

## Genel Kurulumuz Yapıldı

**B**irliğimizin VI. Olağan Genel Kurul Toplantısı, 28 Nisan 2006 Cuma günü, saat 14:30'da, toplam 147 üyeden 75'inin katılımıyla yapıldı.

Toplantıda, 2005 yılı Yönetim Kurulu Raporu, Denetleme Kurulu Raporu, bilanço, gelir-gider tablosu ve kesin hesap cetveli görüşüldü. Bilanço, gelir-gider tablosu ve kesin hesap cetveli oybirliğiyle onaylandı. Yönetim Kurulu ve Denetleme Kurulu üyeleri ayrı ayrı yine oybirliğiyle ibra edildi.

(Sayfa 3'te devam etmektedir.)



## Açılış Seansı Uygulamaları



**İ**stanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın, açılış seansı uygulamasını başlatmak için bir süredir yürütmekte olduğu çalışmaların yakında sonuçlanması beklenmektedir.

Bu sebeple, açılış seansının işleyişini ve çeşitli ülkelerdeki uygulamaları inceleyen çalışmamıza bu sayımızda yer veriyoruz. Ayrıca, açılış seansına ek olarak bir kapanış seansı düzenlenmesinin faydalı olacağını düşünüyoruz. Raporumuzu **Sayfa 6'da** bulabilirsiniz.

## Ödünç Menkul Kıymet Piyasası

**G**erek takas yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde sağladığı avantajlar, gerekse açığa satış işlemlerini kolaylaştırması açısından menkul kıymet ödünç işlemleri, sermaye piyasalarında önemli bir işlem türüdür. Ödünç menkul kıymet işlemlerinin organize bir piyasada gerçekleştirilmesi, açığa satış veya arbitraj işlemleri gibi farklı yatırım stratejileri oluşturulabilmesinde büyük kolaylık sağlamaktadır. Diğer yandan bu işlemler, AB normları çerçevesinde de bir zorunluluk olarak ortaya çı-

kan, takas işlemlerinin sonuçlandırılmasına yönelik kurallar açısından da önem taşımaktadır.

Türkiye'de ödünç menkul kıymet işlemlerinin gelişimine bakıldığında, organize bir ödünç piyasasının yerleşmemiş olduğu görülmektedir. Ödünç işlemlerinin gelişmemesinin, hatta organize bir şekilde bu işlemlerin hiç yapılmamış olmasının nedenlerinden biri, konuya ilişkin düzenlemelerdeki belirsizliklerdir. Çalışmamızı **Sayfa 13'te** okuyabilirsiniz.

Değerli **gündem** okurları,

**B**irliğimizin yıllık Olağan Genel Kurul Toplantısını, 28 Nisan 2006 tarihinde Birlik merkezinde yaptık. Bir yıllık faaliyetlerimizi değerlendirdiğimiz toplantıda bir araya gelme fırsatı bulduk. Üyelerimize katılımları için teşekkürlerimi sunuyorum.

Geldiğimiz şu noktada, Birliğimizin adını çeşitli platformlarda daha çok duyurmak, saygınlığını daha çok hissetmek bizleri gururlandırıyor. Bu durum hiç kuşkusuz hep birlikte çalışarak önemli bir yol kat ettiğimizin göstergesidir.

Gerek Genel Kurulda, gerek Faaliyet Raporumuzda, 2005 yılını değerlendirdiğimiz düşüncesiyle, bu yazımda daha çok önümüzdeki günlerde neler yapacağımıza değinmek istiyorum.

Öncelikle, sermaye piyasamızın etkinliğini artırmak için yeni piyasaların ve yeni ürünlerin geliştirilmesi konusunda çalışmalarımız yoğunlaşacaktır. Sermaye piyasamızın ve aracılık sektörünün sadece hisse senedi ve devlet tahvili işlemlerine dayalı yapıdan çıkması için çalışacağız. Böylece hizmet ve ürün çeşitliliğinin zenginleştirilmesi, aracı kurumlarımızın etkinliğini artıracak, bu da sermaye piyasalarına yeni yatırımcı girişini hızlandıracaktır.

Öncelikli olarak; özel sektör tahvillerinin önündeki engellerin kalkması ve ikinci el piyasasının gelişmesi, yatırımcılara çeşitli avantajlar sağlayan ödünç ve açığa satış piyasasının kullanılabilir hale gelmesi, VOB ve GİP gibi yeni borsa ve piyasaların geliştirilmesi, aracı kurumları ve piyasalarımızı etkileyen maliyetlerin azaltılması ve Borsa işlem saatlerinin uzatılması konularında azami düzeyde gayret göstereceğiz.

Yurtdışı borsaların uygulamalarına paralel olarak seans saatlerinin uzatılmasının piyasamız için yararlı olacağını düşünüyoruz. Sizlerden aldığımız görüşlerle borsada açılış seansı uygulamasını, seans sürelerinin uzatılmasıyla birlikte desteklediği-



mizi Borsaya bildirdik, İMKB'nin olumlu görüş vermesini temenni ediyoruz.

Bilindiği üzere, sermaye piyasalarının olmazsa olmaz şartlarından biri de yatırımcı güveninin sağlanması. Ne yazık ki yakın geçmişte yaşamış olduğumuz bazı olumsuzluklar, yatırımcıların piyasamıza olan güvenini sarsmıştır. Güven unsurunun tesis edilmesi ve sermaye piyasamıza yeni yatırımcı girişinin sağlanması için, tanıtım da dahil olmak üzere yapılması gereken pek çok çalışma olduğunu düşünüyoruz.

Birliğimiz, özverili çalışan kadrosu ile artık kuruluş dönemini bitirmiştir. Kanımca, artık sektörümüze daha çok katma değer sağlayacak bir yapıya kavuştuk. Yukarıda özetlemeye çalıştığım konularda ve ayrıca üretilecek projelerde, bugüne kadar olduğu gibi, üyelerimizden gerekli desteği alacağımıza yürekten inanıyorum. Birlik Yönetim Kurulumuz ve çalışanları her zaman sektörle el ele dayanışma içinde olmaya özen gösterdi. Bu amaçla, Mayıs ayında ziyaret ve anket yöntemi ile üyelerimizin görüşlerine başvuracağımızı da bildirmek istiyorum.

Birliğimizle ilgili her türlü öneri ve eleştirilerinizi iletmeniz, daha iyiye gitmemizde bize kılavuzluk edecektir. Birlik içinde yapılan çalışmaları, sizlerin değerli görüşleriyle birleştirerek, izleyeceğimiz yol haritasını oluşturmayı ve hemen sonrasında düzenleyeceğimiz toplantılarla bilgi ve önerilerinize sunmayı planlıyoruz. Bugüne kadar olduğu gibi bugünden sonra da Birliğimize yapacağınız katkılarınıza teşekkür ediyorum.

Saygılarımla,

Metin AYIŞIK  
BAŞKAN

### Genel Kurulumuz Yapıldı

(Sayfa 1'den devam etmektedir.)

**T**oplantıda ayrıca, Bumerang Menkul Değerler A.Ş. temsilcisi Müslüm Demirbilek'in istifası ile boşalan Birlik Yönetim Kurulu üyeliğine Birlik Statüsünün 16'ncı maddesi uyarınca Denizbank A.Ş. temsilcisi Bora Böcügöz'ün; Denizbank A.Ş. temsilcisi Bora Böcügöz'ün Birlik Yönetim Kurulu üyeliğine atanması nedeniyle boşalan Denetleme Kurulu üyeliğine ise Statünün 20'nci maddesi uyarınca Tekstil Bankası A.Ş. temsilcisi Esra Akçalı'nın atanması onaylandı.

Sektörle ilgili değerlendirmelerin de yapıldığı toplantıda katılımcıların sorularını Birlik Başkanı Metin Ayışık yanıtladı. Ayışık, Birliğimizin, bundan sonraki çalışmalarında üyeleriyle daha çok irtibat halinde olacağını vurguladı. Birliğin, sektöre yön verecek çalışmalarının artarak sürmesi için, şimdiye dek olduğu gibi, şimdiden sonra da üyelerin aktif katılımını beklediğini söyledi. Toplantı, dilek ve temennilerle sona erdi.

### Seans Süresini Uzatma Girişimimiz

**B**ilindiği üzere Açılış Seansı; alış ve satış emirlerinin, sürekli müzayede seansının başlamasından önce belirlenen bir zaman diliminde sisteme iletildiği ve bu sürenin sonunda emirlerin karşılaşılarak işleme dönüştüğü bir seans türüdür. Açılış Seansı'nda, en fazla işlem miktarının sağlandığı fiyat, işlem fiyatı olarak belirlenmekte ve tüm işlemler bu tek fiyat seviyesinden gerçekleşmektedir.

Konuyla ilgili olarak, İMKB Hisse Senetleri Piyasası Müdürlüğü tarafından Hisse Senetleri Piyasası Alım Sistemi'nde Açılış Seansı ile ilgili yürütülen teknik çalışmalar nihai aşamaya gelmiştir.

