



**SERMAYE PİYASASI KURULU  
ARACILIK FAALİYETLERİ DAİRESİ**

**BORSA İSTANBUL'UN SEANS DIŞI ÇALIŞMA ESASINA GÖRE  
ÇALIŐMASININ UYGULANABİLİRLİĞİ VE YURTDIŞI ÖRNEKLERİ**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Yalçın PERÇİN  
Uzman Yardımcısı**

**2017  
ANKARA**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Finansal piyasalar en basit tanımıyla fon fazlası olan ekonomik birimlerden fon açığı olan ekonomik birimlere doğru söz konusu bu fon fazlasını aktarmaya olanak sağlayan fiziki olan ya da olmayan piyasalar bütünüdür. Fiziki pazarların en bilindik örneği menkul kıymet borsalarıdır.<sup>1</sup> Borsa, yalnızca finansal piyasalara ilişkin bir kavram olmamakla birlikte hemen hemen her türlü piyasanın bir borsasının olması mümkündür. Ancak finansal piyasaların bir alt başlığı olarak alabileceğimiz sermaye piyasalarında borsa dendiğinde ilk akla gelen menkul kıymetlerin alım satımına imkan sağlayan, teşkilatlanmış ve yetkili otoritelerce düzenleme altına alınmış bir pazar yeri akla gelmektedir.

Borsa İstanbul A.Ş. (Borsa İstanbul, BIST, Borsa), eski ismi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) olarak 1985 yılında kurulmuş ve o günden bu güne sermaye piyasalarında menkul kıymetlerin alım satımına imkan sağlayan pazar yeri olarak ülkemizde faaliyet gösteren tek borsa olma özelliğini sürdürmüştür. Borsa’da alım satım işlemleri ilk başta pano sistemi ile gerçekleştirilirken, 1993 yılında bilgisayarlı alım satım sistemine geçilmesini takiben teknolojik ilerleme ile paralel olarak 14 Temmuz 1994 tarihinde birincisi 10:00-12:00, ikincisi 14:00-16:00 saatleri arasında olmak üzere seans sayısı ikiye, günlük işlem saati de dörde çıkarılmıştır. Kasım 2015’te tekrar tek seans uygulamasına dönen Borsa’da; 8 Eylül 2016 tarihinde yaz saati uygulamasının yıl boyunca sürdürülmesi kararının ardından başta Avrupa ülkeleri olmak üzere diğer ülkeler ile oluşacak saat uyumsuzluğunun giderilmesi açısından işlem saatleri değiştirilmiştir. Pay piyasası elektronik alım satım sistemi ile üyelerin merkezi sistemlerini elektronik bir altyapı, iletişim protokolü ve kullanım yöntemi aracılığıyla bağlamak, üyelerin bu yapı vasıtasıyla emir işlemlerini (emir giriş, emir düzeltme, emir bölme, emir iptal, emir durum sorgusu fonksiyonlarını) elektronik ortamda yürütebilmelerini sağlamak için oluşturulan bir mesajlaşma ara yüzü olan Financial Information Exchange Application Process Interface (Fix-API) terminalleri borsa üyeleri tarafından kullanılmaktadır.

Ülkeler arasındaki yerel saat farklılıkları sebebiyle bazı hedef ülke yurtdışı yatırımcılarının işlem yapabilmesini sağlamak ve yerel yatırımcılara geleneksel işlem saatleri dışında global seviyede meydana gelebilecek haber etkilerine karşı alım satım tepkisi verebilmeleri imkanını sunmak temel amaçlarıyla, New York Stock Exchange (NYSE), National Association of Securities Dealers Automatic Quotation (NASDAQ), Hong Kong Borsası (HKE) ve İtalya Borsası (BI) gibi bazı ülkelerin borsalarında “extended hours trading” ya da “before- and after-hours trading” olarak anılan uzatılmış işlem saatleri yer almaktadır. Uzatılmış işlem saatlerinin en yoğun şekilde kullanıldığı iki borsa NYSE ve NASDAQ borsalarıdır. HKE ise yalnızca vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü “After Hours Futures Trading” adı altında uzatılmış işlem saatlerine sahiptir. Bu borsaların uzatılmış işlem saatlerinde işlemler ya elektronik iletişim ağları (ECNs – Electronic Communications Networks) ya da elektronik borsalar (Electronic Stock Exchanges) olarak bilinen elektronik pazarlarda gerçekleşmektedir. Uzatılmış işlem saatleri sahip olduğu birtakım avantajlar ile birlikte birçok riski de beraberinde getirmektedir. Amerika Birleşik Devletleri’nde

---

<sup>1</sup> Borsaların fiziksel olarak bir mekana sahip olma zorunlulukları bulunmamakla birlikte, organize olmuş bir şekilde alım satım işlemlerinin gerçekleştiği fiziki mekanlara da borsa denmektedir.

(ABD) Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) ve National Association of Securities Dealers (NASD) tarafından söz konusu bu risklerin yatırımcılara önceden bildirilmesi zorunlu hale getirilmiş; böylece yatırımcıların bu risklerden haberdar olması sağlanmıştır.

ECNs'nin, Borsa İstanbul emir iletim sisteminde kullanılan Fix-API elektronik sisteminden en önemli farkının alım satım emirlerini emri verenler arasında doğrudan eşleştirme özelliği olduğu, bu özelliğin de bu sistemlere borsa niteliğini verdiği, dolayısıyla borsanın işleticisi olduğu Fix-API emir iletim sisteminin emirlerin doğrudan karşılıklı olarak eşleşebileceği bir niteliğe kavuşturularak uzatılmış işlem saatleri için emir iletim sistemine dahil edilebileceği düşünülmektedir.

Uzatılmış işlem saatlerinin avantajlarından birisi normal işlem saatlerinde işlem yapamayan yatırımcılara uygun zamanı sunuyor olması, bir diğer önemli avantajı ise normal işlem saatlerinden sonra ortaya çıkan haberlere karşı hızlı bir şekilde pozisyon alabilme imkanı sağlayabilmesidir. Bunların yanında daha sık bir piyasa oluşumu, daha yüksek fiyat dalgalanmaları, daha geniş alım satım fiyat aralıkları<sup>2</sup> gibi riskleri de beraberinde getirmektedir.

Ayrıca uzatılmış işlem saatlerinin likidite, aşırı fiyat dalgalanmaları, aynı menkul kıymetin farklı elektronik alım satım sisteminde işlem görmesi sebebiyle konsolide olmayan fiyat oluşumu gibi risklerinden ötürü yetkili otoriteler tarafından her menkul kıymetin uzatılmış işlem saatlerinde alınıp satılmasına izin verilmediği gözlenmektedir.

