Kaynak: BIST ve Takasbank Faaliyet Raporları.

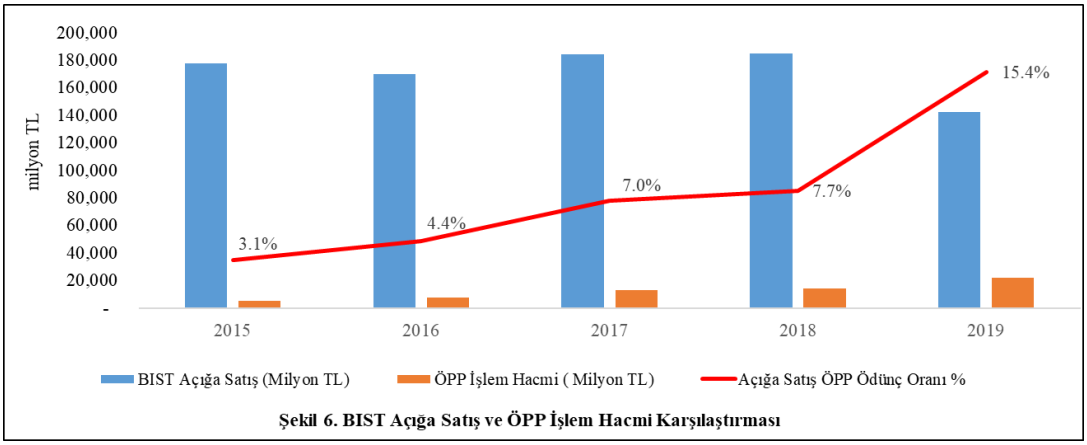
Tablo 4'de BIST'te son beş yıldır yapılan açığa satışlar ve bu açığa satışların BIST toplam pay işlem hacmiyle ve ÖPP işlem hacmiyle karşılaştırılması verilmiştir. Son beş yıldır açığa satışların BIST toplam işlem hacmine oranının gerileme trendinde olduğu ve sürekli azaldığı görülmektedir. 2019 yılında açığa satışların toplam işlem hacmine oranı son beş yılın en düşük değeri olan yüzde 6,3'e gerilemiştir. BIST'te yapılan açığa satışların toplam işlem hacmine oranının önemsiz bir seviyede olduğu görülmektedir.

Diğer taraftan çalışmanın Açığa Satış başlıklı 2. bölümünde yer alan, BYF'lerin açığa satışı bir strateji olarak kullanma durumlarının, BIST'te gerçekleşen işlemleri incelediğimizde, toplam açığa satışlar içerisinde çok düşük kaldığını görülmektedir.

Tablo 4'te dikkat çekici bir başka husus ise açığa satış işlemlerinin ödünç pay piyasası işlemlerinin çok üzerinde olduğudur. Bu durum, yatırımcıların açığa satıştan kaynaklanan açık pozisyonlarını kapatmak için ÖPP'yi çok tercih etmediğine veya açığa satış işlemlerini gün içinde geri alım yaparak kapattığına işaret etmektedir[257]. Diğer bir neden ise açığa satış karşılığında yapılan ödünç alma işlemlerinin organize bir piyasa olan ÖPP'den değil de tezgahüstü piyasalardan karşılanması olabilir. Tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemlerin takip edilmesi mevcut uygulamalar ve mevzuat kapsamında mümkün değildir. Tezgahüstü piyasalarda gerçekleşen açığa

[257] TSPB, **Türkiye Sermaye Piyasası 2019**, Yayın No:91, İstanbul, Mayıs 2020, s.29-30.

satış işlemleri "gizli açığa satış" olarak tanımlanmaktadır. Çünkü açığa satışlar piyasa tarafından takip edilememektedir[258].



Şekil 6. BIST Açığa Satış ve ÖPP İşlem Hacmi Karşılaştırması

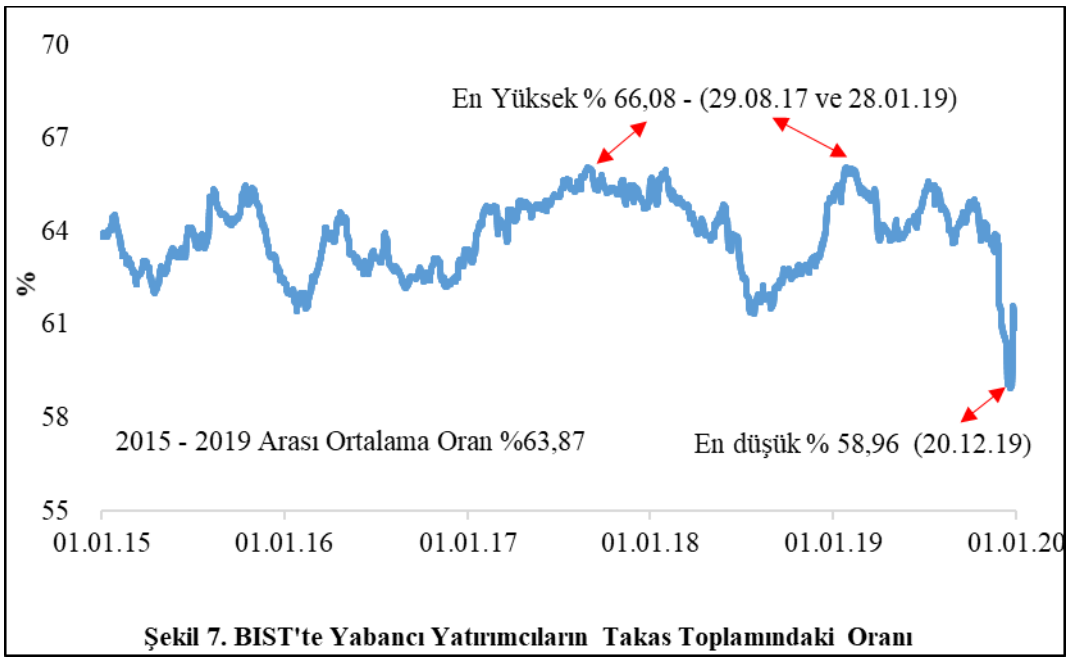
Kaynak: BIST ve Takasbank Faaliyet Raporları.