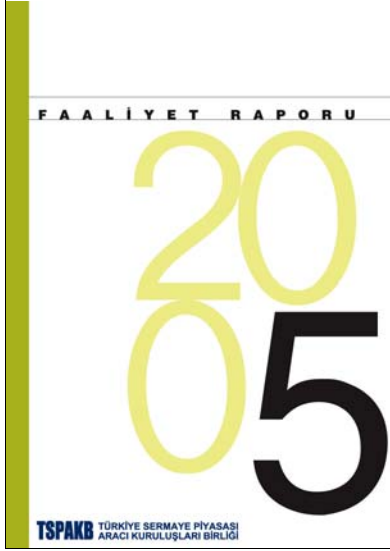
Gelinen bu aşamada, üyelerimizden, İMKB tarafından yürütülen Açılış Seansı Testlerine katılarak, yeni uygulama çerçevesinde kendi sistemlerini test etmeleri istenmiştir. Üyelerimiz, emir iletim süreçlerinin doğru işleyip işlemediğinin kontrol edilmesi amacıyla test sürecine katılmaktadırlar.



Bu çerçevede, Açılış Seansı'nın tüm piyasa katılımcıları için yeni bir uygulama olması ve konuyla ilgili sektörün görüşünü oluşturmak amacıyla, üyelerimizden söz konusu uygulamaya ilişkin görüşlerini ve önerilerini Birliğimize iletmeleri istenmiştir.

Hatırlayacağınız üzere, geçen sayımızda da açılış seansına yer vermiş ve üyelerimizin görüşlerini beklediğimizi belirtmiştik. Üyelerimizden gelen yanıtlar, genel olarak uygulamanın olumlu karşılandığı yönünde oldu. Ancak, yeni uygulamayla kısalan seans süresi nedeniyle işlem hacminin azalabileceğine de dikkat çekildi ve sürekli müzayede seans süresinin bir saat uzatılmasının gerekliliği belirtildi. Üyelerimizden sisteme ilişkin gelen bu önerilerin, Yönetim Kurulumuzca değerlendirilmesi sonucunda; sürekli müzayede seans süresinin bir saat uzatılarak açılış seansına başlanması önerisi Borsaya bildirildi.





## Faaliyet Raporumuz Yayınlandı

2005 yılı faaliyetlerimizin, Birlik organizasyonunun ve mali bilançoların yer aldığı Faaliyet Raporumuz yayınlandı. Üyelerimize, basın mensuplarına, sosyal paydaşlarımıza ve sermaye piyasası ile ilgili tüm kesimlere gönderilen raporumuza internet sitemizden de ulaşabilirsiniz.

## Lisans Yenileme Eğitimleri

Birlik Merkezinde Ocak-Nisan 2006 döneminde, 25 Lisans Yenileme Eğitimi düzenlendi. Toplam 851 kişinin katıldığı eğitimlerin dağılımı tabloda yer almaktadır.

Mayıs-Haziran dönemi için planlanan eğitimlerin

Ocak-Nisan 2006 Lisans Yenileme Eğitimleri		
Eğitim Adı	Düzenlenen Eğitim Sayısı	Katılımcı Sayısı
Temel Düzey	14	563
İleri Düzey	6	179
Türev Araçlar	2	27
Takas ve Operasyon İşlemleri	2	60
Değerleme Uzmanlığı	1	22
<b>TOPLAM</b>	<b>25</b>	<b>851</b>

duyurusu kısa süre içinde yapılacaktır. Lisans Yenileme Eğitimlerine başvurular, Birliğin [www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr) internet adresinden ulaşılan Sicil Tutma Sistemi üzerinden gerçekleştirilmektedir. Başvurularla ilgili açıklamalara, internet sitemizde Lisanslama/Sicil Tutma ve Eğitim/Tanıtım bölümlerinde yer alan [Sıkça Sorulan Sorular](#) ve [Lisans Yenileme Eğitimlerine Başvuruda Yapılacak İşlemler](#) linklerinden ulaşılmaktadır.

## Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Eğitimleri

Nisan döneminde Lisanslama sınavlarına hazırlık eğitimlerinden İleri Düzey Muhasebe, Denetim, Etik Kurallar eğitime 24, İleri Düzey Analiz Yöntemleri eğitime 55, Temel/İleri Düzey Sermaye Piyasası Mevzuatı, İlgili Mevzuat ve Etik Kurallar eğitime 37, Temel/İleri Düzey Genel Ekonomi ve Mali Sistem eğitime 46, Temel Düzey İlgili Vergi Mevzuatı eğitime 25 ve İleri Düzey İlgili Vergi Mevzuatı eğitime 33 olmak üzere toplam 220 kişi katılmıştır.

27-28 Mayıs 2006 tarihlerinde düzenlenecek olan lisanslama sınavlarına hazırlık eğitimlerimiz halen devam etmekte olup eğitimlere başvurular [www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr) internet adresinden, Eğitim ve Tanıtım bölümünden yapılabilmektedir.

Mayıs 2006 dönemi için yapılması planlanan eğitimler yan sayfadaki tabloda yer almaktadır.

## VOB Eğitimleri

VOB Üye Temsilcisi eğitimi, 1-6 Nisan 2006 tarihlerinde düzenlenmiş, eğitime 25 kişi katılmıştır. 7 Nisan 2006 tarihinde düzenlenen VOB Uygulama eğitimine ise 9 kişi katılmıştır.

VOB Takas Uzmanları eğitiminin 30-31 Mayıs 2006 tarihlerinde 1 günü teorik, 1 günü uygulamalı olmak üzere, 2 günde yapılması planlanmaktadır. Eğitimin uygulamalı olan bölümü Takasbank'ta gerçekleştirilecektir.

## Mayıs 2006 Lisanslama Eğitim Programı

Tarih	Eğitim Adı	Lisans Türü	Süre
6-7 Mayıs 13-14 Mayıs	Finansal Yönetim	İleri Düzey	4 gün
8 Mayıs	Hisse Senedi Piyasaları	Temel Düzey	1 gün
9 Mayıs	Tahvil ve Bono Piyasaları	Temel Düzey	1 gün
10-12 Mayıs	Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz	Temel Düzey	3 gün
12-15 Mayıs	Finansal Yönetim	İleri Düzey	4 gün
16 Mayıs	Menkul Kıymet ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Temel/ İleri Düzey	1 gün
17 Mayıs	Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar	Temel Düzey	½ gün
16-18 Mayıs	Ulusal ve Uluslararası Piyasalar	İleri Düzey	3 gün

aktarılmıştır. Ayrıca, lisans yenileme eğitimlerinin dayanağı, kimlerin katılacağı, hangi dönemlerde düzenleneceği, başvurunun nasıl yapılacağı ve süreleri hakkında da bilgi verilmiştir.

Eylül 2006'da düzenlenecek lisanslama sınavları ile sona erecek olan geçiş sürecinin sonuçları değerlendirilmiştir. Toplantıda; lisans yenileme eğitimlerinde lisans belgesinin geçici iptale dönüşmesinin sonuçları, insan kaynakları ve eğitim yetkililerinin takip sürecinde yapması gerekenler, TSPAKB tarafından lisans yenileme eğitimlerinin kurumlara ve çalışanlara daha düşük maliyetli yöntemlerle sunulabilmesi için çözüm önerileri görüşülmüştür.

Üyelerimizden gelen talepler doğrultusunda bu toplantıların, lisanslama sınavlarına yakın dönemlerde tekrarlanmasına karar verilmiştir.

## Mesleki Gelişim Eğitimleri

**A**racı Kurumlarda İç Denetim ve İç Kontrol Uygulamalı eğitimi, 29-30 Nisan 2006 tarihlerinde, 38 kişinin katılımıyla tamamlanmıştır. 5-7 Mayıs 2006 tarihinde "Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı ile İlişkiler" eğitiminin yapılması planlanmaktadır.

Önümüzdeki günlerde planlanacak olan yeni eğitimler ve tarihleri üyelerimize duyurulacaktır.

## Üyelerimizle Lisanslama Toplantısı Yaptık

**L**isans yenileme eğitimleri ve Sicil Tutma Sistemine ilişkin bilgilendirme toplantıları düzenlenmiştir. Toplantılar, 11 Nisan 2006 tarihinde bankaların, 13 Nisan 2006 tarihinde aracı kurumların insan kaynakları ve eğitim yetkilileri ile yapılmıştır.

Toplantılarda, lisanslama sürecinde Sicil Tutma Sistemine yaşanan sorunlar ve çözüm önerileri tartışılmış, Sicil Tutma Sistemi uygulamalı olarak tartışılarak TSPAKB'nin kurumlardan beklentileri

## Lisans Başvuruları Sonuçlandırılıyor

**S**icil Tutma Sisteminde sicil bilgisi oluşan toplam kişi sayısı 18,684'e, toplam lisans sayısı ise 16,663'e ulaşmıştır. Düzenlenen sınavlar sonucunda başarılı olan adaylardan 7,130'u lisans belgesi başvurusunda bulunmuş, başvuruların 5,134 adedi sonuçlandırılmıştır.