2017'nin ilk çeyreğinde Borsa'nın toplam yatırımcı sayısının %1'ini oluşturan yabancı yatırımcılar BIST tüm işlem hacminde %25 paya sahiptir. Borsa'da işlem yapan toplam yurtdışı yerleşiklerin Borsa İstanbul'daki portföy değerine ait sıralamada ise ABD, İngiltere ve Lüksemburg ilk üç ülke arasında yer almaktadır. İlk iki sırada yer alan ABD ve İngiltere'de yerleşik yatırımcılar 2016 yılının son çeyreğinde olduğu gibi toplam yurtdışı yerleşik yatırımcı portföy değerinin yaklaşık olarak %50'sini temsil etmektedir. ABD yerel saatinin (GMT+4)<sup>3</sup> ülkemiz yerel saatine (GMT+3) göre 7 saat, İngiltere yerel saatinin (GMT+1) 2 saat ve son olarak Lüksemburg yerel saatinin (GMT+2) ise 1 saat geride olduğu dikkate alındığında Borsa'da toplam yabancı portföy değerinin yarısından fazlasını temsil eden bu üç ülkenin yatırımcılarının daha fazla ve uygun zamanda işlem yapabilmesine olanak sağlayacak işlem saatlerinin oluşturulabileceği değerlendirilmektedir.

Bu kapsamda, Borsa açılışından önce ve kapanışından sonra oluşturulacak uzatılmış işlem saatlerinin özellikle Amerika, İngiltere ve Lüksemburg ülkelerinin yerel saatleri dikkate alınarak yurtdışında yerleşik yatırımcıların Borsa'daki işlem payını ve Borsa'nın uluslararası entegrasyonunu artıracak; bu durumun İstanbul Finans Merkezi hedefine hizmet edeceği ve aynı zamanda yerli yatırımcıların daha fazla işlem saatlerinde işlem yapabilmesine olanak sağlayarak borsanın işlem hacmine katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

---

<sup>2</sup> Alım satım fiyatları arasındaki farkın İngilizce karşılığı olan "spread", uluslararası finans dilinde yaygın olarak kullanılmakta ve ülkemiz finansal piyasalarında da günlük dilde daha çok bu terim kullanılmaktadır.

<sup>3</sup> ABD için incelenen NASDAQ ve NYSE borsaları göz önüne alınarak, EST (Eastern Standard Time) zaman diliminde bulunan New York, yaz saati uygulamasında GMT+4 zaman diliminde yer almaktadır.

## İÇİNDEKİLER

<b>YÖNETİCİ ÖZETİ</b> .....	i
<b>KISALTMALAR CETVELİ</b> .....	iv
<b>TABLolar CETVELİ</b> .....	v
<b>GİRİŞ</b> .....	1
<b>BORSALAR, SEANS KAVRAMI VE BORSA İSTANBUL</b> .....	3
A. Borsalar .....	3
B. Borsalarda seans kavramı.....	5
C. Türkiye’de Borsanın Tarihi ve Sermaye Piyasası Mevzuatında Borsa Tanımı .....	6
D. Pay Piyasasının İşleyiş Esasları, Uygulanan İşlem Yöntemleri ve Pay Piyasalarında Alım Satım Sistemleri.....	8
E. Borsa İstanbul’da Elektronik Emir İletim Sistemi .....	13
<b>UZATILMIŞ İŞLEM SAATLERİ VE YURTDIŞI ÖRNEKLERİ</b> .....	16
A. Uzatılmış İşlem Saatleri.....	16
B. Uzatılmış İşlem Saatlerinin Avantajları ve Riskleri.....	18
B.1. Uzatılmış İşlem Saatlerinin Avantajları .....	19
B.2. Uzatılmış İşlem Saatlerinin Riskleri.....	20
C. Elektronik İletişim Ağları .....	22
D. ABD’de Uzatılmış İşlem Saatlerinin İşleyiş Esasları .....	24
E. HKE’de Uzatılmış İşlem Saatleri.....	26
F. Literatür.....	27
<b>BORSA İSTANBUL’UN YERLİ VE YABANCI YATIRIMCI PROFİLİ İLE BORSA İSTANBUL VE DİĞER ÜLKE BORSALARI İŞLEM SAATLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI</b> .....	29
A. Borsa İstanbul’un Yatırımcı Profili Açısından Analizi.....	31
B. ABD, İngiltere ve Lüksemburg Borsaları İşlem Saatleri .....	35
<b>DEĞERLENDİRME VE SONUÇ</b> .....	37
<b>KAYNAKÇA</b> .....	43
<b>EKLER</b> .....	45

## KISALTMALAR CETVELİ

<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>AMEX</b>	American Stock Exchange
<b>ATM</b>	Automatic Teller Machine
<b>ATS</b>	Alternatif Alım Satım Sistemleri
<b>BIST, Borsa, Borsa İstanbul</b>	Borsa İstanbul A.Ş.
<b>ECNs</b>	Elektronik İletişim Ağları
<b>Ex-API</b>	Express-Exchange Application Process Interface
<b>FINRA</b>	Financial Industry Regulatory Authority
<b>Fix-API</b>	Financial Information Exchange Application Process Interface
<b>GMT</b>	Greenwich Mean Time
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>MKK</b>	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
<b>NASDAQ</b>	National Association of Securities Dealers Automatic Quotation
<b>NASD</b>	National Association of Securities Dealers
<b>NYSE</b>	New York Stock Exchange
<b>SEC</b>	Securities and Exchange Commission
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SPKn</b>	Sermaye Piyasası Kanunu
<b>TSİ</b>	Türkiye Saati İle
<b>TSPB</b>	Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
<b>TÜYİD</b>	Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği
<b>VIOP</b>	Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası
<b>VOBAŞ</b>	Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası

## TABLULAR CETVELİ

<b>Tablo 1</b>	Alım Satım Emirlerinin Öncelik Kuralına Göre Emir Defterine Kaydı
<b>Tablo 2</b>	Sürekli İşlem Yöntemi Emir Defteri Kaydı
<b>Tablo 3</b>	NASDAQ ve NYSE Borsası İşlem Saatleri (EST)
<b>Tablo 4</b>	BIST TÜM ve BIST 100 Endekslerinde Uyruk Bazında Yatırımcı Sayıları (2014-2017/03)
<b>Tablo 5</b>	Borsa İstanbul'da Yerli ve Yabancı Yatırımcı İle Toplam Yatırımcı Sayısı (2014-2017/03)
<b>Tablo 6</b>	Yabancı yatırımcıların adres ülkesi ve portföy değeri dağılımı (2016)
<b>Tablo 7</b>	NYSE, NASDAQ, Londra ve Lüksemburg Borsaları İşlem Saatleri (Temmuz 2017)

## GİRİŞ

Borsa'nın açılış seansı öncesi ve kapanış seansı sonrası uzatılmış işlem saatleri şeklinde geleneksel seans saatleri dışında alım satım işlemlerine açılmasının diğer ülke borsa örnekleri değerlendirilerek ülkemiz bakımından uygulanabilirliği bu çalışmanın konusunu oluşturmaktadır.

İncelenen konular arasında; Borsa İstanbul'un çalışma esasları, uzatılmış işlem saatleri, ABD'de NASDAQ ve NYSE borsaları ile Çin'de bulunan HKE'de uygulanan uzatılmış işlem saatlerine ilişkin çalışma esasları ve bu esasların Borsa İstanbul yapısına uygulanabilirliği gibi temel bazı başlıklar yer almaktadır.