Şekil 6'da son beş yıllık dönemde BIST'te gerçekleşen açığa satış işlemleri ve ÖPP'de gerçekleşen ödünç işlemleri gösterilmektedir. Son beş yıl içinde BIST tarafında açığa satış işlemlerinde çok büyük bir dalgalanma olmamasına rağmen, ÖPP işlem hacminin istikrarlı bir şekilde arttığı görülmektedir. 2015 yılında açığa satış büyüklüğü BIST'te 178 milyar TL iken ÖPP işlem hacmi 6 milyar TL'dir. 2015 yılında ÖPP'de gerçekleşen işlemler açığa satışın yüzde 3,1'ine denk gelmektedir. 2019 yılında ise BIST'te yapılan açığa satışlar son beş yılın en düşük seviyesi olan 142,5 milyar TL'ye gerilerken, ÖPP işlem hacmi bu açığa satış rakamının yüzde 15,4'üne denk gelen rekor bir seviye ile 22 milyar TL'ye yükselmiştir. İşlem hacmi büyümesi bakımından ÖPP 2015 yılından 2019 yılına kadar olan dönemde 4 kata yakın bir büyüme yakalamıştır. Ancak başka bir açıdan baktığımızda ise ÖPP'nin yıllar itibariyle gösterdiği olumlu büyüme trendine rağmen, halen BIST'te yapılan açığa satışların sadece yüzde 15,4'ünü karşıladığı görülmektedir.

Yıllar itibariyle istisnasız görülen bu açığa satış, ödünç oranının düşüklüğünden çıkarılacak sonuç: BIST'te gerçekleşen açığa satış işlemlerinin ödünç ayağı Takasbank ÖPP dışında tezgahüstü piyasada yapılmaktadır. Bu çalışmada da ortaya konulduğu üzere gerek sektör temsilcilerince, gerekse bu konuda yapılan akademik incelemelerde de açığa satışa karşılık alınan ödünç menkul kıymet

[258] Kesici, a.g.m, s.13.

işlemlerinin ÖPP yerine tezgahüstü piyasadan temin edildiği dile getirilmektedir[259]. Yapılan ampirik çalışmalar neticesinde literatüre göre, pay senedi ödünç verisi açığa satış için bir gösterge oluşturmaktadır[260]. Bu durumda elimizdeki verilerden hareketle; Türk sermaye piyasaları için böyle bir göstergenin çalıştığı söylenemeyecektir.



Şekil 7. BIST'te Yabancı Yatırımcıların Takas Toplamındaki Oranı

Kaynak: Foreks Veri Dağıtım Platformundan Alınan Verilerden Düzenlenmiştir.

Gerek açığa satış verisinin, gerekse ödünç pay piyasasında gerçekleşen işlemlerin literatüre göre sağlıklı gösterge üretememelerinin en önemli nedenlerinden biri de yerli ve yabancı yatırımcıların sahip oldukları hisselerin dağılımıdır. Şekil 7'de 2015 – 2019 yılları arasında BIST'te sahip olunan pay senetlerinin yabancı yatırımcılara ait saklama bakiyeleri gösterilmektedir. Söz konusu beş yıl boyunca en düşük yabancı yatırımcı saklama bakiye oranı yüzde 58,96 ile Aralık 2019'da, en yüksek yabancı yatırımcı saklama bakiye oranı ise Ağustos 2017 ve Ocak 2019 yıllarında yüzde 66,08'dir. İncelenen beş yıl boyunca yabancı yatırımcı saklama bakiye oranının ortalaması ise yüzde 63,87'dir.

BIST'te yabancı payının yüksek olmasının bir neticesi olarak, bilinçli ve kurumsal hareket eden yabancı yatırımcıların yurt dışı ve yurt içi tezgahüstü

[259] Bris, Goetzmann ve Zhu, a.g.e. s.1040.
[260] Aksoy, Uysal ve Karatepe, a.g.m., s.216.

piyasalarda yapmış oldukları açığa satış ve ödünç işlemleri takip edilememektedir. Bu ise ilgili sermaye piyasası otoriteleri ve analistler tarafından takip edilen açığa satış ve ödünç verilerinin literatüre göre sağlıklı gösterge üretmelerini engellemektedir. İlgili otoritelerin açığa satış ve ödünç işlemlerini tezgaüstü piyasadan organize piyasaya kaydıracak önlemleri almasıyla, piyasada gerçekleşen açığa satış ve ödünç verileri anlamlı hale gelebilir.

4.3.2. İşlemlerin Kıymet Grubu Bazında Analizi

Tablo 5. Takasbank ÖPP'de Gerçekleşen İşlemlerin Kıymet Grubu.

Yıl	BIST-100 dışı	BIST-100-30	BIST-30	BYF	Genel Toplam
2015	146,175,294	633,406,348	4,783,836,288	1,192,269	5,564,610,199
2016	310,250,115	1,496,987,234	5,614,671,043	1,132,448	7,423,040,840
2017	937,736,038	2,111,836,201	9,920,070,103	-	12,969,642,341
2018	528,522,407	1,410,626,371	8,002,270,651	268,385	9,941,687,814
2019	704,069,702	2,060,504,101	12,508,046,791	1,999,777	15,274,620,371

Yıl	BIST-100 dışı	BIST-100-30	BIST-30	BYF	Genel Toplam
2015	2.63%	11.38%	85.97%	0.02%	100.00%
2016	4.18%	20.17%	75.64%	0.02%	100.00%
2017	7.23%	16.28%	76.49%	0.00%	100.00%
2018	5.32%	14.19%	80.49%	0.00%	100.00%
2019	4.61%	13.49%	81.89%	0.01%	100.00%
Ortalama %	*4.79%*	*15.10%*	***80.09%***	*0.01%*	100.00%

Kaynak: Takasbank İnternet Sitesinden Derlenmiştir. (Özel Emirler Hariçtir)

Takasbank ÖPP'de gerçekleşen işlemleri kıymet grubu bazında incelediğimizde; BIST'te işlem gören paylardan hem işlem hacmi, hem de piyasa değeri en yüksek 30 şirketin pay senetlerinin yer aldığı BIST – 30 endeksinin çok büyük bir ağırlıkta olduğu görülmektedir. Takasbank internet sitesinden 2015 – 2019 yılları arasında gerçekleşmiş ÖPP verileri derlenmiş ve ilgili beş yıllık dönemde BIST – 30 endeksinde yer alan payların toplam ÖPP işlem hacminin ortalama olarak yüzde 80'nini oluşturduğu saptanmıştır. İlgili dönemde BIST – 100 dışında kalan paylar toplam ÖPP işlem hacminin ortalama yüzde 4,79'unu oluşturmaktadır. Tablo 5'e göre ÖPP'de işlemlerin daha likit paylarda yoğunlaştığı görülmektedir. ÖPP'de

gerçekleşen "özel emirler"[261] kamuya açıklanmadığı için özel emirler dâhil edilememiştir.

4.3.3. İşlemlerin Vade Bazında Analizi

Tablo 6. Takasbank ÖPP'de Gerçekleşen İşlemlerin Vade Kırılımı.