Lisans Türü	Başvurulan	Onaylanan
Temel Düzey	4,212	2,314
İleri Düzey	1,963	1,925
Türev Araçlar	367	363
Değerleme Uzmanlığı	307	304
Takas ve Operasyon	237	188
Kredi Derecelendirme Uzmanlığı	21	20
Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı	23	20
<b>Toplam</b>	<b>7,130</b>	<b>5,134</b>

# Açılış Seansı Uygulamaları



**Alparslan Budak**  
Genel Sekreter Yardımcısı

**İ**stanbul Menkul Kıymetler Borsası bir süredir açılış seansı uygulamasını başlatmak için çalışmalar yürütmekteydi. Çalışmaların yakında sonuçlanması ve açılış seansının uygulamaya girmesi beklenmektedir. Bu sebeple bu çalışmamızda, açılış seansının işleyişini ve yurtdışı uygulamaları incelemekteyiz.

İMKB'de uygulanması planlanan günlük akış tabloda özetlenmektedir. Buna göre açılış seansı saat 9:30-10:00 arasında yapılacaktır. 9:30-9:50 arasındaki 20 dakikalık sürede emirler toplanacaktır. Bu sürede sisteme girilen emirleri kimse görmeyeceği gibi, hiçbir işlem de yapılmayacaktır. Saat 9:50-10:00 arasındaki 10 dakikalık sürede ise emirlerin eşleştirilmesi başlayacak, işlemler gerçekleşecek ve bir açılış fiyatı belirlenecektir. Ardından günlük seanslar normal seyrinde yapılmaya devam edecektir.

### İMKB

Açılış Seansı	9:30-9:50	Emir Giriş Aşaması
Açılış Seansı	9:50-10:00	Tek Fiyat Belirleme-İşlemler
Ana Seans I	10:00-12:00	Sürekli Müzayede
Ana Seans II	14:00-16:30	Sürekli Müzayede

## Açılış Seansının İşleyişi

Açılış seansı, pek çok borsada uygulanmaktadır. Açılış seansının esas amacı, bir önceki günün kapanışı ile ertesi günün açılışı arasında, fiyatları etkileyebilecek bir haber açıklanması halinde, olası fiyat dalgalanmalarını en aza indirmektir.

Açılış seansının normal seanstan en önemli farkı, açılış seansında tek fiyat oluşmasıdır.

Sistemin işleyişi şu şekildedir: Öncelikle, her fiyattan alış ve satış emirleri sisteme girilir. Bu aşamada hiç işlem gerçekleşmez. Eşleşebilecek emirler olsa da işlem yapılmaz. Sadece her fiyat kademesindeki alış ve satış miktarları toplanır ve ne kadarının eşleşebileceğine bakılır. Eşleşebilecek işlem miktarının en yüksek olduğu fiyat kademesi, açılış fiyatı olarak belirlenir. Daha sonra bu fiyattan gerçekleşebilecek olan bütün emirler tek fiyattan işlem görür. İşlemlerin ardından, açılış seansında belirlenen fiyat, o günkü ana seansın açılış fiyatı olarak ilan edilir.

Tablodaki örnek daha açıklayıcı olacaktır. Örneğin, herhangi bir günde Ereğli Demir Çelik hisse senetlerinin gün sonunda 8.00 YTL'den kapandığını varsayalım. Seans sonrasında da şirket hakkında önemli ve olumlu bir haber çıktığını düşünelim. Ertesi sabahki açılış seansında, saat 9:30-9:50 arasında, yatırımcıların Ereğli Demir Çelik için sisteme girdikleri emirler tablodaki şekilde olsun. Bu aşamada sisteme girilen emirlerin, kimse tarafından görülmediğini yeniden hatırlatalım. İlk 20 dakikalık sürede, herkes almaya veya satmaya razı olduğu fiyattan, istediği miktarı girmektedir.

Tabloda "Alış" tarafına bakıldığında, 8.35 YTL ve üzerindeki fiyatlardan hiç kimsenin alıcı olmadığı görülmektedir. En yüksek alıcı 8.30 YTL'dedir, talebi ise 100 lottur. 8.25 YTL'de de 200 lot talep vardır. Toplam Lot sütununda ise 8.25 YTL ve 8.30 YTL'deki kademelerde bulunan toplam talep 300 lot olarak yer almaktadır.

Ereğli Demir Çelik					
Alış	Lot Fiyat		Satış	Gerçekleşebilecek	
Toplam Lot	Lot	Fiyat	Lot	Toplam Lot	İşlem Miktarı (Lot)
1,500	500	8.10	-	-	0
1,000	400	8.15	-	-	0
600	300	8.20	150	150	150
<b>300</b>	<b>200</b>	<b>8.25</b>	<b>250</b>	<b>400</b>	<b>300</b>
100	100	8.30	350	750	100
-	-	8.35	450	1,200	0
-	-	8.40	550	1,750	0

Toplam lot hesaplanmasının mantığı şöyle açıklanabilir; eğer 8.25 YTL işlem fiyatı olarak belirlenirse, 8.30 YTL'den almaya razı olan 8.25 YTL'den almayı zaten isteyecektir. Aynı şekilde, fiyat 8.20 YTL olarak belirlenirse, toplam talep 600 lot olacaktır, çünkü 8.30 YTL ve 8.25 YTL'den almak isteyenler bu defa 8.20 YTL'den alma şansını yakalayacaklardır.

Satış tarafına bakıldığında da benzer bir süreç işlenmektedir. 8.15 YTL ve daha aşağı fiyata satmak isteyen hiç kimse yoktur. 8.20 YTL'de ise 150 lotluk satıcı vardır. 8.25 YTL'den satmak isteyen 250 lotla beraber, toplam satıcı 400 lot olmaktadır. Fiyat 8.30 YTL olursa, bu fiyattan satmak isteyen toplam satıcı 750 lota çıkmaktadır.

Her fiyat kademesi için alış ve satış tarafında toplam lotlar belirlendikten sonra, işlem miktarı en çok olacak fiyat belirlenir. Bu da "Gerçekleşebilecek İşlem Miktarı" sütununda gösterilmektedir. Sırayla gitmek gerekirse, 8.10 YTL'de 1,500 lot alıcı varken hiç satıcı yoktur. Burada eşleşebilecek işlem miktarı sıfırdır. 8.15 YTL aynı şekildedir. 8.20 YTL'ye gelindiğinde 600 lot toplam talep, toplam 150 lot da satmaya razı yatırımcı vardır. Eşleştirme yapılırsa, toplam işlem miktarı 150 lot olabilecektir.

8.25 YTL fiyat kademesinde ise 300 lot alıcı, 400 lot satıcı vardır. Eşleştirme yapılırsa 300 lot işlem gerçekleşebilecek, işlemi gerçekleşmeyen 100 lot satıcı 8.25 YTL'de bekleyecektir.

Gerçekleşebilecek İşlem Miktarı sütunu incelendiğinde, en fazla işlemin 8.25 YTL'den gerçekleşebileceği görülmektedir. Böylece açılış fiyatı 8.25 YTL

olarak belirlenir. Alıcılardan 8.25 YTL ve 8.30 YTL'den almaya razı olanların tamamı hisseyi 8.25 YTL'den alırlar. Satıcılardan ise 8.20 YTL'ye satmaya razı olanlar da 8.25 YTL'den satmış olurlar. Böylece, bir önceki gün 8.00 YTL'den kapanmış olan Ereğli, güne 8.25 YTL açılış fiyatıyla başlamış olur.

Eğer açılış seansı yapılmıyaydı ve sürekli müzayedeye hemen başlanmış olsaydı, büyük ihtimalle işlem fiyatı 8.20 YTL ile 8.30 YTL arasında dalgalanacaktı. Zaman zaman bu fiyatların bile dışına çıktığı görülebilirdi. Fakat açılış seansı, önceki gün seans sonrasında çıkan haberin talebe yansımaları tek fiyat oluşumuyla çözmektedir. Sürpriz haberlerden kaynaklanan arz-talebin açılış seansında karşılanmasıyla, sürekli müzayedeye dayalı ana seansın daha az dalgalı bir seyir izlemesi beklenmektedir.

Önemli bir haberin ve dışsal etkinin olmadığı zamanlarda da açılış seansı, güne ilişkin beklentilerin



şekillendiği bir piyasa olmaktadır.

İMKB'de daha ileride uygulanması düşünülen "açılış fiyatlı emir" sistemiyle de emir çeşitliliğinin artması gündeme gelecektir. Bu sistemde yatırımcılar, açılış fiyatından almak veya satmak istedikleri miktarları borsaya iletceklerdir. Açılış fiyatı yukarıda açıklanan yöntemle belirlendikten sonra, sıra açılış fiyatlı alıŖ ve satıŖ emirlerinin karşılaştırmasına gelecektir. Böylece yatırımcılar belirlenen tek fiyat üzerinden, ana seans başlamadan önce, işlemlerini gerçekleştirmiş olacaklardır.

### Yurtdışı Uygulamaları

Açılış seansı, pek çok gelişmiş borsada uygulanmaktadır. Bu borsalardan bazıları aşağıda sıralanmıştır.

1. New York Borsası
2. NASDAQ
3. Euronext
4. Deutsche Börse
5. Londra Borsası
6. İsviçre Borsası
7. Atina Borsası
8. NOREX

Borsaların kendi yapılarına göre farklı seans akışları ve fiyat belirleme yöntemleri görölse de açılış seansı düzenlenmesinin ve bir açılış fiyatı belirlenmesinin ardındaki temel mantık yukarıda açıklanan çerçevededir.