Uzatılmış işlem saatlerini uygulayan ülke borsalarında söz konusu işlem saatlerinde yüksek fiyat dalgalanmaları, düşük likidite, fiyatların konsolidasyonunun olmaması gibi riskler dolayısıyla yalnızca bazı menkul kıymetlerin işlem görmesine izin verilebilmekte, hatta bunlar için de belli emir kısıtlamaları getirilmektedir. Bu hususa bu çalışmada detaylıca değinilmemiş, yalnızca Borsa İstanbul'da işlem yapan toplam yabancı yatırımcı sayısının neredeyse tamamına yakının BIST TÜM ve BIST 100 endeksinde işlem gören şirketlere ait pay senetlerini ellerinde tuttuğu, dolayısıyla pay senedine ilişkin çalışmanın Borsa İstanbul'da işlem yapan yabancı yatırımcının tamamına yakınına kapsayacağı değerlendirilmektedir.

Çalışmanın birinci bölümü giriş yazısından oluşmakta olup; ikinci bölümde borsa ve seans kavramı, Borsa İstanbul'un tarihçesi ve sermaye piyasası mevzuatı kapsamında borsa, pay piyasasının işleyiş esasları ve uygulanan işlem yöntemleri ile elektronik emir iletim sistemine ilişkin bilgilere yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde; uzatılmış işlem saatleri kavramı, ortaya çıkış amacı, avantajları ve riskleri, elektronik iletişim ağları (ECNs), NYSE ve NASDAQ borsaları ile HKE'de uygulanan uzatılmış işlem saatlerinin işleyiş esasları ve literatürde nasıl tanımlanmış olduğuna ilişkin bilgilere yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde Borsa İstanbul'da işlem yapan yerli ve yabancı yatırımcı profili ile yurtdışı yerleşik yatırımcıların adres ülkeleri ile ellerinde tuttıkları portföy değerlerine göre sıralaması, ABD, İngiltere ve Lüksemburg borsalarının işlem saatleri

ile Borsa İstanbul'un işlem saatlerinin karşılaştırılarak hangi işlem saat aralıklarının Borsa İstanbul işlem saatleri ile kesiştiği analizine yer verilmiştir.

Çalışmanın beşinci ve son bölümünde Borsa İstanbul'un geleneksel işlem saatleri dışında uzatılmış işlem saatlerinin uygulanabilirliği, konuya ilişkin değerlendirme ve önerilerde bulunulmuştur.



## **BORSALAR, SEANS KAVRAMI VE BORSA İSTANBUL**

### **A. Borsalar**

Piyasa en geniş anlamıyla çeşitli mal, kıymet ve hizmetlerin alınıp satıldığı ve bu amaçla alıcı ve satıcıların bir araya geldiği mekanlar, kurumlar ve pazar yerleri olarak tanımlanmakta (Ekinci 2001:97; Soydemir ve Akyüz. 2015:29); finansal piyasalar ise fon fazlası veren ekonomik birimler ile fon açığı veren ekonomik birimlerin fon alış verişinde buldukları piyasalar olarak ele alınmaktadır (Soydemir ve Akyüz. 2015:21). Finansal piyasaların ekonomiye en önemli katkısı hiç şüphesiz yukarıdaki tanımından da anlaşılacağı üzere tasarrufların doğru yatırımlara kanalize edilmesine yardımcı olmasına ortam sağlaması, tasarruf sahipleri ile yatırımcıları bir araya getirmesine imkan yaratmasıdır. Finansal piyasalar ise günümüzde temel olarak bankacılık ve sermaye piyasaları sektörleri ile ön plana çıkmakta; sermaye piyasalarının en önemli görünümü ise menkul kıymet borsaları olarak oluşmaktadır. Tasarruflarını kısa vadede yatırım kanallarına kanalize etmek isteyen fon sahipleri para piyasalarına yönelmekte bunun için de banka kurumlarını kullanmakta, ancak uzun vadede<sup>4</sup> fon alış verişi yapmak isteyen ekonomik birimler ise menkul kıymet borsalarında işlem yapmaktadırlar.

Modern finans dünyasında borsalar, menkul kıymetlerin el değiştirdiği ve ikincil piyasalar olarak tanımlanan piyasalar arasında, merkezi bir mekanda ve önceden belirlenmiş kurallar çerçevesinde işlemlerin gerçekleştiği oluşumlar olarak tanımlanmakta (Yalçiner. 1996:3-8; Bal. 2014:3); “Borsa” kelimesinin ise köken olarak 1531 tarihinde Belçika’nın Bruges kentinde veya Anvers kentinde ilk sürekli fuarı kuran “Van der Beurs” ailesinin isminden türemiş olduğu düşünülmektedir (Fertekligil. 2000:3; Bal. 2014:3).

Borsaların tanımlanmasında kullanılabilecek en iyi yollardan bir tanesi, farklı işlem sistemleri aracılığı ile gerçekleştirilen faaliyetlerin hangilerinin düzenlenmesi gerektiği konusunda yapılacak belirlemelere bağlı olmaktadır. Bu durumda finansal piyasalarda düzenleme yapmanın temel amaçlarının neler olduğu ve alım satım

---

<sup>4</sup> Uzun vade kavramı ile finansal piyasalarda, 1 yıldan daha uzun vade ile elde tutulan finansal araçlar kastedilmekte olup; BIST TİM endeksinde yer alan şirket paylarına yatırım yapan hane halkının bu payları ortalama elde tutma süreleri 42 gün olarak hesap edilmiştir (TÜYİD-MKK. Borsa Trendleri Raporu, s. 19.)

sistemlerinin işleyiş biçimlerinin bu amaçları nasıl etkileyeceği konusunda belirlemeler yapılması gerekmektedir (Lee. 1992:4; Güngör. 2001:2).

Menkul kıymet borsalarının ekonomik açıdan birçok işlevi bulunmaktadır. En önemli işlevlerinden birisi ekonominin kaynak dağılımı sorunu çözümüne yardımcı olmasıdır. Ekonomideki tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılması suretiyle bütçe açığını borçlanma yolu ile kapatmak isteyen devletin, borçlanma ihtiyacı olan veya sermayesine ortak olacak yeni kişi ve kurumlar arayan şirketlerin, bunun karşısında bir şirkete ortak olmak isteyen kişi ve kurumların, devlete veya özel sektöre borç vererek nema elde etmek isteyenlerin veya vadeli işlemler yaparak birtakım risklerden korunma amacı güden ya da tamamen spekülatif amaçlı gelir elde etmek isteyen kişilerin karşılaştıkları yer menkul kıymet borsalarıdır. Borsaların diğer işlevleri arasında ise kendi bünyelerinde işlem gören menkul kıymetlere likidite sağlama (pazarlanabilir ortam yaratma), sermayenin daha geniş bir tabana yayılmasına imkan sağlama, işlem gören menkul kıymetlerin borsada oluşan fiyat görünürlüğü sayesinde ekonominin göstergesi niteliğinde olması sayılabilir.