Yıl	1 - 3 Gün	3 - 8 Gün	8 - 15 Gün	15 - 31 Gün	31 - 63 Gün	Vadesiz	Genel Toplam
2015	78.90%	19.82%	0.20%	0.32%	0.18%	0.58%	100%
2016	80.65%	17.70%	0.37%	0.57%	0.48%	0.23%	100%
2017	76.42%	22.92%	0.19%	0.02%	0.01%	0.44%	100%
2018	83.96%	15.72%	0.14%	0.08%	0.01%	0.09%	100%
2019	86.68%	13.26%	0.03%	0.00%	0.02%	0.01%	100%
Ortalama %	***81.32%***	***17.88%***	***0.18%***	***0.20%***	***0.14%***	***0.27%***	100%

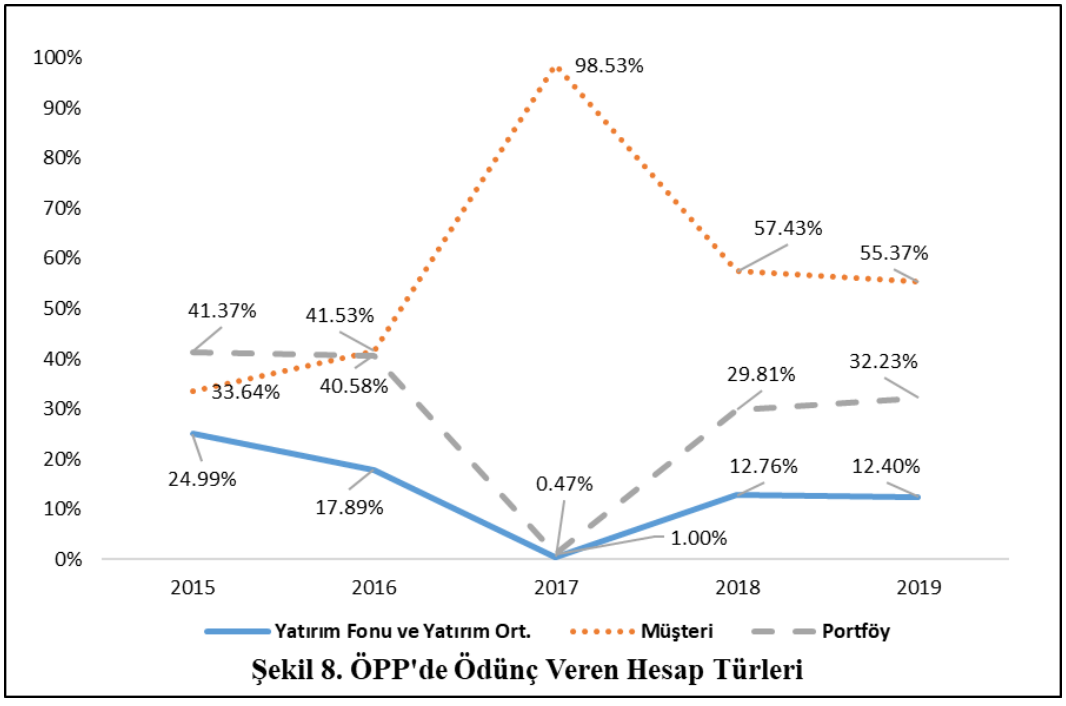
Kaynak: Takasbank İnternet Sitesinden Derlenmiştir. (Özel Emirler Hariçtir)

Takasbank ÖPP'de gerçekleşen işlemleri vade bazında incelediğimizde; işlemlerin O/N olarak da ifade edebileceğimiz 1 ile 3 günlük vadede (haftanın son işlem gününde O/N olarak gerçekleşen işlemler araya hafta sonu girmesi nedeniyle gün sayısı 3 gün olarak hesap edilmektedir) oldukça yüksek bir oranda gerçekleştiği görülmektedir. Takasbank internet sitesinden 2015 – 2019 yılları arasında gerçekleşmiş ÖPP verileri derlenmiş ve ilgili beş yıllık dönemde 1 ile 3 günlük vadeli işlemlerin toplamının ÖPP'de gerçekleşen toplam işlem hacminin (ÖPP'de gerçekleşen özel emirler kamuya açıklanmadığı için özel emirler dâhil edilememiştir) ortalama olarak yüzde 81'inin üzerinde olduğu görülmüştür. ÖPP'de işlemlerin çok büyük bir çoğunluğunun O/N vadeli işlemlerde gerçekleşmesi nedeniyle ÖPP beklenen fonksiyonel etkiyi yakalayamamaktadır. Bu etkinin yakalanabilmesi için düzenleyici kurumların Türk sermaye piyasalarında tezgahüstünde gerçekleşen ödünç menkul kıymet işlemlerine yönelik ayrıntılı düzenlemelere gitmesi gerekmektedir. Yapılacak bu düzenlemeler MKT olarak işlemlere garantör olan ÖPP'nin etkisini artıracaktır.

[261] Özel Emir: Ödünç alan ve ödünç veren taraflar önce kendi aralarında ödünce konu kıymet, ödünç vadesi, ödüncün komisyonu gibi ödünç emrinin unsurları üzerinde mutabık kalıp işlemi ÖPP'nin limit ve teminat sınırlamaları içerisinde kalmak şartıyla işlemlerini ÖPP'den geçirebildikleri emir türüdür. Özel emir detayları toplam işlem hacmi dışında Takasabank tarafından kamuoyuna açıklanmaz.

4.3.4. Ödünç Veren- Ödünç Alan Analizi

Çalışmanın önceki bölümlerinde değindiğimiz üzere; dünya uygulamalarında ödünç verenlerin büyük bir kısmı genellikle emeklilik ve yatırım fonları, endeks fonları ve sigorta şirketleri gibi menkul kıymetleri ellerinde uzunca bir süre tutan kurumsal yatırımcılardır. Küresel olarak ödünç verilebilir varlıkların yarısına yakın bir kısmı yüzde 48 ile yatırım fonlarına aitken, yüzde 19'luk bir kısmı da emeklilik fonlarına/şirketlerine aittir. Ancak Türk sermaye piyasalarında kurumsal hisse yatırımcılarının ödünç verme mekanizmasının kullanmadığını söyleyebiliriz.