Ortak noktalara bakıldığında, borsalarda genel uygulama olarak bir açılış seansı, bir ana seans ve bir de kapanış seansı düzenlenmektedir. Genelde, açılış seanslarında tek fiyat belirlenmesi için işlemler yapılmakta, kapanış seanslarında ise belirlenmiş olan tek fiyat üzerinden işlemler yapılmaktadır.

Açılış seansında tek fiyatın belirlenmesi ve işlemlerin tek fiyat üzerinden gerçekleşmesi önceki sayfalarda açıklanmıştı. Özetle, açılış seansında arz-talebin karşılaşmasına göre tek bir fiyat belirlenmekteydi. Kapanış seanslarının genel uygulaması ise, ana seansa belirlenen kapanış fiyatı veya ağırlıklı ortalama fiyat üzerinden işlem yapılmasıdır. Yatırımcılar, açıklanmış olan, herkes tarafından bilinen, bir fiyattan almak veya satmak istedikleri miktarları bildirmekte, alıŖ-satıŖ emirleri bu fiyat üzerinden karşılaşmaktadır.

Ayrıca, pek çok borsada, ana seans öncesinde ve sonrasında ek seanslar düzenlenerek, ana seans dışındaki saatlerde de işlem yapmak isteyenlere bu imkân sunulmaktadır. Aşağıda, incelenen çeşitli borsalardaki günlük akış ve seans uygulamaları özetlenmektedir.

### New York Borsası

New York Borsasında işlemler spesiyalist sistemiyle yapıldığından ayrı bir açılış seansı yoktur. Ancak, seans başlamadan önce spesiyalistin önüne gelen emirlerin eşleştirilmesine ve spesiyalistin bir açılış fiyatı açıklamasına yönelik kurallar vardır.

Spesiyalist, seans öncesinde kendisine ulaşan emirleri toplar. Emirleri başka kimse görmez. Gelen emirleri birbirleriyle veya kendi portföyüyle eşleştirebilir. Bazı durumlarda eşleştirmeyebilir ama arz-talep dengesini gözeterek bir açılış fiyatı belirler. Spesiyalist, belirlediği fiyatı ana seansın başında açılış fiyatı olarak ilan eder.

New York Borsası'nda kapanış seanslarının çeşitliliği dikkat çekmektedir. Ana seans kapandıktan sonra, 4 ayrı seans daha, aşağı yukarı eşanlı olarak düzenlenmektedir.

Ek Seans I'de işlemler hisse senetlerinin kapanış

#### New York Borsası

Ana Seans	9:30-16:00		Çoklu fiyat, spesiyalist
Ek Seans I	16:15-17:00	Hisselerin kapanış fiyatından işlemler gerçekleşir.	Tek Fiyat
Ek Seans II	16:00-18:30	En az 15 hisseden oluşan ve 1 milyon \$ üzerindeki portföyler işlem görür.	Tek Fiyat
Ek Seans III	16:00-18:30	Anlaşmalı fiyattan geçen işlemler.	Tek Fiyat
Ek Seans IV	16:00-18:30	Ağırlıklı ortalama fiyattan gerçekleşen işlemler.	Tek Fiyat



fiyatları üzerinden yapılmaktadır. Seans sonrasında, kapanış fiyatından almak veya satmak isteyenler sadece işlem miktarlarını sisteme girmektedirler.

Ek Seans II'de belirli koşulları sağlayan hisse senedi portföyleri işlem görmektedirler. Bunlar borsa yatırım fonu gibi düşünülebilir. ABD piyasalarında son yıllarda giderek artan "program işlemleri" veya "algoritmik işlemler" dolayısıyla bu tarz bir ihtiyaç doğmuştur. New York Borsası da bu işlemlere uygun bir seans düzeni oluşturmuştur.

Ek Seans III, bir anlamda toptan satışlar pazarı gibi çalışmaktadır. Borsa dışında, belli bir fiyattan, belli tutarda hisse senedini alıp satmak için alıcı ve satıcı anlaştığında, işlem bu piyasada, kendileri tarafından belirlenen fiyat üzerinden gerçekleştirilmektedir.

Ek Seans IV ise Ek Seans I'e benzemektedir. Burada işlem fiyatı, o günün ağırlıklı ortalama fiyatı olarak belirlenmiştir. Alıcı ve satıcılar, ağırlıklı ortalama fiyattan almak veya satmak istedikleri işlem miktarlarını sisteme girmektedirler.

New York Borsasında ana seans 6,5 saat sürmektedir. Seans sonrası işlemler de düşünüldüğünde borsanın sistemi 9 saat boyunca açık kalmaktadır.

## NASDAQ

NASDAQ'ta da klasik anlamda bir açılış seansı yoktur. Ön seansın kapanışı, ana seansın açılış fiyatı olarak ilan edilmektedir.

NASDAQ'taki işlem sistemi, birbirleri ile rekabet eden piyasa yapıcılığına dayanmaktadır. Bir hisse de birden fazla piyasa yapıcısı vardır. Piyasa yapıcıları alış-satış kotasyonlarını sürekli olarak ayarlarlar. Yatırımcılar işlemlerini bu kotasyonlar üzerinden yaparlar.

NASDAQ piyasa yapıcılığı üzerine kurulduğundan, tek fiyat belirleme seansları çok anlamlı olmamaktadır. Fiyatın ana belirleyicisi zaten piyasa yapıcılarıdır. Fakat NASDAQ ön seans ve seans sonrası

### NASDAQ

Ön Seans	8:00-9:30	Çoklu fiyat, piyasa yapıcısı
Ana Seans	9:30-16:00	Çoklu fiyat, piyasa yapıcısı
Seans Sonrası	16:00-18:30	Çoklu fiyat, piyasa yapıcısı

işlemleri diye adlandırılan sürelerde de işlem yapılmasına imkân tanımaktadır.

NASDAQ'ta ana seans, New York Borsası'na paralel saatlerde yapılmakta olup kesintisiz 6,5 saat sürmektedir. Diğer seanslar da dikkate alındığında, borsanın işlemlere açık olduğu toplam süre 10,5 saat olmaktadır.

## Euronext

(Fransa, Hollanda, Belçika, Portekiz)

Euronext, bilindiği üzere dört borsanın birleşmesi ile oluşmuştur. Dolayısıyla bu dört borsada, pek çok konuda olduğu gibi, seans saatleri ve akışı konusundaki kurallar da uyumlu hale getirilmiştir.

Euronext'te, menkul kıymetin niteliğine veya işlem gördüğü pazara veya hisse senetlerinin likiditesine göre farklı seans saatleri ve fiyat belirleme yöntemleri vardır. Tabloda ana pazarda işlem gören likit senetler için olan günlük akış sunulmaktadır.

Ana pazardaki likit senetler sürekli müzayede ile işlem görmektedir. Bununla beraber likit olmayan bazı senetler günde sadece bir defa yapılan "tek fiyat belirleme" seansında işlem görmektedir. Gene likit olmayan bazı senetlerde ise günde iki defa "tek fiyat belirleme seansı" yapılmaktadır. Bonolarında, warrant'larda ve türevlerde seans saatleri, tabloda belirtilen zamanlara göre kaymalar gösterebilmektedir.

Euronext'te emirler sisteme sabah 7:15'ten itibaren girilebilmektedir. Saat 9:00'da açılış fiyatı belirlenmekte, ardından normal seans kesintisiz ola-

### Euronext (Fransa, Hollanda, Belçika, Portekiz)

Ön Seans	7:15-9:00	Sürekli Müzayede
Açılış Seansı	9:00	Tek Fiyat
Ana Seans	9:00-17:25	Sürekli Müzayede
Kapanış Seansı	17:25-17:30	Tek Fiyat
Seans Sonrası	17:30-17:40	Kapanış Fiyatından

rak devam etmektedir. Ana seansın kapanışına 5 dakika kala, tek fiyat belirleme seansı düzenlenmekte, bu fiyat da kapanış fiyatı olarak kabul edilmektedir. Seans sonrasındaki 10 dakika içinde ise, belirlenen bu kapanış fiyatı üzerinden yapılmak istenen işlemler eşleştirilmektedir.

Euronext'te ana seans toplam 8,5 saat sürmekte, borsanın sistemleri toplamda 10,5 saate yakın süre açık kalmaktadır.

### Deutsche Börse

Deutsche Börse'de günlük işlemlerin akışı tabloda gösterildiği şekildedir. Ana seans, kısa süreli fiyat sabitleme seanslarına bölünmüştür.

Euronext'te olduğu gibi, Deutsche Börse'de de menkul kıymetlerin niteliğine göre farklı zaman dilimleri ve farklı seans uygulamaları yapılmaktadır. Tablodaki saatler en likit hisse senetleri için olan seansı baz almaktadır. Bazı piyasalarda, örneğin borsa yatırım fonları piyasasının akışında, tabloya göre 2-3 dakikalık kaymalar olabilmektedir.

Deutsche Börse sisteminde, sistem açık olduğu zamanlarda emirler sürekli müzayede sistemi baz alınarak eşleştirilmektedir. İsteyen yatırımcılar Ön Seans saatlerinde de işlem yapabilirler.