Ülkemiz sermaye piyasası bakımından borsaların tanımına bakılacak olursa, SPKn'nun "Kısaltma ve tanımlar" başlıklı 3 üncü maddesinin birinci fıkrasının (ç) bendinde borsaların "*Anonim şirket şeklinde kurulan, sermaye piyasası araçları, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Kurulca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere kendisi veya piyasa işleticisi tarafından işletilen ve/veya yönetilen, alım satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getiren veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştıran, bu Kanuna uygun olarak yetkilendirilen ve düzenli faaliyet gösteren sistemler ve pazar yerleri*" olarak tanımlandığı görülmektedir. Ülkemiz mevzuatına uyum açısından anonim şirket olarak kurulma gibi bazı özelliklerin eklenmesi yanında, SPKn'ndaki borsa tanımının finansal piyasalardaki genel anlayıştan sapma göstermediği; menkul kıymetlere ilişkin alım satım emirlerinin sonuçlandırılmak üzere organize bir piyasada bir araya getirilmesini ve oluşan fiyatların ilanını içerdiği görülmektedir. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere borsaların

kendisi tarafından işletilme zorunluluğu olmamakta, başka bir piyasa işleticisi tarafından da işletilmesine imkan tanınmaktadır.

Ayrıca SPKn.'nda çok taraflı alım satım sistemlerinin ve borsa dışı diğer teşkilatlanmış pazar yerlerinin işletilmesi yatırım hizmet ve faaliyetleri arasında sayılmıştır.<sup>5</sup>

### **B. Borsalarda seans kavramı**

Borsalarda alım satım işlemlerinin başlayarak tamamlandığı zamana kadar geçen süre seans olarak adlandırılmaktadır. Borsa İstanbul Pay Piyasası Yönergesi'nde de seans, *“işlem gören sermaye piyasası araçlarının alım satım işlemlerinin gerçekleştirilmesi için belirlenen zaman dilimi”* olarak tanımlanmakta; yönetim kurulunun sermaye piyasası aracı, pazar, platform, işlem türü veya işlem yöntemi bazında farklı sürelerde, farklı sayıda seans yapılmasına karar verebileceği ifade edilmektedir.<sup>6</sup> Diğer bir tanıma göre de, borsada işlem gören menkul kıymetler her gün belirli seans saatleri arasında alım satıma konu olabilmesi söz konusu olup, bu işlem sürecine borsa seansı adı verilmektedir (Bal. 2014:8). Aynı pazarda işlem gören tüm menkul kıymetlerden işlem yöntemi aynı olanların seansı aynı anda başlayıp aynı anda bitmektedir (İMKB. 2002:253).

Seans süresinin tek bir bütün olarak belirlenmesi mümkünken, birden fazla bölümlere de ayrıştırılabilmektedir. Seans süresinin birden fazla bölümlere ayrılmasındaki temel amacın menkul kıymetlerin fiyat oluşumlarıyla alakalı olduğu görülmektedir. Zira birden fazla seansın seans açılışlarında seansa göre daha fazla fiyat belirsizliği ile karşılaşıldığından, yüksek volatiliteye ve düşük likiditeye sebep olan bu fiyat belirsizliği seans açılışlarında fiyat tespiti (tek fiyat yöntemi vb. gibi) ile hafifletilmeye çalışılır (Küçükkocaoğlu ve Küçüksözen). Birden fazla seans uygulaması ile daha çok sığ piyasaya sahip, likiditesi düşük ülke borsalarında karşılaşılmaktadır. Tek seanslı borsalarda daha az fiyat belirleme yapılmakta, birden fazla açılış ve kapanış seansı yer almamaktadır.

---

<sup>5</sup> 6362 sayılı SPKn., md. 37/1(g).

<sup>6</sup> Borsa İstanbul Pay Piyasası Yönergesi, md. 13.

1993 yılında Borsa İstanbul'da bilgisayarlı alım satım sistemine geçilmesini takiben teknolojik ilerleme ile paralel olarak 14 Temmuz 1994 tarihinde birincisi 10:00-12:00, ikincisi 14:00-16:00 saatleri arasında olmak üzere seans sayısı ikiye, günlük işlem saati de dörde çıkarılmıştır. Gelişmiş ülke borsalarının birçoğunda işlemlerin gerçekleştirildiği tek seans uygulamasına paralel olarak Kasım 2015'te tekrar tek seans uygulamasına dönen Borsa'da<sup>7</sup>; 8 Eylül 2016 tarihinde yaz saati uygulamasının yıl boyunca sürdürülmesi kararının ardından başta Avrupa ülkeleri olmak üzere diğer ülkeler ile oluşacak saat uyumsuzluğunun giderilmesi açısından işlem saatleri değiştirilmiştir.

Borsa İstanbul'da yeni işlem saatleri 14 Kasım 2016 tarihinden itibaren uygulanmaya başlanarak, 09:15-17:40 saatleri yerine 09:40-18:10 saatleri olarak belirlenmiştir.

### **C. Türkiye'de Borsanın Tarihi ve Sermaye Piyasası Mevzuatında Borsa Tanımı**

Ülkemizde bulunan bugünkü Borsa İstanbul gibi fiziki mekana sahip bir borsanın oluşumu 1866 yılında kurulan Dersaadet Tahvilat Borsası'na kadar gitmektedir. Kırım savaşı sonrası borçların kapatılmasına yönelik olarak, iç borçlanma senetleri ve tahviller ihraç edilmiş; bunların da vade bitiminde yeni tahviller ile itfa edilmesi söz konusu olmuştur. 1860'ların başında Avrupa'da yaşanan kriz nedeniyle yurtdışından yeni borç bulunamamış, harcamaların karşılanması amacıyla "esham-ı cedid" veya "konsolid" olarak adlandırılan yeni borçlanma senetleri ihraç edilmiştir (Alper ve Anbar. 2010; Soydemir ve Akyüz. 2015:108). Bu senetleri ellerinde bulunduranlar Havyar Han ve Galata sokaklarında alım satım yaparak gayr-ı resmi bir borsa oluşumuna zemin hazırlamışlardır (Kazgan ve Diğerleri. 1999:288; Soydemir ve Akyüz. 2015:108).

---

<sup>7</sup> 01.03.2016 tarihinde onaylanan ve 31.03.2017 tarihinde revize edilen Pay Piyasası İşleyişine İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları'nda "4.2.9. Seans Saatleri" başlıklı bölümünde "*BISTECH ile birlikte devreye alınan yeni yapıda günde iki seans uygulaması kaldırılmıştır. Yeni yapıda tüm güne yayılan tek bir seans yapılmaktadır.*" hükmü yer almaktadır.

Borsa işlemlerinin güvenilir bir ortamda düzenli yapılmasını sağlamak üzere üyelerin oluşturduğu bir dernekten öte<sup>8</sup> kamunun düzenlemesi ve kontrolü altında, daha organize bir şekilde gerçekleştirilmesi yaklaşımıyla 1866 yılında çıkarılan bir Nizamname ile ilk resmi borsa “Dersaadet Tahvilat Borsası” açılmıştır (Fertekligil. 1993:21-22; Soydemir ve Akyüz. 2015:108). Daha sonra bu borsanın adı “Esham ve Tahvilat Borsası” olarak değiştirilmiş ve 30.05.1929 tarih ve 1203 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu” ile İMKB oluşturulmuş ancak 1938 yılında çıkarılan bir kararname ile İstanbul Borsası kapatılarak Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası adı ile Ankara’da açılmıştır.<sup>9</sup>

1981 yılında yayımlanan 2499 sayılı SPKn. ile sermaye piyasası yeniden ele alınırken, menkul kıymet borsalarına da yeni bir düzenleme getirilmiş ve 1983 yılında Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname çıkarılmıştır. 26 Aralık 1985 tarihinde ise İMKB resmi bir törenle açılarak faaliyete başlamıştır. 2499 sayılı SPKn.’nun ilgası ve 6362 sayılı SPKn.’nun yürürlüğünü takiben, anılan Kanun’un 138’inci maddesi kapsamında, 2013 yılında İMKB, “Borsa İstanbul A.Ş.” olarak isim değiştirmiş, aynı yıl Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOBAŞ) ile Borsa İstanbul Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası (VİOP) alım satım platformları birleşerek tüm vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri Borsa İstanbul’da VİOP’ta işlem görmeye başlamıştır.