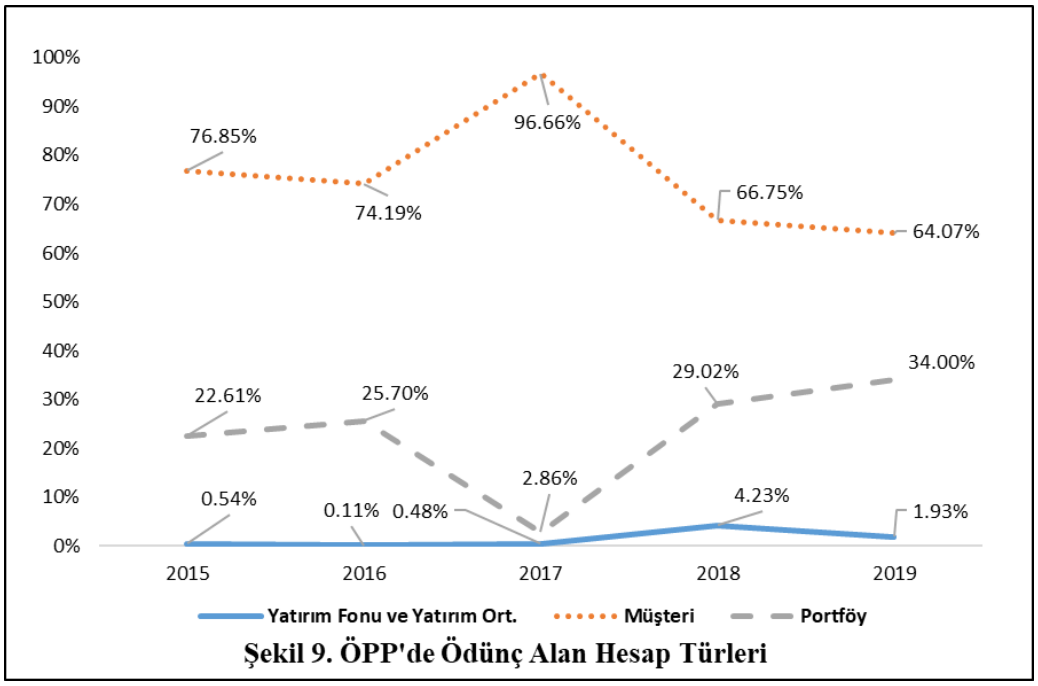


Şekil 8. ÖPP'de Ödünç Veren Hesap Türleri

Kaynak: Takasbank 2015 - 2019 Yılları Faaliyet Raporları

Şekil 8'de 2015 – 2019 yılları arasında Takasbank ÖPP'de gerçekleşen ödünç işlemlerini ödünç verenler açısından incelediğimizde, kurumsal yatırımcıların ÖPP'de ödünç verme tarafında oldukça sınırlı işlem yaptığını görmekteyiz. İncelenen beş yıllık süre boyunca yatırım fonu ve yatırım ortaklıklarının ödünç verme işlemlerinde en az ödünç veren hesap türü olduğu görülmektedir. İlgili dönemde müşteri bazlı hesaplar ödünç verme işlemlerinin büyük kısmını gerçekleştirmişlerdir. Beş yıllık ödünç veren hesap türünü ortalama olarak ele aldığımızda; yüzde 57,30 ile aracı kurumların müşteri hesapları, yüzde 29 ile aracı kurumların portföyleri adına yapılan işlemler ve yüzde

13,7 ile yatırım fonu ve yatırım ortaklıkları adına yapılan ödünç verme işlemleri gerçekleşmiştir.



Şekil 9. ÖPP'de Ödünç Alan Hesap Türleri

Kaynak: Takasbank 2015 - 2019 Yılları Faaliyet Raporları

Şekil 9'da 2015 – 2019 yılları arasında Takasbank ÖPP'de gerçekleşen ödünç işlemlerini ödünç alanlar açısından incelediğimizde ise kurumsal yatırımcıların ödünç verme işlemlerinde de oldukça düşük kaldığını görmekteyiz. Kurumsal yatırımcılar son beş yıl içinde ÖPP'de gerçekleşen ödünç alma işlemlerinde oldukça düşük bir paya sahipken, tıpkı ödünç verme işlemlerinde olduğu gibi ödünç alma işlemlerinin de büyük bir çoğunluğu müşteri hesaplarına aittir.

Beş yıllık ödünç alma hesap türünü ortalama olarak ele aldığımızda; yüzde 75,70 ile aracı kurumların müşteri hesapları, yüzde 22.84 ile aracı kurumların portföyleri adına yapılan işlemler ve yüzde 1,46 ile yatırım fonu ve yatırım ortaklıkları adına yapılan ödünç verme işlemleri gerçekleşmiştir.

SONUÇ

Normal şartlarda sermaye piyasalarında yatırım stratejisi düşükten al yüksekten sattır. Bundaki temel amaç gelecek bir zamanda beklenen fiyat yükselişinden kar elde etmektir. Ancak fiyatların düşüşünde de kazanç sağlamak mümkün olmaktadır. Portföyünde olmasa da gelecek bir zamanda fiyatının düşmesi beklenen menkul kıymeti borç alarak önceden satışla da kazanç elde edilebilir. Açığa satışlar temelde bu amaçla yapılmaktadır.

Literatüre göre yatırımcının satış anında sahip olmadığı bir menkul kıymeti satması anlamına gelen açığa satış uzunca bir süredir finansal piyasalarda alternatif bir yatırım stratejisi olarak kullanılmakla birlikte, piyasalara olan faydası ve zararı üzerindeki tartışmalar devam etmektedir. Literatürde ve uluslararası finansal piyasalarda birçok açığa satış tanımı yapılmaktadır. Ancak üzerinde uzlaşmaya varılmış tek bir açığa satış tanımı bulunmamaktadır. Açığa satışa dair ortak tanımlama ise; menkul kıymetin satış emrinin verildiği anda, o menkul kıymetin yatırımcının hesabında bulunmaması olarak kabul edilmektedir.

Özellikle finansal kriz dönemlerinde piyasaları aşağı yönde baskılayan ve değer kayıplarına neden olan en önemli etken olarak açığa satış görülmektedir. Açığa satış yapan yatırımcıların bu stratejisi her zaman eleştirilmiştir. Ancak piyasalara likidite ve farklı yatırım stratejileri sunmasıyla fayda ve etkin piyasa oluşturduğunu savunanlar da bulunmaktadır. Düzenleyiciler ve yatırımcılar arasındaki bu tartışma halen devam etmektedir. Bu tartışmada, sentez bir görüş olarak; piyasalar için gerekli ancak kontrol altına alınması gerektiği görüşü geniş bir şekilde kabul görüp hâlihazırda uygulanmaktadır. Ancak piyasaların yoğun olarak satış baskısına maruz kaldığı dönemlerde kısıtlamalar ve yasaklamalar devam etmektedir. Düzenleyici otoriteler, piyasalar stres altındayken piyasadaki oynaklığı azaltmak ve varlık fiyatlarında daha fazla düşüş olmasını önlemek için genellikle açığa satış yasaklarının gerekli olduğunu ifade etmektedirler.