Ana seansa başlamadan önceki 10 dakika içinde bir açılış seansı düzenlenmekte ve açılış fiyatları belirlenmektedir. Ardından ana seans başlamaktadır. Günün ortasında yeniden kısa süreli bir fiyat belirleme işlemi yapılmaktadır. Ana seansın kapanışından sonraki 5 dakika içinde de kapanış fiyatı belirleme seansı düzenlenmektedir. Sonrasında, yatırımcılar işlemlerini borsa sistemi üzerinde istedikleri fiyattan yapabilirler. Kapanış seansında belirlenen fiyatı baz almak durumunda değillerdir.

#### Deutsche Börse

Ön Seans	7:30-8:50	Sürekli Müzayede
Açılış Seansı	8:50-9:00	Tek Fiyat
Ana Seans I	9:00-13:00	Sürekli Müzayede
Ara Seans	13:00-13:02	Tek Fiyat
Ana Seans II	9:00-17:30	Sürekli Müzayede
Kapanış Seansı	17:30-17:35	Tek Fiyat
Seans Sonrası	17:35-20:30	Sürekli Müzayede

Deutsche Börse'de ana seans 8,5 saat sürmekte, borsa sistemi ise gün boyunca 13 saat açık kalmaktadır.

### Londra Borsası

Londra Borsasında sabah 7:15'ten itibaren sisteme emirler girilebilmektedir. Açılış seansı, ana seansın başlamasından 10 dakika önce düzenlenmektedir. Açılış fiyatlarının belirlenmesinin ardından ana seans başlamakta ve 8,5 saat sürmektedir. Ana seans bittikten sonra da kapanış fiyatlarının belirlenmesi için bir kapanış seansı yapılmaktadır.

Saat 16:30-16:35 arasındaki 5 dakikalık sürede kapanış seansı için emirler girilmektedir. 16:35'in ardından emir eşleştirmeleri, kapanış fiyatlarının belirlenmesi vb. işlemler saat 17:00'ye kadar sürmektedir.

Londra Borsasında sistemler 10 saat boyunca açık kalmaktadır.

#### Londra Borsası

Ön Seans	7:15-7:50	Sürekli Müzayede
Açılış Seansı	7:50-8:00	Tek Fiyat
Ana Seans	8:00-16:30	Sürekli Müzayede
Kapanış Seansı	16:30-16:35	Tek Fiyat
Seans Sonrası	16:35-17:00	

### İsviçre Borsası

İsviçre Borsasında gün boyunca üç seans uygulanmaktadır. Açılış seansı 8:30-9:00 arasında düzenlenmektedir. Ana seansın son 10 dakikasında ise kapanış seansı yapılmaktadır. Kapanış seansında gerçekleşmemiş emirler ertesi sabah yapılacak olan açılış seansına aktarılabilir.

İsviçre Borsasında ana seans yaklaşık 8,5 saat sürmekte, sistemler 9 saat boyunca açık kalmaktadır.

#### İsviçre Borsası

Açılış Seansı	8:30-9:00	Tek Fiyat
Ana Seans	9:00-17:20	Sürekli Müzayede
Kapanış Seansı	17:20-17:30	Tek Fiyat

## Atina Borsası

Atina Borsası, seans saatlerinin görece daha kısa olduğu bir borsadır. Yarım saat süren açılış seansında açılış fiyatlarının belirlenmesinin ardından ana seans başlamaktadır. Ana seansın kapanışını takiben düzenlenen 15 dakikalık bir seansta ise, ana seans kapanışları baz alınarak işlemler yapılmaktadır.

Atina Borsasında ana seans 5 saat sürmekte, borsa sistemi ise 6 saate yakın bir süre açık kalmaktadır.

### Atina Borsası

Açılış Seansı	10:30-11:00	Tek Fiyat
Ana Seans	11:00-16:00	Sürekli Müzayede
Seans Sonrası	16:00-16:15	Kapanış Fiyatından

## NOREX

NOREX, 8 ülkenin üzerinde ortak uzlaşmaya vardığı, genel işlem kurallarının geçerli olduğu ve ortak bir işlem platformunun kullanıldığı bir oluşumdur. NOREX bünyesindeki borsalar aşağıda sıralanmıştır.

1. Kopenhag Borsası-Danimarka
2. Helsinki Borsası-Finlandiya
3. İzlanda Borsası
4. Oslo Borsası-Norveç
5. Stockholm Borsası-İsveç
6. Tallinn Borsası-Estonya
7. Vilnius Borsası-Litvanya
8. Riga Borsası-Letonya

NOREX çatısı atındaki borsaların ayrı tüzel kişilikleri korunmaktadır. Borsalarda farklı farklı pazarlar ve ürünler bulunmaktadır. Ülkelerin genel mevzuatları arasında farklar bulunmaktadır. Her ülkenin merkezi düzenleyicisi, takas ve saklama kuruluşu ayrıdır. Her ülkenin para birimi farklıdır.

Bütün bu farklılıklara rağmen, her borsanın ulaştığı ortak paydalar belirlenmiştir. Borsa üyelerinin mümkün olduğunca aynı kurallara tabi olmaları sağlanmıştır. Borsalara aynı işlem platformu üzerinden erişim sağlanmıştır. Sektörlerin aynı sistemde tanımlanması sağlanmıştır.

NOREX bünyesindeki borsaların günlük seans akışları aşağıda sunulmaktadır. Görüleceği üzere bu borsaların işlem saatleri birbirinden farklıdır. Ayrıca, menkul kıymetler ve pazarlar bazında günlük işlem akışı ve seans saatleri değişebilmektedir. Burada sunulan zamanlar ana hisse senedi piyasalarının işlem saatleridir.

## Kopenhag-Danimarka

Danimarka'da günlük akış, diğer pek çok borsada olduğu gibi, üç ana bölüme ayrılmıştır. Ana seans öncesindeki bir saatlik süre içinde, açılış seansı için emirler toplanmakta ve açılış fiyatları belirlenmektedir. Ana seans 8 saat sürmektedir. Seans sonrasındaki bir saat içinde de günün ağırlıklı ortalama fiyatı üzerinden işlemler yapılabilmektedir. Borsa sistemi 10 saat boyunca açık kalmaktadır.

### Kopenhag-Danimarka

Açılış Seansı	8:00-9:00	Tek Fiyat
Ana Seans	9:00-17:00	Sürekli Müzayede
Seans Sonrası	17:00-18:00	

## Stockholm-İsveç

Stockholm Borsasında açılış seansı yoktur, ancak ana seansın son 10 dakikası içinde kapanış seansı düzenlenmektedir. Stockholm Borsasında günde 8,5 saat boyunca işlem yapılabilmektedir.

### Stockholm-İsveç

Ana Seans	9:00-17:20	Sürekli Müzayede
Kapanış Seansı	17:20-17:30	Tek Fiyat

## Oslo-Norveç

Stockholm Borsasının tersine, Oslo Borsasında açılış seansı bulunmakta, ancak kapanış seansı yapılmamaktadır. Açılış seansı, ana seansın başlamasından önceki 45 dakika içinde düzenlenmektedir. Ana seans 6 saat sürmektedir.

### Oslo-Norveç

Açılış Seansı	9:15-10:00	Tek Fiyat
Ana Seans	10:00-16:00	Sürekli Müzayede

## Helsinki-Finlandiya

Helsinki Borsasında, ön seans olarak adlandırılan süre içinde, alıcı ve satıcının karşılıklı anlaştıkları fiyattan emirler gerçekleştirilebilmektedir. Ayrıca ön seans döneminde, açılış seansı için baz alınacak emirler de girilebilmektedir. Ancak esas açılış seansı, ana seans başlamadan 15 dakika önce yapılmaktadır. Ana seansın sonunda 10 dakikalık bir kapanış seansı düzenlenmekte, kapanış fiyatları belirlenmektedir. Seans sonrası işlemlerde de açılış seansına benzer şekilde anlaşmalı fiyattan emirler gerçekleştirilebilmektedir. Kapanış fiyatının baz alınması zorunluluğu yoktur.

Helsinki Borsasında ana seans 8,5 saat sürmekte, 10,5 saat boyunca işlem yapılabilmektedir.

### Helsinki-Finlandiya

Ön Seans	8:30-9:45	
Açılış Seansı	9:45-10:00	Tek Fiyat
Ana Seans	10:00-18:20	Sürekli Müzayede
Kapanış Seansı	18:20-18:30	Tek Fiyat
Seans Sonrası	18:40-19:00	

## İzlanda

İzlanda'da saat 9:45-10:00 arasında bir açılış seansı yapılmakta, ardından ana seans başlamaktadır. Ana seans yaklaşık 6 saat sürmektedir. Seansın son 5 dakikası içinde bir de kapanış seansı düzenlenmektedir. Borsa sistemi 6,5 saate yakın bir süre açık kalmaktadır.