Ayrıca İstanbul Altın Borsası’nın kuruluşu ile ilgili ilk düzenleme olan ve 1993 yılında yayımlanan Kıymetli Madenler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik’e dayanılarak 26 Temmuz 1995 tarihinde İstanbul Altın Borsası faaliyete geçmiştir. 6362 sayılı SPKn. hükümleri çerçevesinde İstanbul Altın Borsası ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın tüzel kişiliklerinin sona ermesi ile kıymetli maden ve kıymetli taş işlemleri İstanbul Altın Borsası yerine Borsa İstanbul

---

<sup>8</sup> New York Borsası’nın da kuruluşu, benzeri bir yoldan olmuş; Wall Street’te özellikle iç borçlanma senetlerini alıp satan 24 aracı, çığırtkanları ortadan kaldırmak amacıyla kendi aralarında iki hükmü olan Buttonwood Agreement (17 Mayıs 1792) imzalamışlardır. Bu tarih New York Borsası’nın kuruluş tarihi olarak kabul edilir (Soydemir ve Akyüz. 2015:108).

<sup>9</sup> <http://www.borsaistanbul.com/data/yayinlar/ik.pdf>

A.Ş. bünyesinde kurulan Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası Bölümü tarafından yürütülmeye başlanmıştır.<sup>10</sup>

Son olarak Borsa İstanbul ile NASDAQ arasında 2014 yılında imzalanan stratejik işbirliği anlaşması ile Borsa İstanbul bünyesinde yer alan tüm piyasaların tek bir işlem platformu üzerinden hizmet vermesi planlanarak BISTECH teknolojik dönüşüm programının pay piyasasını içeren ilk aşaması 2015 yılında devreye alınmıştır.<sup>11</sup>

#### **D. Pay Piyasasının İşleyiş Esasları, Uygulanan İşlem Yöntemleri ve Pay Piyasalarında Alım Satım Sistemleri**

Borsalardaki diğer tüm piyasalarda olduğu gibi pay piyasasında da fiyatlar alıcı ve satıcıların arz ve taleplerinin kesiştiği noktada belirlenmekte ve işlemler bu noktada gerçekleşmektedir. Arz ve talep emirlerinin işleme dönüşmesi esnasında ise işlemlerin yapıldığı piyasa ve pazarların özelliklerine göre çeşitli fiyat belirleme mekanizmaları uygulanmaktadır. Pay piyasalarında kullanılan ve emirlerin işleme dönüşmesindeki sırayı gösteren öncelik kuralları ise fiyat belirleme mekanizmalarının en önemli kurallarından biri olarak kabul edilmektedir (Bal. 2014:15).

Pay piyasasında alım ve satım emirlerinin karşılaştıkça eşleşip işleme dönüşmesi sırasında; alım emirleri içerisinde hangi alım emrinin, satım emirleri içerisinde ise hangi satım emrinin ilk önce işlem göreceğini ve takip eden emirlerin bu şekilde sıralanmasını belirleyen birtakım kurallar vardır. Bu tür kurallara öncelik kuralları denmektedir. Öncelik kuralları fiyat ve zaman önceliği kurallarından oluşmaktadır. Düşük fiyatlı satım emirlerinin yüksek fiyatlı satım emirlerinden; yüksek fiyatlı alım emirlerinin de düşük fiyatlı alım emirlerinden daha önce karşılanması esastır. Eğer fiyat eşitliği söz konusu ise zaman bakımından daha önce iletilen emirlere öncelik tanınır.<sup>12</sup> Bu da emirlerin işlem görme sırasında önce fiyat önceliği kuralının daha sonra zaman önceliği kuralının uygulandığını göstermektedir.

---

<sup>10</sup> <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/kiymetli-madenler-ve-kiymetli-taslar-piyasasi>

<sup>11</sup> <http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/tarihsel-gelistmeler>

<sup>12</sup> Borsa İstanbul Pay Piyasası İşleyişine İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları, s. 86.

Borsa İstanbul Pay Piyasası Yönergesi'nin 9 uncu maddesinde de öncelik kuralları, fiyat ve zaman önceliği kuralları olarak ele alınmaktadır.

Bu kurallar çerçevesinde alım satım sistemine gönderilen emirler “emir defteri” denilen özel dosyalarda saklanırken<sup>13</sup>, söz konusu dosyalarda saklanan emirler otomatik olarak öncelik kurallarına göre sıralanmaktadır. Herhangi bir pay senedinin öncelik kuralına göre sıralanmış alım satım emirlerine ilişkin örnek bir emir defteri Tablo 1’deki gibidir.

**Tablo 1: Alım Satım Emirlerinin Öncelik Kuralına Göre Emir Defterine Kaydı**

Zaman	Alış Lot Adedi	Alış Fiyatı	Zaman	Satış Fiyatı	Satış Lot Adedi
11:10:25	400	1,46	10:23:17	1,47	100
11:08:28	150	1,45	10:24:25	1,48	120
11:08:57	70	1,45	10:13:46	1,49	60
11:09:34	380	1,43	10:14:32	1,49	250

Tablo 1’den görüleceği üzere 1,46 fiyatlı alış emri zaman önceliği kuralına göre son sırada yer alsa da fiyat önceliği kuralına göre ilk sırada yer almaktadır. Ayrıca 1,45 fiyatından iki alış emri emir defterinde olmakla birlikte, zaman önceliği bakımından diğerine göre daha önce sisteme iletilen alış emri diğerine göre öncelik üstünlüğüne sahip olmuştur.

Ayrıca sisteme girilen alım satım emirlerinin miktarları ve/veya fiyatları azaltılıp artırılabilen (bu durumda emir yenilediğinden zaman önceliğini kaybedecektir) ya da emirlerin gerçekleşmeyen kısmı tamamen iptal edilebilmektedir. Emir iyileştirilmesi alım emri için fiyatı yükseltmek, satım emri için ise fiyatı düşürmektir. Tam tersi durumda da emir kötüleştirilmesi durumu ortaya çıkmaktadır. Emir iptali alım satım sistemine daha önce gönderilmiş ve işlem görmeden emir

<sup>13</sup> Borsa İstanbul Pay Piyasası Yönergesi'nin 4 üncü maddesinde emir defteri, Pay Piyasasında işlem gören her bir sermaye piyasası aracı için ayrı ayrı olmak üzere Sisteme girilen alış ve satış emirlerinin toplandığı, sıralandığı, gösterildiği ve işlemlerin gerçekleştirildiği Sistem üzerindeki elektronik ortam olarak tanımlanmıştır.

defterine pasif emir olarak yazılmış limit fiyatlı emirlerin iptal edilmesidir. Aktif emirlerin iptali ise ancak kalanı iptal et emri ile mümkün olmaktadır (Bal, 2014:18).