Çıplak açığa satış olarak tanımlanan ve satışa konu menkul kıymet ödünç alınmadan veya ödünç alınacağı karşı tarafa garanti edilmeden yapılan satım işlemleri piyasalar üzerinde bozucu etki yapmaktadır. Karşılığı olmayan açığa satış işlemlerinde satış anında menkul kıymet bulunmadığı için suni olarak artırılan menkul kıymet arzının fiyat dengesi üzerinde olumsuz bir etkisi olabileceğinden bu tür işlemler otoriteler tarafından daha riskli olarak kabul edilir.

Açığa satış piyasaları olumlu ve olumsuz etkilere maruz bırakabilir. Olumlu olarak; likidite sağlama, aşırı fiyat dalgalanmalarını önleme ve olumsuz bilgilerin fiyata dâhil edilmesiyle fiyat etkinliğine yardımcı olmasıdır. Olumsuz etkileri ise arz tarafında suni bir artış yaparak satış baskına neden olması ve piyasa dengesini bozması, fiyatların düşüşünü hızlandırması ve manipülatif hareketlere destek vermesidir.

Akademik literatür açığa satışı birkaç farklı adımla incelemiştir. Uzun vadeli alımlar ve açığa satışlar genellikle simetrik işlemler olarak düşünülür. Ancak açığa satışlar diğer işlemlerden farklı bir durumdur. Özellikle açığa satışın iki yönü büyük ilgi görmektedir. İlki, açığa satışçılar hisse piyasasındaki düşüşten kar elde ederler ve bu nedenle piyasalarda alışılmadık bir rol oynarlar. İkincisi, açığa satışçılar hisse ödüncü almak durumundadır, bu da bu işlemlere kurumsal karmaşıklık eklemektedir.

Ampirik olarak açığa satışın varlık fiyatları üzerindeki teorik etkisi belirsizken, açığa satış kısıtlamalarının varlık fiyatları üzerindeki etkisi de karışıktır. Bu büyük ölçüde arz ve talep etkilerinin ayrı ayrı belirlenmesindeki zorluktan kaynaklanmaktadır. Açığa satış yasaklarının piyasalar üzerinde etkili olduğunu gösteren bazı ampirik kanıtlar olsa da, bu kanıtlarda elde edilen sonuçlar yasakların fiyat düşüşlerini azaltmada sınırlı etkisi olduğunu göstermektedir. Bu çalışmalarda göze çarpan başka bir husus ise, açığa satışların genel piyasa kalitesi üzerinde istenmeyen olumsuz yan etkilere neden olduğudur. Açığa satış kısıtlamalarının likiditeyi azaltıcı rol oynadığı da neredeyse tüm ampirik çalışmaların ortak noktasıdır. Diğer taraftan literatürün genel kabulüne göre, açığa satış yapan yatırımcılar daha uzman ve bilinçli yatırımcılardır.

Yoğun olarak açığa satışa maruz kalan hissenin spot fiyatında gerileme, ödünç alma fiyatında ise yükselme yaşanacaktır. Çünkü açığa satışı yapan yatırımcılar bu

hisse senedini ödünç piyasasından ödünç alacaklar ve ödünç alma talebi yükseldikçe hissenin ödünç komisyon oranları da yükselecektir.

Açığa satış işlemleriyle ödünç menkul kıymet işlemleri birbiriyle bağlantılıdır. Yatırımcının elinde açığa satışı yapılacak ilgili menkul kıymet bulunmamakta veya elinde olmasına rağmen satmak istememektedir. Yatırımcı eğer açığa satış işlemini yapmak istiyorsa her iki durumda da söz konusu menkul kıymeti ödünç almak durumundadır.

Hisse senedi piyasalarında yapılan açığa satış işlemlerinin bir nevi tamamlayıcısı olan ödünç menkul kıymet işlemleri, doğrudan açığa satış işlemlerinden etkilenmektedir. Yatırım enstrümanlarının her geçen gün çeşitlendiği günümüz modern sermaye piyasalarında menkul kıymetler nadiren atıl kalmaktadır. Bu menkuller finansal işlemlerde teminat olarak kullanılır ya da menkulü borç almak isteyen taraflara kısa vadeli finansman sağlamak için ödünç verilir. Verilen bu ödünç işleminden alınan komisyonlar genelde minimal düzeydedir. Ancak kurumsal yatırımcılar bu işlemleri büyük ölçekli yaptıkları için alınacak ödünç komisyonları kurumsal yatırımcılar için ihmal edilemez bir miktardır ve alternatif bir gelir kaynağı olarak önemlidir. Küresel anlamda en büyük ödünç menkul verenler kurumsal yatırımcılardır.

Küresel ölçekte ödünç verenlerin büyük bir kısmı genellikle emeklilik ve yatırım fonları, endeks fonları ve sigorta şirketleri gibi menkul kıymetleri ellerinde uzunca bir süre tutan kurumsal yatırımcılardır. Ödünç verme nedenlerinin başında ise zaten uzunca bir süre portföylerinde tuttukları bu menkul kıymetlerden ek bir gelir kalemi oluşturabilmektir.

Ödünç menkul kıymet işlemlerinde karşılaşan temel risklerin çoğu yönetilebilir ve düşük olasılıklı risklerdir. Risk yönetiminde stres testi oldukça önemli olmakla beraber, ödünç işlemlerinde merkezi karşı taraf garantörlüğü de birçok riskin minimize edilmesini sağlar.

Türkiye piyasalarında yapılan açığa satışların toplam işlem hacmine oranı gelişmiş ülke piyasalarının oldukça altında kalmaktadır.

Açığa satış ve ödünç işlem verileri düzenleyici otoriteler açısından denetim, gözetim ve piyasanın genel gidişatını izlemek amacıyla büyük bir öneme sahiptir. Bu nedenle de dünya genelinde düzenleyici ve denetleyici otoriteler bu verileri yakından takip ederken, piyasaların daha şeffaf olması yönünde düzenlemeler yapmaktadırlar.

Türkiye piyasalarında yapılan ödünç işlemlerini iki başlık altında ele almak gerekmektedir.

Birincisi organize ve merkezi karşı taraf hizmeti veren bir piyasa olan ÖPP'dir. Bu piyasada gerçekleşen işlemlerin hacim miktarı, kıymet cinsi, vadesi vs. gibi bilgiler kamuoyuyla paylaşılır ve düzenleyici kuruma raporlanır.