### İzlanda

Açılış Seansı	9:45-10:00	Tek Fiyat
Ana Seans	10:00-15:55	Sürekli Müzayede
Kapanış Seansı	15:55-16:00	Tek Fiyat

## Tallinn-Estonya

Tallinn Borsası da işlem saatlerinin görece kısa olduğu bir borsadır. Açılış seansı 15 dakika süre ile yapılmakta, ana seans 4 saate yakın sürmektedir. Ana seansın son 10 dakikası içinde bir kapanış seansı düzenlenmektedir. Seans sonrasındaki 25 dakikalık süre içinde de anlaşmalı fiyattan emirler

### Tallinn-Estonya

Açılış Seansı	9:45-10:00	Tek Fiyat
Ana Seans	10:00-13:50	Sürekli Müzayede
Kapanış Seansı	13:50-14:00	Tek Fiyat
Seans Sonrası	14:05-14:30	

geçilebilmektedir. Bu sürede kapanış fiyatı baz alınmayabilir. Tallinn Borsası 5 saate yakın açık kalmaktadır.

## Sonuç

İncelenen ülke örneklerinde görüldüğü üzere, genel uygulamada günlük işlem akışı üç seansa bölünmüş durumdadır. Açılış seansında, güne başlamadan önce çeşitli sebeplerle birikmiş olan arz-talep karşılanmakta ve tek bir açılış fiyatı belirlenmektedir. Ana seans, sürekli müzayede ile ve genelde kesintisiz yapılmakta, ardından kapanış seansı düzenlenmektedir.

Kapanış seansında farklı modeller görülmektedir.

1. Açılış seansına benzer bir şekilde, tek fiyat belirlenmesine yönelik kapanış seansı.
2. Ana seansın kapanış fiyatı üzerinden işlem yapılan kapanış seansı.
3. Ana seansın ağırlıklı ortalama fiyatını baz alan kapanış seansı.
4. Ana seans sonrasında, toptan satışlar pazarına benzer bir şekilde, alıcı ve satıcının borsa dışında anlaştıkları fiyattan emirlerin gerçekleştiği kapanış seansı.

İMKB'nin açılış seansı uygulamasını başlatmasının piyasanın gelişimi için oldukça faydalı olacağı düşünülmektedir. Öte yandan, yurtdışı uygulamalara paralel şekilde, seans saatlerinin uzatılması önerisi de değerlendirilmelidir. Örneğin, İMKB'de öğle arası kaldırılarak tek seans uygulamasına geçilebilir ve ana seans süresi 6,5 saate uzatılabilir.

Yan sayfadaki tabloda, bu çalışmada incelenen borsaların ana seans süreleri ve borsa sistemlerinin gün boyunca açık kaldığı toplam süreler sunulmaktadır. Tablodan açıkça görüldüğü üzere İMKB, işlem süresi en kısa olan borsalar arasındadır.

Borsa	Ana Seans Süresi (saat)	Sistemlerin Açık Olduğu Süre (saat)
Deutsche Börse	8.5	13.0
Euronext (Fransa, Hollanda, Belçika, Portekiz)	8.5	10.5
Helsinki-Finlandiya	8.5	10.5
Londra Borsası	8.5	10.0
İsviçre Borsası	8.5	9.0
Stockholm-İsveç	8.5	8.5
Kopenhag-Danimarka	8.0	10.0
NASDAQ	6.5	10.5
New York Borsası	6.5	9.0
Oslo-Norveç	6.0	7.0
İzlanda	6.0	6.5
Atina Borsası	5.0	6.0
Tallinn-Estonya	4.0	5.0
<b>İMKB</b>	<b>4.5</b>	<b>5.0</b>

Öte yandan, yabancı yatırımcılar da ağırlıklı ortalama fiyatı baz alan kapanış seansını tercih edilebilirler. Bilindiği üzere, çoğu yabancı yatırımcı günlük işlemlerinin ortalama maliyetini hisse senedinin ağırlıklı ortalama fiyatı ile kıyaslamakta, gün içindeki işlemlerini de buna göre ayarlamaya çalışmaktadırlar. Ağırlıklı ortalama fiyatı baz alan bir piyasa, yabancı yatırımcıların ihtiyaçlarına cevap verebilecektir.

Bu öneriler, doğal olarak, piyasa katılımcılarının görüşleri alınarak değiştirilebilir ve geliştirilebilir. Ancak, açılış seansına ek olarak kapanış seansının da uygulamaya konulması ve seans saatlerinin uzatılması, sermaye piyasamızın gelişimi açısından yararlı olacaktır.

Seans saatlerinin uzatılması, yatırımcılara daha uzun süre işlem yapma olanağı sağlayacaktır. Yatırımcılara bu imkânın tanınması, uluslararası rekâbetin bir gereğini yerine getirmenin yanı sıra, İMKB'nin hizmet kalitesini artırma yönünde de bir adım olacaktır.

İMKB'nin, piyasamıza sunmak için çalıştığı açılış seansına ek olarak, belli bir aşamada kapanış seansı düzenlenmesi de düşünülebilir. Kapanış seansının, ana seansın bitiminden sonra, 16:30-17:00 saatleri arasında düzenlenmesi önerilebilir. Kapanış seansının yapısı ve işleyişi, yatırımcıların ihtiyaçları çerçevesinde belirlenebilir.

Örneğin, bireysel yatırımcılar ana seansın kapanış fiyatları üzerinden işlem yapmayı isteyebilecekken, yatırım fonları ve yabancı yatırımcılar ağırlıklı ortalama fiyat üzerinden işlem yapmayı tercih edebilirler.

Ağırlıklı ortalama fiyatı baz alan kapanış seansı uygulamasıyla beraber, yatırım fonları, fon değerlerini etkilemeden, günün ağırlıklı ortalama fiyatından alış veya satış yapma imkânına kavuşmuş olacaktırlar. Bunun sonucu olarak, fon katılımcılarına daha uzun saatlerde fon alıp satma imkânı sunabileceklerdir.

# Sermaye Piyasası Aracı Ödünç Alma ve Verme İşlemleri



**Yener Yıldırım**  
Genel Sekreter Yardımcısı

**G**erek takas yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde sağladığı avantajlar, gerekse açığa satış işlemlerini kolaylaştırması açısından menkul kıymet ödünç işlemleri, sermaye piyasalarında önemli bir işlem türüdür. Ödünç menkul kıymet işlemlerinin organize bir piyasada gerçekleştirilmesi, açığa satış veya arbitraj işlemleri gibi farklı yatırım stratejileri oluşturulabilmesinde büyük kolaylık sağlamaktadır. Diğer yandan bu işlemler, AB normları çerçevesinde de bir zorunluluk olarak ortaya çıkan, takas işlemlerinin sonuçlandırılmasına yönelik kurallar açısından da önem taşımaktadır.

Türkiye’de ödünç menkul kıymet işlemlerinin tarihi gelişimine bakıldığında, organize bir ödünç piyasasının yerleşmemiş olduğu görülmektedir. Ödünç işlemlerinin gelişmemesinin, hatta organize bir şekilde bu işlemlerin hiç yapılmamış olmasının nedenlerinden biri, konuya ilişkin düzenlemelerdeki belirsizliklerdir.

Daha önce, konuya ilişkin düzenleme, SPK’nın Seri:V, No:18, “Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış

ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ”i ile yapılmaktaydı. Bu Tebliğde ödünç işlemi, *açığa satış amacıyla, belirli bir dönem için menkul kıymetlerin verilmesi* olarak tanımlanmıştı. Böylece “ödünç işlemler” ile “açığa satış” arasında bir bağ kurulmuştu.

Görüldüğü gibi eski düzenleme, ödünç ve açığa satış işlemlerini, tek başlarına, ayrı birer işlem olarak tasarlamamıştır. Diğer yandan eski Tebliğ, ödünç işlemlerini esas itibarıyla bir aracı kurum bünyesinde başlayıp sona eren bir süreç olarak öngörmüş, burada aracı kurumun bir müşterisi tarafından ödünç hisse senedi verilmekte, bir başka müşterisi tarafından ödünç alınan bu hisse senetleri açığa satışa konu edilmektedir. Söz konusu eski Tebliğ birden fazla aracı kurumu içeren bir ödünç ve açığa satış sürecini düzenlemeyi öngörmediğinden bu durumun bir sonucu olarak fiilen gerçekleştirilen açığa satış ve ödünç işlemlerinin hukuki niteliğinde belirsizlik oluşmuştur.

Bu çerçevede, Birliğimiz, Takasbank ve ilgili kurumların da görüşü alınarak SPK tarafından konuya ilişkin yeni bir tebliğ yayımlanmıştır. SPK’nın, Seri:V, No:65, “Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ”i ile açığa satış ve ödünç işlemleri ayrı birer işlem olarak belirlenmiştir. Böylece ödünç işlemlerinin organize bir piyasa çatısı altında yapılmasının yolu açılmıştır.

SPK’nın söz konusu düzenlemesine göre, sermaye piyasası aracı ödünç alma ve verme işlemleri; aracı kurumlar, bankalar ve Takasbank tarafından Tebliğde yer alan esaslar çerçevesinde, SPK’dan ayrıca izin alınmaksızın gerçekleştirilebilmektedir. Tebliğde sermaye piyasası aracı ödünç alma ve verme işlemleri, *ilgili çerçeve sözleşmede belirlenen esaslar dahilinde, ödünç veren tarafından ödünç alan tarafa, belirli bir dönem için sermaye*

*piyasası araçlarının verilmesi ve aynı cins sermaye piyasası aracının mislen geri alınması* olarak tanımlanmaktadır.