Borsada alım satıma konu menkul kıymetlerin işlem görmesi sırasında alım satım emirlerinin eşleştirilmesine ilişkin farklı yöntemler yer almaktadır. Pay Piyasası'nda menkul kıymetler, elektronik alım satım sistemi aracılığıyla fiyat ve zaman önceliği kuralı baz alınarak “sürekli işlem/çok fiyat”, “piyasa yapıcılı sürekli işlem” veya “tek fiyat” yöntemlerinden birisiyle işlem görürler.<sup>14</sup>

Dünya'nın belli başlı borsalarında kullanılmakta olan yöntem sürekli işlem yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır (Bal, 2014:19). Borsa İstanbul pay piyasasının temel çalışma yöntemi sürekli işlem yöntemi olmakla birlikte, bu yöntem piyasa açılışında tek fiyat yöntemi ile desteklenmiştir.

Borsa İstanbul Pay Piyasası Yönergesi'nin 25 inci maddesinde “*Bir sermaye piyasası aracı için Sisteme iletilen emirlerin Borsa tarafından belirlenen işlem süreleri boyunca sürekli bir şekilde, öncelik ve işlem kurallarına uygun olarak farklı fiyat seviyelerinden eşleştirilmesi yöntemi*” şeklinde tanımlanan sürekli işlem yöntemi ise bir sermaye piyasası aracı için sisteme iletilen emirlerin borsa tarafından belirlenen işlem süreleri boyunca sürekli bir şekilde, öncelik ve işlem kurallarına uygun olarak farklı fiyat seviyelerinden eşleştirilmesi yöntemidir. Sürekli işlem yöntemi “Çok Fiyat Yöntemi” olarak da adlandırılmaktadır.<sup>15</sup> Bu yöntemde emirler sisteme girildiği anda karşı taraftaki emirler sistem tarafından kontrol edilerek girilen emrin fiyatı karşı tarafta beklemekte olan emirlerin fiyatlarıyla kesişiyorsa hemen işlem gerçekleştirilmektedir (Bal, 2014:19). Dolayısıyla bu yöntemde aynı işlem saati içerisinde aynı menkul kıymete ilişkin birden fazla fiyatın oluşması, yani fiyat dalgalanmasının yaşanması mümkündür. Sürekli işlem yöntemine ilişkin örnek bir emir defteri Tablo 2'deki gibidir:

---

<sup>14</sup> <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi>

<sup>15</sup> Borsa İstanbul Pay Piyasasının İşleyişine İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları, s. 48.



**Tablo 2: Sürekli İşlem Yöntemi Emir Defteri Kaydı**

Zaman	Alış Lot Adedi	Alış Fiyatı	Zaman	Satış Fiyatı	Satış Lot Adedi
11:10:25	400	1,46	10:23:17	1,47	100
11:08:28	150	1,45	10:24:25	1,48	120
11:08:57	70	1,45	10:13:46	1,49	60
11:09:34	380	1,43	10:14:32	1,49	250

Tablo 2’de pasifte bekleyen alım ve satım emirlerine ilişkin gönderilen emir fiyatları birbirleri ile eşleşmedikleri için alım satım gerçekleşmemekte her iki taraf emirleri de pasifte beklemektedir. Eğer sisteme 1,47 fiyat seviyesinden 80 lot alış emri verilirse, bu emrin tamamını karşılayacak miktarda satış emri karşı tarafta pasifte yer aldığından alım emri gerçekleşecek; 1,47 fiyat seviyesinden kalan 20 lot satım emri pasifte beklemeye devam edecektir. Eğer 1,48 fiyat seviyesinden 150 lotluk bir başka alım emri sisteme girilirse, bu defa sistem pasifte bekleyen satış emirlerini kontrol edecek ve öncelikle 1,47 fiyat seviyesinden 20 lot satış emrini bu alış emri ile eşleştirecek daha sonra kalan 130 lotun 120 lotunu ise 1,48 fiyat seviyesinden pasif emir listesinde bekleyen satış emrinden karşılayacaktır. 1,48 fiyat seviyesinden kalan 10 lotluk alım emri ise pasif emir listesine alınacaktır.

Piyasa yapıcılı sürekli işlem yöntemi, işlem gören menkul kıymetlerde, atanmış bir piyasa yapıcı üye (aracı kurum) tarafından, bu amaçla tanımlanmış hesap veya hesaplar kullanılarak, sürekli çift taraflı (alış ve satış) kotasyon verilme suretiyle o menkul kıymette işlem gerçekleştirilebilecek fiyat aralığının belirlendiği ve likiditenin hedeflendiği işlem yöntemidir. Burada amaç, likiditesi yüksek olmayan menkul kıymetlere, bir piyasa yapıcı üyenin sürekli alım ve satım kotasyonu vermesi suretiyle likidite kazandırmaktır (Soydemir ve Akyüz, 2015:452). Kotasyon emirleri hem alış hem de satış tarafına girilmekte ve payların işlem görebileceği alt ve üst fiyat sınırlarını belirlemektedir. Piyasa yapıcılar girdikleri çift taraflı kotasyonlar ile fiyat sınırlarını belirlerken işlem yapılabilmesi için de belirli miktarlarda teklifler vermektedirler (Bal, 2014:22).

Piyasa yapıcısının da yer aldığı karma bir yapıyı oluşturan sürekli işlem yöntemi ile, piyasa yapıcısının verdiği alım ve satım kotasyonları ile ilgili menkul kıymetteki fiyat istikrarının sağlanması, piyasa gereği oluşan fiyat hareketleri dışında gerçekleşecek aşırı fiyat oynaklığının doğal olarak engellenmesi hedeflenmektedir. Böylelikle piyasa yapıcısıyla işlem görmekte olan menkul kıymetlerin, yatırımcıları tedirgin eden yapay fiyat hareketlerinden korunabilmesi öngörülmektedir.<sup>16</sup>

Tek fiyat yöntemi, belirli bir zaman dilimi boyunca emirlerin eşleştirme yapılmaksızın sisteme kabul edilip, bu süre sonunda en yüksek miktarda işlemin gerçekleşmesini sağlayan fiyat seviyesinin hesaplandığı, tüm işlemlerin bu fiyat seviyesinden gerçekleştiği işlem yöntemidir.<sup>17</sup> İsminden de anlaşılacağı üzere tek fiyat yöntemine göre alım satım emirlerinin toplanacağı işlem saatlerinde alım satıma konu menkul kıymetin fiyatında herhangi bir dalgalanma meydana gelmemekte, yalnızca tek bir fiyat oluşmaktadır. Borsa İstanbul Pay Piyasası Yönergesi'nin 25 inci maddesinde tek fiyat yöntemi, *“Bir sermaye piyasası aracı için Sisteme iletilen emirlerin Borsa tarafından belirlenen zaman dilimleri boyunca toplanarak gün içinde bir kere veya birden fazla kez tekrar edilmek suretiyle en çok işlem miktarını gerçekleştirecek şekilde ve öncelik kurallarına uygun olarak belirlenen tek bir işlem fiyatından eşleştirilmesi”* olarak tanımlanmaktadır.