İkincisi ise aracı kurumların kendi aralarında ve bünyelerinde tezgahüstü olarak gerçekleştirdikleri işlemlerdir. Türkiye'de tezgahüstü piyasalarla ilgili yeterli düzenleme bulunmadığı ve bu piyasada gerçekleşen işlem bilgilerine ulaşmak mümkün olmadığı için gerek yatırımcılar gerekse düzenleyiciler bu pazarın büyüklüğü hakkında bilgi sahibi olamamaktadır. Türkiye'de ödünç piyasalarının gelişebilmesi için tezgahüstü işlemlere dair düzenlemeler yapılmalıdır. Tezgahüstü piyasalarda gerçekleşen açığa satış işlemleri "gizli açığa satış" olarak tanımlanmaktadır. Çünkü açığa satışlar piyasa tarafından takip edilememektedir. Bu durumda da takip edilemeyen bu ödünç işlemleri de "gizli ödünç" olarak tanımlanabilir.

ÖPP'de işlem yapan aracı kurumlar bu piyasayı açığa satış stratejilerinden ziyade takas borcu kapama gibi daha farklı amaçlarla kullanmaktadır. ÖPP'nin yıllar itibariyle gösterdiği olumlu büyüme trendine rağmen, halen Türkiye piyasalarında yapılan açığa satışların sadece yüzde 15,4'ünün bu piyasadan alınan ödünçle karşılandığı görülmektedir. Bunun nedeni ise BIST'te gerçekleşen açığa satış işlemlerinin ödünç ayağı ÖPP dışında tezgahüstü piyasada yapılmaktadır. Literatürde ampirik çalışmalardan çıkan sonuca göre, pay senedi ödünç verisi açığa satış için bir gösterge oluşturmaktadır. Elde ettiğimiz bu veriden hareketle; Türkiye sermaye piyasaları için böyle bir göstergenin oluşmadığını söyleyebiliriz. Diğer taraftan gelişmiş piyasalarda BYF'ler yoğun olarak açığa satış mekanizmalarını kullanırken, BIST'te BYF'lerin açığa satış işlemleri yok denecek kadar azdır.

Gelişmiş piyasa örneklerinin aksine, kurumsal yatırımcılar ÖPP'de oldukça sınırlı işlem yapmaktadır. Yapılacak düzenlemelerle özellikle hisse stoğu yüksek olan yatırım ve emeklilik fonlarının elinde bulunan hisseler ÖPP'de ödünç veren tarafında yer almalı ve tezgahüstü ödünç işlemleri ÖPP'ye kaydırılmalıdır.

KAYNAKÇA

ADIGÜZEL, Muhittin. **Ekonomik, Kültürel ve Politik Küreselleşme ve Sonuçları**. Ankara. Nobel Akademik Yayıncılık. 2011.

ADIGÜZEL, Muhittin. **Küresel Rekabet Ortamı**. Ankara. Nobel Akademik Yayıncılık. 2011.

AGGARWAL, Reena, SAFFİ, Pedro A. C. ve STURGESS, Jason. "The Role of Institutional Investors in Voting: Evidence from the Securities LendingMarket". **The Journal of Finance**. C.70. S.5. Ekim 2015.

AKSOY, Mine, KURUN, Engin. "Hisse Senetlerinde Açığa Satış İşleminin Alternatifi Olarak Opsiyon Sözleşmelerinin Kullanımı ve Türk Sermaye Piyasası İçin Öneriler". Maliye Finans Yazıları. C.26. S.94. Ocak 2012.

AKSOY, Mine, UYSAL, Özgür ve KARATEPE, Selin. "Hisse Senedi Ödünç İşlemleri ve Takasbank Ödünç Pay Piyasası: Hisse Senedi Ödünç Komisyon Oranları ve Açığa Satış İlişkisi". **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**. C.61. 2011.

AKSOY, Mine. "Açığa Satış, Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri, Türkiye ve Dünya Uygulamalarının Karşılaştırılması". (Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul 2008.

AKTAŞ, Cihan. "Hukuki Bakımdan Türkiye'de Merkezi Karşı Taraf Uygulaması", **Türkiye Sermaye Piyasalarında MKT uygulaması Sempozyumu**, İAV, İstanbul 2013, ss.167-184.

ALKAN, Levent. **Küresel Sistemik Krizin Anatomisi**. 1.b. İstanbul. Scala Yayıncılık. 2009.

ALTAŞ, Gökben. "Açığa Satış". **TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi**. S.101. 2011.

ANGEL, James J, MCCABE, Douglas M. “The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling”. **Journal of Business Ethics**. C.85. Ek:1. 2009.

ANGEL, James J, CHRİSTOPHE, Stephen E. ve FERRİ Michael G. “A Close Look at Short Selling on Nasdaq”. **Financial Analysts Journal**. C.59. No.6. 2003.

ATAKISI, Ahmet, DEMİREL, Engin ve SÖNMEZLER Gökhan, “Adam Smith’in Ekonomik Kriz Görüşü: South Sea Balonu”. **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**. C.12. S.2. Aralık 2010.

AYDIN, Nurhan. **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**. Eskişehir. Anadolu Üniversitesi Yayınları. No:2511. 2012.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), “10 Soruda Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı (Basel II)”, BDDK Araştırma Dairesi, 2005,Ocak.

BATTALİO, Robert, MEHRAN, Hamid ve SCHULTZ, Paul. “Market Declines: What Is Accomplished by Banning Short-Selling?”. Federal Reserve Bank Of New York. **Current Issues In Economics and Finance**. C.18. S.5. 2012.

BEKGÖZ, Sezai. “Açığa Satış ve Kredili Menkul Kıymet İşlemleri”. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Istanbul Üniversitesi SBE. 1994).

BIGGS, Barton. **Hedge Cambazları**. 1.b. İstanbul: Scala Yayıncılık. 2008.

BİRDAL, Murat. **Bir Krizin Anatomisi**. 1.b. İstanbul: Ginko Kitap. 2018.

BOEHMER, Ekkehart, JONES, Charles M. ve ZHANG Xaoyan. “Which Shorts Are Informed?”. **The Journal of Finance**. Nisan 2008. C.63. No.2.

BOLTON, Thomas J., SMART, Scott B. ve ZUTTER, Çad J. “Worldwide short selling regulations and IPO underpricing”. **Journal of Corporate Finance**. C.62. Haziran 2020.

Borsa İstanbul Magazine Dergisi. S.4. 2015.

BRIS, Arturo, William N. GOETZMANN ve ZHU Ning. “Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World”. **Journal of Finance** 62 (3). 2007.

BÜYÜKAĞAOĞLU, Ş. Işıl. "Ticari Bankalarda Fon Yönetimi ve Fon Yönetiminde Karşılaşılan Finansal Riskler", (Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Programı Yayınlanmamış Doktora Tezi), İzmir, 2011.

CANBAŞ, Serpil ve DOĞUKANLI, Hatice. **Finansal Pazarlar**. Adana. Karahan Kitabevi. 2012.