Ödünç işlemlerinin organize bir piyasa altında yapılması amacı doğrultusunda, SPK'nın onayı ile "Ödünç Pay Senedi Piyasası Uygulama Esasları Yönetmeliği" 2005 yılının sonlarında Takasbank tarafından yayımlanmıştır.

### **Takasbank Ödünç Pay Senedi Piyasası Genel İşleyiş Esasları**

Takasbank Ödünç Pay Senedi Piyasası Uygulama Esasları Yönetmeliğine göre, Ödünç Pay Senedi Piyasası; kendi portföylerine ilave getiri sağlamak ve/veya temerrütlerini minimuma indirmek isteyen kişi veya kuruluşların bu amaçlarına hizmet edecektir. Piyasanın asli işlevi, teminat göstermek suretiyle belirli bir dönem için Pay Senedi ve Borsa Yatırım Fonu Katılma Belgesi ödünç almak isteyen aracı kuruluşların taleplerinin, söz konusu pay senetlerini belirli bir vade boyunca ödünç vermek isteyen ve vade sonunda bunları mislen geri alacak aracı kuruluşların teklifleriyle buluşturulmasını sağlamaktır.

### **İşlem Yapabilecek Kuruluşlar ve İşleme Konu Menkul Kıymetler**

Seri:V, No:65 Tebliği çerçevesinde ödünç işlemler yapmaya yetkili olan aracı kuruluşlar bu piyasada işlem yapabilecektir. Piyasada işlemlere konu olabilecek kıymetler, İMKB Ulusal Pazardaki pay se-

netleri ve borsa yatırım fonları katılma belgeleridir.

### **Ödünç İşlemlerinin Vadesi**

Piyasada ödünç işlemlerinin vadesi günlük, haftalık ve aylık olarak belirlenmiştir. 1 günlük vadenin yanı sıra 1, 2 ve 3 haftalık ile 1, 2, 3, 6, 9 ve 12 aylık vadeler bulunmaktadır.

### **İşlem Komisyonları**

Ödünç alanın, ödünç verene ödeyeceği komisyon oranı, taraflarca serbestçe belirlenir. Emir komisyon adımları "onbinde bir" ve katları olacak şekilde sisteme girilir.

### **İşlem Saatleri**

Piyasada işlemler aynı gün valörlü olup saat 09:30-12:00 ve 13:30-16:15 olmak üzere 2 seans olarak gerçekleştirilmektedir.

### **Teminatlar**

Piyasada ödünç işlemi yapabilmek için verilmesi gereken teminatlar; nakit, hazine bonusu ve devlet tahvili, hisse senedi, yatırım fonu katılma belgesi, borsa yatırım fonu katılma belgesi, altın ve teminat mektubu olabilmektedir.

Teminatlar belirli katsayılar göre değerlendirilmekte olup, ödünç işleminin yapılabilmesi için, ödünç işleminin toplam %120'si kadar başlangıç teminatı yatırılması gerekmektedir. Diğer yandan ödünç işlemi vadesi içinde, toplam ödünç borcunun piyasa değerinin %105'i kadar teminat bulundurulması (sürdürme teminatı) zorunludur. Toplam değerlendirilmiş teminatın, ödünç alınan kıymetin piyasa değerinin sürdürme teminat oranının altına düştüğü durumlarda, Takasbank tarafından "teminat tamamlama çağrısı" yapılmakta ve ilgili aracı kuruluş veya müşterilerinin teminatının başlangıç teminat oranına tamamlanması istenmektedir.

Teminat tamamlama çağrısına muhatap aracı kuruluş veya müşterilerin, piyasada yeni işlem yapmasına izin verilmemektedir. Teminat tamamlama çağrısının yapıldığı gün, aracı kuruluş veya müşterilerinin istenen ek teminatı gün sonuna kadar yatırmaları gerekmektedir. Teminat tamamlama çağrısına uyulmaması durumunda, teminatları nakde



dönüştürülür. Vadesi en yakın olan ödünç borcundan başlanarak, teminat oranı yeniden başlangıç oranına (%120) ulaşınca kadar ödünç borçları tasfiye edilmektedir.

### Emirler ve Piyasaya İletilmesi

Emirler, aracı kuruluşların ofislerinde bulunan Takasbank terminalleri vasıtası ile piyasaya iletilecektir. Emirlerde; kıymet kodu, adedi, komisyon oranı, vadesi, emir tipi ile emrin ait olduğu aracı kuruluş veya müşterinin numarası yazılmalıdır.

Ödünç teklifi verildiği anda, emre konu miktardaki kıymet, emri veren aracı kuruluş veya müşterilerin; MKK nezdindeki serbest alt hesabından, Ödünç Pay Senedi Piyasası alt hesabına virmanlanır. Teklifin sisteme girilebilmesi için bu virman şarttır. Ödünç talebinin sisteme girilebilmesi için ise, emrin verildiği aracı kuruluş veya müşterilerinin yeterli teminatının bulunması gerekmektedir.

Piyasa bilgilerine veri dağıtım ekranları vasıtası ile

erişilir. Sisteme girilen emirler ve işlemler piyasa ekranlarına yansıtılır.

### İşlemlerin Gerçekleştirilmesi

Emirler, ödünç talebinde en yüksek, ödünç teklifinde en düşük komisyon oranlı emirlere öncelik verilerek eşleşir. Komisyon oranının aynı olduğu emirlerde, zaman önceliği geçerlidir. İşlem gerçekleştiren taraflara, işlemin karşı tarafındaki aracı kuruluş veya müşteri bilgisi verilmemektedir. Eşleşmede her iki taraf, aracı kuruluş veya müşterinin farklı olması şartıyla, aynı olabilmektedir. Gerçekleşmiş işlemlerin (sözleşmelerin) iptali mümkün değildir.

### İşlemlerin Takası ve Ödünç İşleminin Kapatılması

İşleme konu kıymetin takası, ödünç işlemi gerçekleştiği anda, ödünç verenin MKK nezdindeki Ödünç Pay Senedi Piyasası alt hesabından ödünç alanın MKK nezdindeki serbest alt hesabına aktarım suretiyle yapılır.

Piyasada vadesi gelen ödünç borçlarının son kapama saati 16:30'dur. Kapama sonrası iade edilen kıymetler, ödünç veren aracı kuruluş veya müşterilerinin MKK nezdindeki serbest alt hesaplarına iade edilir. Saat 16:30 itibariyle aynı gün vadeli borç bakiyesi bulunan aracı kuruluş veya müşterileri temerrüde düşer.

### Ödünç Verene ve Takasbanka Ödenecek Komisyon

Ödünç verene ödenecek işlem komisyonu, vade sonunda saat 16:30'da, ödünç alan aracı kuruluşun Takasbank Serbest Cari Hesabından tahsil edilerek ödünç verene aktarılır.

İşlem komisyonu, ödünç işleminin piyasa değeri ile taraflarca önceden belirlenen işlem komisyon oranının çarpılarak, ödünç verilen gün sayısına bölünmesi ile bulunur.

Takasbank'a ödenecek komisyon ise, işlemin vadesine göre, emrin gerçekleşen kısmının piyasa değerinin onbinde biri ile onbinde onu arasında





değişmektedir. Takasbank Komisyonu ve bunun BSMV'si, hem ödünç veren hem de ödünç alan taraftan işlem günü saat 17:00'de tahsil edilir.

### **Ödünce Konu Kıymet Temerrüdü**

Piyasada vadesi gelen ödünç borçlarının son kapa- ma saati 16:30 olup bu saat itibariyle halen borç bakiyesi bulunan aracı kuruluş veya müşterileri temerrüde düşer. Temerrüt faiz oranı, 17:00'den sonra kapatılan borçlar için, aynı gün Takasbank Borsa Para Piyasası'nda oluşan gecelik işlemlerin ortalama faiz oranının 2 katı kadardır (Borcun 16:30–17:00 arasında kapatılması durumunda ortalama faiz oranının %50'sidir).

Temerrüt durumunda, ödünç verene sunulan seçenekler şunlardır;

1. Ödünç verenin, aynı şartlarla ödünç işlemine devam etmesi,
2. Teminatların nakde dönüştürülerek ödünce konu kıymetlerin piyasadan alınması,
3. Teminatların nakde dönüştürülerek, nakdin ödünç verene verilmesi,
4. Teminatların piyasa değeri ile ödünce konu kıymetlerin piyasa değerlerinin karşılıklı olarak netleştirilmesi.

### **Takasbank Ödünç Pay Senedi Piyasasının Geliştirilmesi**

Yukarıda özetlenen tüm bu çalışmalara karşın sermaye piyasamızda ödünç işlemleri organize bir piyasa altında istenen düzeye ulaşamamıştır.

Sektörün, ödünç işlemlerinin olumlu etkilerinden bir an önce yararlanabilmesi için yukarıda özetlenen teminat düzenlemeleri ve komisyonların gözden geçirilmesi gerekmektedir. Ayrıca piyasanın ve ödünç işlemlerinin sağlayacağı yararların tanıtılmasında da büyük fayda görülmektedir.