Tek fiyat yöntemi iki bölümde gerçekleşmekte; birinci bölümde alıcı ve satıcılar emirlerini piyasaya iletmekte, eşleşme olmaksızın emirler birikmektedir. Biriken emirlere göre, yani arz ve talebe göre bir işlem fiyatı belirlenmekte ve ikinci bölümde ise arz ve talebe göre belirlenmiş olan işlem fiyatına eşit ya da daha iyi seviyede olan emirler işleme dönüşmektedir (Bal, 2014:23). Borsa İstanbul'da açılış ve kapanış seanslarında tek fiyat işlem yöntemi uygulanmaktadır.

Dünya borsalarında payların gün içindeki hareketlerini incelemek üzere yapılmış olan birçok çalışma bulunmakta olup; bu çalışmalarda genel olarak gözlemlenen, pay piyasalarının açılışta ve kapanışta diğer zamanlara kıyasla daha hareketli olduğudur. Özellikle açılışta ve kapanışta gün boyu oluşan değerlere oranla pay getirilerinin, işlem hacimlerinin, volatilitelerinin ve alım satım arasındaki fiyat

---

<sup>16</sup> <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/piyasa-yapicilik>

<sup>17</sup> Borsa İstanbul Pay Piyasasına İlişkin Uygulama Usul ve Esasları, s. 49.

farkının daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Açılıştaki ve kapanışta meydana gelen bu sorunlar menkul kıymet borsalarında etkin fiyat tespitinde zorluklar yaşanmasına sebep olmaktadır (Bal. 2014:26).

### **E. Borsa İstanbul'da Elektronik Emir İletim Sistemi**

Borsa İstanbul'da bilgisayarlı alım satım sistemine geçilmeden önce pano sistemi ile emirler toplanmakta, toplanan bu emirler karşılaştırılarak birbirleri ile eşleştirilmekteydi. 1987 yılından 1993 yılına kadar devam eden bu emir toplama sistemi yerini bilgisayarlı alım satım sistemlerine bıraktı. 1993 yılında 50 şirketin pay senedi ile başlanan bilgisayarlı alım satım sistemine 1994 yılının Kasım ayında tüm şirketlerin dahil edilmesi ile pano sistemine tamamen son verildi.<sup>18</sup> Böylece 1987 ile 1994 yılları arasında panolar aracılığıyla uygulanan "Çok Fiyat, Sürekli Müzayede Sistemi", Kasım 1994'ten sonra bilgisayar aracılığıyla "Elektronik Alım-Satım Sistemi" olarak işlemeye devam etti (Küçükkocaoğlu. 2005:4).

2000 yılının başlarında yatırımcıların işlem yoğunluğu ve yüksek işlem hacmi sebebiyle, açılış seansında yatırımcı taleplerine cevap vermekte zorluklar yaşanması üzerine Borsa İstanbul yönetimi 28 Nisan 2000 tarihinde birinci seans için, 13 Ağustos 2011 tarihinde ise ikinci seans için diskette emir iletimi uygulamasını başlatmıştır<sup>19</sup> (Bal. 2014:59).

Diskette emir iletimi uygulaması, 1999 yılı sonu ve 2000 yılının başlarında yaşanan yüksek işlem hacmi ve yatırımcıların yoğun ilgisi nedeniyle, emirlerin aracı kurumlarca borsa sistemine zamanında iletilmediğine yönelik şikâyetler dikkate alınarak, özellikle seans dışında elektronik kanallardan (İnternet, ATM, şubeler-network, interaktif telefon sistemi) yoğun olarak emir toplayan borsa üyelerinin emir iletimlerini kolaylaştırmak için, Uzaktan Erişim Sistemine geçilmesine kadar ara bir çözüm olarak geliştirilmiştir (Küçükkocaoğlu. 2005:5).

Diskette emir iletimi yöntemini takiben bugünkü Fix-API sisteminin temellerini atan Ex-API sistemi, pay piyasası elektronik alım satım sistemi ile üyelerin merkezi sistemlerini elektronik bir altyapı, iletişim protokolü ve kullanım yöntemi

---

<sup>18</sup> <http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/tarihsel-gelistmeler>

<sup>19</sup> IMKB Genelge No: 134, 21 Nisan 2000.

aracılığıyla bağlamak, üyelerin bu yapı vasıtasıyla emir işlemlerini (emir giriş, emir düzeltme, emir bölme, emir iptal, emir durum sorgusu fonksiyonlarını) elektronik ortamda yürütebilmelerini sağlamak için oluşturulmuş bir mesajlaşma ara yüzüdür (Küçükkocaoğlu, 2005:6).

Daha öncede ifade edildiği gibi pay piyasasında menkul kıymetler, elektronik alım satım sistemi aracılığıyla fiyat ve zaman önceliği kuralı baz alınarak “sürekli işlem”, “piyasa yapıcılı sürekli işlem” veya “tek fiyat” yöntemlerinden birisiyle işlem görürler.

Alıcılar ve satıcılar tarafından temsilcilere iletilen alım satım emirleri, temsilciler tarafından, borsada ve üye merkez ofislerinde bulunan işlem terminalleri aracılığıyla elektronik alım-satım sistemine girilir. Alıcı ve satıcıların hangi üyeler olduğu ancak işlemler gerçekleştikten sonra görülebilir. Üye temsilcilerinin seans sırasında bekleyen emirlerinin hangi üyelere ait olduğu dışında, emir ve işlemlere ait her türlü bilgiye erişme imkanı vardır. Bu terminallere ilave olarak her aracı kurumun merkez ofisinde alım-satım sistemine erişim imkanı olan terminaller de borsa üyelerinin kullanımına sunulmuştur (Küçükkocaoğlu, 2005:5).

2014 yılının Temmuz ayında Express-Exchange Application Process Interface (Ex-API) emir iletim kanalından Fix-API emir iletim kanalına geçilmiştir.<sup>20</sup> Pay Piyasasında kullanılan 4 protokolden biri olan Fix-API protokolü 3 amaçla kullanılmaktadır.<sup>21</sup>

**1. Emir iletimi.** Emir, kotasyon ve ilave olarak özel işlem bildirim işleri için kullanılır. Her üyenin iki gruba bağlı tüm işlem sıralarına ulaşması için en az iki Fix-API oturumu açması zorunludur. Eş yerleşim (co-location) ve uzak erişim noktalarından kullanılabilir. Fix-API kapasiteleri ve bunların değişimine ilişkin kurallar gruplama bazında yapılmaktadır. Örneğin 12 emir/saniye (saniyede 12 emir) kapasitesine sahip bir kullanıcı sahibi olan yatırım kuruluşuna BISTECH sisteminde her bir grup oturumu için 12 emir/saniye kapasiteli Fix-API kullanıcısı (toplamda iki) tahsis edilir.

---

<sup>20</sup> <http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/tarihsel-gelistmeler>

<sup>21</sup> Borsa İstanbul Pay Piyasası İşleyişine İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları, s. 90.