CEYLAN, Ali, KORKMAZ, Turhan. **Finansal Teknikler**. Yenilenmiş 7.b. Bursa: Ekin Yayınevi. 2010.

CHAMBERS, Nurgül. "Hedge Fonlar". **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**. Haziran 2008. C.1. S.1.

CİVAN, Mehmet. **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**. Bursa. Ekin Yayınevi. 2010.

ÇAKIN, Tuğba. "Impacts Of Short Selling Restrictions On Stocks Traded At Borsa İstanbul". Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü. Yüksek Lisans Tezi. Ankara 2014.

ÇITAK, Serdar. **A.B.D. Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar.** Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları. Ankara. 1998.

ÇOSKUN, Yener. "Kredili İşlemler ve Küresel Kriz Açısından İMKB'de Açığa Satış İşlemleri". **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi**. C.47. S.547. 2010.

DEĞERTEKİN, Efsun Ayça. "Merkezi Karşı Taraf". **TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi.** S.101. 2011.

DİAMOND, Douglas W., VERRECCHİA, Robert E. "Constraints on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information". **Journal of Financial Economics**. C.18. S.2. 1987.

DUFFİE, Darrell, GÂRLEANU, Nicolae ve PEDERSEN. Lasse Heje, "Securities lending, shorting, and pricing", **Journal of Financial Economics**. C.66. S.2-3. 2002.

DUNHAM, Lee M, JORGENSEN, Randy ve WASHER, Ken. "Securities Lending Activities in Mutual Funds and ETFs: Ethical Considerations". **Journal of Business Ethics.** C.139. No.1. Kasım 2016.

DUONG, Truong X., HUSZÁR, Zsuzsa R., TAN, Ruth S. K., ve ZHANG, Weina. "The Information Value of Stock Lending Fees: Are Lenders Price Takers?". Şubat 2019. SSRN veri tabanı, (Erişim Tarihi: 28 Aralık 2020) https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2882493

EĞİLMEZ, Mahfi, KUMCU Ercan. **Ekonomi Politikası.** İstanbul. Remzi Kitabevi. 11.Basım. 2007.

EKEN, Tayfur. "Açığa Satış Kısıtlamaları ve Piyasa Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma" (1 Mart 2013). SSRN veri tabanı. (Erişim Tarihi: 27 Mart 2020).

EKEN, Tayfur. "Küresel Finansal Krizden sonra Açığa Satış Düzenlemeleri ve İMKB Üzerine Bir Çalışma". Sermaye Piyasası Kurulu. Yeterlilik Etüdü. Mart 2013. İstanbul.

EKİNCİ, Nazım Kadri. **Basic Economics**. İstanbul. Literatür Yayınları. No:68. 2001.

ELİTAŞ, Cemal ve İLARSLAN, Kenan. "Açığa Satış ve Muhasebeleştirilmesi". **Muhasebe ve Finansman Dergisi**. S.43. (Temmuz 2009).

EREN, Erkan. "Merkezi Karşı Taraf Uygulaması ve Merkezi Karşı Taraf Üyelik Sözleşmesinin Hukuki Niteliği", **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, S.5 (2), Temmuz 2019, ss.170-191.s

ESRB European Systemic Risk Board. Working Paper Series. "Short-Selling Bans and Bank Stability". No:64. Ocak 2018.

European Central Bank (ECB), "Recommendations For Securities Settlement Systems and Recommendations For Central Counterparties In The European Union" 2009, Mayıs.

FABOZZİ, Frank J, MANN, Steven V. **Securities Finance: Securities Lending and Repurchase Agreements**. ABD. John Wiley & Sons Inc. 2005.

FAULKNER, Mark C. **An Introduction to Securities Lending**. Avustralya. Mallesons Stephen Jaques. 2005.

Financial Times https://www.ft.com/content/f59fdd00-93b0-11dd-9a63-0000779fd18c (Erişim Tarihi 02.01.2021)

Foreks Veri Dağıtım Platformu

GALBRAITH, John K. **Büyük Kriz 1929**. 2.b,İstanbul, Pegasus Yayınları, 2013

GREGORİOU, Greg. Handbook of Short Selling, USA, Elsevier Inc, 2012

GRUENEWALD, Seraina N, WAGNER, Alexander F, ve WEBER, Rolf H. "Emergency Short Selling Restrictions in the Course of the Financial Crisis" (22 Haziran, 2010). SSRN veri tabanı. (Erişim Tarihi: 21 Aralık 2020) https://ssrn.com/abstract=1441236

GÜNDOĞDU, Aysel. **Finansal Yönetim**. Ankara. Seçkin Yayıncılık. 2.Baskı. 2018.

IOSCO. Securities Lending Transactions: Market Development and Implications. Temmuz. 1999.

ISLA. The Institutional Investor Guide to Securities Lending. Eylül 2019.

ISLA. The Institutional Investor Guide to Securities Lending. Şubat 2021.

ISLA. The Regulator & Policy Maker Guide to Securities Lending. Eylül 2019.

İMKB Dergisi. C.7, S.28, 1997.

İstanbul Altın Borsası Yayınları. No.15. **Para Piyasası Enstrümanları.** 2002.

KAPLAN, Steven N., MOSKOWITZ, Tobıas J. ve SENSOY, Berk A., "The Effects of Stock Lending on Security Prices: An Experiment". **The Journal of Finance**. C.68. S.5. Ekim 2013.

KARABACAK, Serkan. “Açığa Satış İşlemleri”. Sermaye Piyasası Kurulu. Yeterlilik Etüdü. 2002.

KARABIYIK, Lale, ANBAR, Adem. **Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi**. Bursa. Ekin Basım Yayım. 2010.

KARAN, Mehmet Baha. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi.** 1.b. Gazi Kitabevi. Ankara 2001.

KATARİA, Rohit. “Securities Lending: A Focus on Two Risk Areas”,The Wall Street Journal, 18.07.2017, (Çevrimiçi) https://deloitte.wsj.com/riskandcompliance/2017/05/18/securities-lending-counterparty-default-and-collateral-reinvestment-risks/ (Erişim Tarihi: 25.02.2021).

KESİCİ, Emre. “Açığa Satış İşlemleri ve 2008 Finansal Krizi Sonrası SEC Düzenlemeleri”. **Sermaye Piyasası Dergisi**. S.7. Ağustos 2011.

KONURALP, Gürel. **Sermaye Piyasaları**. İstanbul. Alfa Basım Yayım. 2001.

LECCE, Steven, LEPONE, Andrew, MCKENZİE, Michael D., SEGARA Reuben. “The impact of naked short selling on the securities lending and equity market”. **Journal of Financial Markets**. C.15. S.1. 2012.