# Sermaye Piyasası Verileri

Yurtiçi Tasarrufların Dağılımı				
Milyon YTL	2004	2005	03/2006	%Δ
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	97,407	104,729	102,299	-2.3%
Mevduat	182,762	226,091	236,119	4.4%
Hisse Senedi*	40,616	67,530	74,330	10.1%
<b>TOPLAM</b>	<b>320,785</b>	<b>398,350</b>	<b>412,748</b>	<b>3.6%</b>
Tahmini Altın Stoku	114,775	131,682	143,289	8.8%
Milyar \$				
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	72.6	78.1	76.6	-1.9%
Mevduat	136.2	168.5	175.9	4.4%
Hisse Senedi*	30.3	50.3	55.4	10.0%
<b>TOPLAM</b>	<b>239.0</b>	<b>296.9</b>	<b>307.8</b>	<b>3.7%</b>
Tahmini Altın Stoku	85.5	98.1	107.0	9.0%

\*: Halka açık kısmın piyasa değeri.

Menkul Kıymet Stokları				
Milyon YTL	2003	2004	2005	%Δ
Hisse Senedi*	18,008	25,186	31,916	26.7%
Hazine Bonosu/Devlet Tahvili	194,387	224,483	244,782	9.0%
Diğer	1,617	2,932	3,991	36.1%
<b>Toplam</b>	<b>214,012</b>	<b>252,601</b>	<b>280,689</b>	<b>11.1%</b>
Milyar \$				
Hisse Senedi*	12.9	18.8	23.8	26.2%
HB/DT	139.5	168.0	182.4	8.6%
Diğer	1.2	2.2	3.0	35.6%
<b>Toplam</b>	<b>153.6</b>	<b>189.0</b>	<b>209.2</b>	<b>10.7%</b>

\*: Toplam nominal değer.

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
	2004	2005	05/05/2006	%Δ
Milyon YTL	132,556	218,318	246,397	12.9%
Milyon \$	98,073	162,814	187,759	15.3%
Halka Açık Kısmın Piyasa Değeri (Milyon \$)	26,390	50,328	59,538	18.3%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	26.9%	30.9%	31.7%	2.6%

Halka Açık Şirket Sayısı				
	2004	2005	05/05/2006	%Δ
İMKB'de Kote Şirketler	297	306	311	1.6%
İMKB'de İşlem Gören Şirketler	297	306	311	1.6%

Birincil Halka Arzlar				
	2004	2005	05/05/2006	%Δ
Toplam Hacim (Milyon \$)	481.8	1,802.9	885.4	A.D.
Şirket Sayısı	12	11	7	A.D.

A.D.: Anlamli değil.

Halka Açık Şirket Karlılığı				
	2001	2002	2003	%Δ
Kar Eden Şirket Sayısı	231	207	221	6.8%
Zarar Eden Şirket Sayısı	76	81	64	-21.0%
Kar Edenlerin Toplam Karı (Bin YTL)	4,670,899	5,507,834	6,499,432	18.0%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Bin YTL)	-2,688,115	-1,035,591	-468,071	-54.8%
Toplam Kar/Zarar (Bin YTL)	1,982,784	4,472,244	6,031,361	34.9%
Kar Edenlerin Toplam Karı (Milyon \$)	3,784	3,500	4,480	28.0%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Milyon \$)	-2,178	-679	-314	-53.8%
Toplam Kar/Zarar (Milyon \$)	1,606	2,821	4,166	47.7%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon \$	2004	2005	05/05/2006	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları	583	786	1,005	27.9%
B Tipi Yatırım Fonları	17,708	20,977	22,022	5.0%
Borsa Yatırım Fonları	-	40	57	41.3%
Emeklilik Yatırım Fonları	222	913	1,293	41.5%
Yatırım Ortaklıkları	220	360	366	1.5%
Gayrimenkul Yat.Ort.	752	1,864	1,970	5.7%
Risk Sermayesi Yat.Ort.	64	69	95	37.3%
<b>Toplam</b>	<b>19,548</b>	<b>25,010</b>	<b>26,808</b>	<b>7.2%</b>
Kurumsal Yatırımcı/GSMH	7.7%	8.3%	7.4%	8.5%

Yatırımcı Sayısı				
	2003	2004	2005	%Δ
Açık Hesap Sayısı	2,077,742	2,177,516	2,390,687	9.8%
Bakiyeli Hesap Sayısı	1,106,752	1,072,663	1,004,551	-6.3%
Bakiyeli Hesap/Toplam Nüfus	1.6%	1.6%	1.6%	0.0%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri				
Milyon \$	2004	2005	04/2006	%Δ
Saklama Bakiyeleri	16,141	33,812	38,399	A.D.
İşlem Hacimleri	37,368	83,275	36,075	A.D.
Net Alışları	1,430	3,989	908	A.D.

A.D.: Anlamli değil.

TSPAKB Üyeleri				
	2004	2005	05/05/2006	%Δ
Aracı Kurumlar	112	108	106	-1.9%
Bankalar	42	41	41	0.0%
<b>Toplam</b>	<b>154</b>	<b>149</b>	<b>147</b>	<b>-1.3%</b>

Aracı Kuruluşların İşlem Hacimleri				
Milyar \$	2004	2005	03/2006	%Δ
Hisse Senedi Piyasasında				
Aracı Kurum	312	403	148	A.D.
Tahvil/Bono Piyasasında				
Aracı Kurum	650	708	344	A.D.
Banka	2,473	3,163	711	A.D.
Tahvil/Bono Piyasası Toplam	3,123	3,871	1,055	A.D.
Toplam İşlem Hacmi	3,435	4,273	1,203	A.D.

A.D.: Anlamli değil.

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler				
Milyon \$	2003	2004*	2005	%Δ
Aktif Toplamı	929.7	877.7	1,910.5	117.7%
Özsermaye Toplamı	642.8	676.3	1,118.5	65.4%
Net Komisyon Gelirleri	234.6	273.8	365.6	33.5%
Esas Faaliyet Karı	42.8	61.9	232.7	275.8%
Net Kar	92.1	56.7	203.7	259.5%
Personel Sayısı	6,035	5,906	5,916	0.2%
Şubeler	227	224	234	4.5%
İrtibat Bürosu	78	67	69	3.0%
Acente Şubeleri	3,993	4,450	4,406	-1.0%

\*Enflasyon ve Konsolide Enflasyon Muhasebesi esasına göre mali tablo hazırlayan 94 kurumun verileri.

İMKB-100 Endeksi ve İşlem Hacmi				
	2004	2005	05/05/2006	%Δ
İMKB-100	24,972	39,778	44,213	11.1%
İMKB-100 - En Yüksek	25,106	40,012	48,192	20.4%
İMKB-100 - En Düşük	15,804	22,888	39,399	72.1%
Günlük Ort.İşlem Hacmi (Milyon \$)	593	794	1,169	47.2%

Yurtdışı Borsa Endeksleri				
	2004	2005	05/05/2006	%Δ
Hong Kong Hang Seng	14,230	14,876	17,014	14.4%
Almanya DAX	4,256	5,438	6,098	12.1%
Fransa CAC 40	3,821	4,714	5,267	11.7%
İngiltere FTSE 100	4,820	5,619	6,061	7.9%
Japonya Nikkei 225	11,489	16,111	17,154	6.5%
S&P 500	1,214	1,249	1,319	5.5%
Nasdaq 100	1,624	1,663	1,715	3.2%

Haftalık olarak güncellenen Sermaye Piyasası Özet Verileri Tablosuna [www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr) adresindeki internet sitemizden ulaşabilirsiniz.

**Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur.**

**Birliğin 106 aracı kurum ve 41 banka olmak üzere toplam 147 üyesi vardır.**

**Misyonumuz;**

**Çalışanları en üst derecede mesleki bilgi ile donatılmış, etik değerlere bağlı, rekabeti yatırımcılara daha kaliteli ürün ve hizmet sunumu şeklinde algılayan ve saygınlığına önem veren bir meslek mensupları kitlesi oluşturmak; sermaye piyasasını geliştirmek ve bu yolla ülkenin kalkınmasına katkıda bulunmaktadır.**

### **TSPAKB Adına İmtiyaz Sahibi**

Metin Ayışık  
Başkan

### **Genel Yayın Yönetmeni**

İlkay Arıkan  
Genel Sekreter

### **Sorumlu Yazı İşleri Müdürü**

Alparslan Budak  
Genel Sekreter Yardımcısı

**Yayın Türü:** Yaygın, süreli

**sermaye piyasasında gündem**, TSPAKB'nin aylık iletişim organıdır. Para ile satılmaz.

### **TSPAKB**

Büyükdere Caddesi No:173  
1. Levent Plaza Kat:4  
1. Levent 34394 İstanbul  
Tel:212-280 85 67 Faks:212-280 85 89  
www.tspakb.org.tr  
tspakb@tspakb.org.tr

### **Basım:** Printcenter

Eski Büyükdere Cad.  
Cem Sultan Sok. No:2A  
4. Levent 34416 İstanbul  
Tel:212-282 41 90



9 77 13048 15543 9

Bu bülten Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu bültende yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu bültende yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.