MANAVGAT, Mehmet Çağlar. “Hukuki Bakımdan Türkiye’de Merkezi Karşı Taraf Uygulaması”. **Türkiye Sermaye Piyasalarında MKT uygulaması Sempozyumu**. İAV. İstanbul 2013.

MERMOD, A. Yüksel, KURTULAN, Özlem. “Operasyonel Risk Ölçümünde Gelişmiş Ölçüm Yaklaşımlarının Kullanılmasının Fayda ve Maliyeti”, **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,** C.12, S.2, 2010, ss.13-151.

MİLLER, Edward M. ”Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion”. **The Journal of Finance**. C.32, No.4. 1977.

MİSHKİN, Frederic S, SERLETİS, Apostolos, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**. Toronto. 4.Baskı. 2011.

MOTANI, Habib. “Risks in International Securities Lending - Identification and Minimisation”, In: Mabry J. (eds) **International Securities Lending**, Finance and Capital Markets Series. Palgrave Macmillan, London, 1992, https://doi.org/10.1007/978-1-349-12588-3_7

ÖSKEN, Latif Cem .“Estimating Defaults In Organized Security Lending Markets: An Empirical Study On A Default Indicator”. Boğaziçi Üniversitesi. Yönetim Bilişim Sistemleri Bölümü. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul 2014.

ÖZCAN, Rasim. “Hisse Senedi Piyasalarında Manipülasyon Stratejileri”. **İMKB Dergisi**. C.1. S.49. Ağustos 2012.

PEKER, İbrahim, KARAAĞAÇLI, Bora. “Dünyada ve Türkiye’de Sermaye Piyasası Altyapı Kurumları”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C.7, S.13, Temmuz 2015, ss.341-375.

PRADO, Melissa Porras. “Future Lending Income and Security Value”. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**. C.50. S.4. Ağustos 2015.

REED, Adam V. “Short Selling”. **Annual Review of Financial Economics**. C.5. 2013.

SARIKOVANLIK, Vedat. **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Yönetimi**. İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi Ders Notları. (Çevrimiçi) http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/isletme_au/sermayepiyfinankurumlaryon.pdf (Erişim Tarihi: 25.12.2020).

SAYILGAN, Güven. **İşletme Finansmanı**. Ankara. Siyasal Kitapevi. 2017.

SHARPE, William F., ALEXANDER Gordon J. ve BAİLEY Jeffery V. **Investments**. Sixth Edition. USA: Prentice-Hall International. 1999.

SOYDEMİR, Selim, AKYÜZ, Abdullah. **Sermaye Piyasası ve Borsa**. İstanbul. Scala Yayıncılık. 2015.

SUCA, Cem. “Türkiye’de Takas Sistemi ve Sistemin Yeniden Yapılandırılmasına İlişkin Öneriler”, Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi, 2004.

Takasbank Faaliyet Raporları 2015-2019 Yılları Arası.

TEKER, B. Yetişen. “Hukuki Bakımdan Türkiye’de Merkezi Karşı Taraf Uygulaması”, **Türkiye Sermaye Piyasalarında MKT uygulaması Sempozyumu**, İAV, İstanbul 2013, ss.185-207.

TEWELES, Richard, BRADLEY, Edward. **The Stock Market**. John Willey and Sons Com. Fifth Edition. USA. 1987.

TOOB, **Türkiye Sermaye piyasası Sektör Raporu**. Mart 2008.

TOSUN, Sema ve CEYLAN, Fatih. “Sermaye Piyasalarında İşlem Bazlı Manipülasyon Teknikleri ve Tespit Yöntemleri”. **1.Ulusal Girişimcilik ve Sosyal Bilimler Öğrenci Kongresi**. Karabük. 18-19 Nisan 2019.

TSPAKB. **Sermaye Piyasasında Ödünç İşlemleri**. Yayın No:31. İstanbul 2006.

TSPB. **Türkiye Sermaye Piyasası 2019**. Yayın No:91. İstanbul. Mayıs 2020.

TUNALI, Halil. **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**. İstanbul Üniversitesi, AUZEF. İktisat Lisans Programı e-ders kitabı. http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/iktisat_ao/finansalpiyasalarvekur.pdf (Erişim Tarihi 19.12.2020).

UGAN, Gökhan. “Krizlerin Günah Keçisi: Açığa Satış”. **Vobjektif Dergisi**. Ekim 2011.

ULUDAĞ, Dilek Türker. “Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem: Sermaye Yeterliliği”. Sermaye Piyasası Kurulu. Yayın No:134. Ankara 2001.

ULUDAĞ, İlhan, ARICAN, Erişah. **Finansal Hizmetler Ekonomisi**, İstanbul. Beta Basım Yayım. 2001.

UYSAL, Özgür. "Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış ve Ödünç Menkul Kıymet İşlemleri ve Türkiye Örneği". MÜ Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul, 2001.

UZUNOĞLU, Sadi, ALKİN, Kerem ve GÜRLESEL, Fuat. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**. İMKB Araştırma Yayınları. No:6. 1995.

WANG, Tiandu, MA, Chenghu ve SUN, Qian. "The interaction between security lending market and security trading market". **Pacific-Basin Finance Journal**. C.46. Aralık 2017.

World Federation of Exchanges. Vodia Group Research Report. **Stock Exchanges and the Growth of Securities Lending**. 2007.

YAY, G. Gürkan, KARA, Belfin. "Takasbank'ın Risk Yönetimindeki Rolü: Karşılaştırmalı Bir Analiz", Ekonomik Yaklaşım Derneği, S.29 (108), 2018, ss.43-68.

YERELİ, Ahmet Burçin. **Tasarruf-Yatırım Sürecinin Aktörleri**. (Prof.Dr. Nezihe Sönmez'in Anısına Armağan). İzmir, DEÜ. İİBF. Maliye Bölümü. Anadolu Matbaacılık. 1997.

YETİM, Sedat. **Repo, Ters Repo ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri**. C.1. Sermaye Piyasası Kurulu. Yayın No:73. Ankara 1997.

YÜZBAŞIOĞLU, Nejat. Risk Yönetimi ve Bankaların Denetimi, **BDDK Risk Yönetimi Konferansı** Bildiri Kitabı, Ankara, 2003.

www.borsaistanbul.com/files/gecici_liste_toplu_cizelge.pdf (Erişim Tarihi: 31.12.2020)

www.investopedia.com/terms/1/130-30_strategy.asp (Erişim Tarihi: 15.01.2021)

www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/3/7 (Erişim Tarihi: 2 Aralık 2020).

www.takasbank.com.tr/documents/prosedurler/opp-uygulama-esaslari-proseduru_251220(1).pdf (Erişim Tarihi: 30.12.2020)