**2. Referans veri.** Enstrüman bazında referans bilgileri sağlayan Fix-API bağlantısıdır. “Menkul Kıymet Tanımı” mesajı, gün içindeki güncellemeler için gönderilen “Menkul Kıymet Tanımı Güncellemesi” mesajı, seans değişikliklerine ilişkin bildirimler, fiyat bilgilerine ilişkin bildirimler gibi ilgili enstrümana ait gün başındaki referans bilgilerini vermektedir.

**3. Fix-API Drop-Copy.** Belli bir üyeye ait emir, kotasyon, işlem ve özel işlem bildirimleri akışının sağlandığı Fix-API bağlantısıdır. Kullanıcı filtreleme şeklindeki bu özellik sayesinde üyelere kullanıcıları bazında filtreleme yapma imkanı sağlanmaktadır. Başka bir ifadeyle üye tarafından tüm kullanıcıları içerisinden belli bir kullanıcı grubuna ait bilgilerin alınması yönünde filtreleme gerçekleştirilebilmektedir.

Tüm bunlara ilaveten pay piyasası alım satım sistemine erişim için kullanılabilen bir diğer protokol olan “OUCH” protokolü bulunmaktadır. Diğer emir iletim kanallarına göre daha hızlı emir iletimine ve böylece yüksek frekanslı işlemlerin gerçekleştirilmesine imkan sağlayan, BISTECH sisteminin getirdiği yeni bir emir iletim protokolü olan OUCH protokolünde sadece limit emirler kullanılabilir. Fix-API emir iletimi ağında olduğu gibi burada da her üyenin iki gruba bağlı tüm işlem sıralarına emir iletimi sağlayabilmesi için en az iki OUCH oturumunun kurulması zorunludur.

## UZATILMIŞ İŞLEM SAATLERİ VE YURTDIŞI ÖRNEKLERİ

Hemen hemen diğer her alanda olduğu gibi finansal piyasaların görünür yüzü menkul kıymet borsaları da zamanla bilgi ve teknoloji çağının nimetlerinden faydalanarak hızlı bir şekilde teknoloji ile entegrasyon sürecine girmiş; fiyatların sürekli değiştiği, siyasi ve ekonomik çevrenin dinamikliği ve belirsizliği gibi sebeplerden ötürü menkul kıymet alım satımı yapmak isteyen yatırımcıların birbirleri ile ve zamanla yarıştığı bir ortamda gelişen teknoloji ile eş güdümlü olarak ortaya çıkan taleplerin karşılanması zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda yatırımcıların borsaların geleneksel işlem saatleri dışında da alım satım işlemi yapma talepleri hasıl olmuş, borsaların işlem saatleri dışında oluşan ekonomik ve politik bazı makro boyuttaki hadiseler ile birlikte payları borsada işlem gören şirketlerde yaşanan birtakım mikro boyuttaki gelişmelere menkul kıymet borsalarında alım satım yaparak tepki verebilmeyi amaçlayan yatırımcılar, borsaların geleneksel işlem saatleri dışında da borsada işlem yapabilmelerine imkan verilmesini arzu etmişlerdir.

Buna ilaveten, yatırım kısıtlarının arasında yer alan zaman kısıtı, ülkeler arası yerel saat farklılıklarından dolayı daha büyük bir sorun haline gelmiş, bu sebeple yurtdışı yerleşik yatırımcıların diğer ülke borsalarında işlem yapma zamanları daha da kısıtlanarak yabancı yatırımların artmasına engel teşkil etmiştir.

Ülkeler arasındaki yerel saat farklılıkları sebebiyle bazı hedef ülke yurtdışı yatırımcıların işlem yapabilmesi açısından ve doğrudan yerel yatırımcının geleneksel işlem saatleri dışındaki işlem saatlerinin avantajlarından faydalanabilmesini sağlamak bakımından New York Stock Exchange (NYSE), NASDAQ, İtalya Borsası (BI), Hong Kong Borsası (HKE) gibi bazı ülkelerin borsalarında “extended hours trading” ya da “before- and after-hours trading” olarak anılan uzatılmış işlem saatleri yer almaktadır. Her iki kavram da aynı olgu için kullanılmakta, uzatılmış işlem saatleri kastedilmektedir.<sup>22</sup>

### A. Uzatılmış İşlem Saatleri

Küresel piyasaların artan entegrasyonu ile birlikte ticari birtakım ilişkilerden ötürü ekonomileri iç içe geçen ülkelerin birinde meydana gelen sosyal, ekonomik ve

---

<sup>22</sup> SEC. Investor Bulletin: After-Hours Trading, Mayıs 2011.

siyasi gelişmeler yalnızca söz konusu gelişmelerin yaşandığı ülkeyi değil ilişki içerisinde bulunan diğer ülke ekonomilerini de etkilemektedir. Bu sebeple bir ülkede yerleşik yatırımcılar yalnızca kendi ülkelerindeki meydana gelen ekonomik değişimlerden değil, diğer ülke piyasalarındaki hareketliliklerden de etkilenmektedirler. Durum böyle olunca söz konusu uluslararası piyasa hareketlerine karşı küresel piyasalarda yatırım yapmak isteyen yatırımcıların ülkeler arası yerel saat farklılıklarından dolayı işlem saatleri kısıtlı olmakta, istenilen zamanda istenilen alım satım işlemi yapılamamaktadır. Bu da küresel piyasaya hizmet etme güdüsü ile hareket eden borsaların geleneksel işlem saatleri dışına çıkarak, bu saatler dışında da alım satım işlemi yapılmasına imkan veren uzatılmış işlem saatleri olarak ifade edebileceğimiz ayrı bir işlem seansı oluşturulmasına yol açmıştır.

Uzatılmış işlem saatleri borsada listelenen menkul kıymetlerin borsaların geleneksel işlem saatlerinin dışında alınıp satıldığı işlem saatleri olarak tanımlanabilecek olup; uygulamada iki şekilde ortaya çıkmaktadır. İlki piyasa açılışı öncesinde yer alan uzatılmış işlem saati<sup>23</sup>, diğeri ise piyasa kapanışı sonrasında yer alan uzatılmış işlem saatidir.<sup>24</sup>

Uzatılmış işlem saatleri hem yerel yatırımcıların daha fazla işlem saatinde alım satım işlemi yapmasına olanak tanıırken hem de ülkeler arasındaki yerel saat farklılıklarından dolayı yurtdışı yerleşik yatırımcıların borsada yapabildikleri kısıtlı işlem saatlerini artırarak yabancı yatırımcıların da daha fazla işlem yapabilmesine imkan vermektedir. Bu açıdan bakıldığında uzatılmış işlem saatlerinin uluslararası finansal piyasalar ile zaman farkını azaltarak borsaların birer finans merkezi olması yolunda uluslararası entegrasyonunu artırıcı bir etkisi olmasının yanında, yurtiçinde yerleşik yatırımcının da borsada daha fazla işlem yapabilmesine olanak sağladıkları görülmektedir.

Uzatılmış işlem saatlerinin likidite, fiyat dalgalanmaları, haber etkisi gibi bazı özelliklerinden dolayı borsaların normal işlem saatlerine kıyasla normal işlem saatlerinde geçerli olan kurallar uzatılmış işlem saatlerinde geçerli

---

<sup>23</sup> Before-market open.

<sup>24</sup> After-market close.

olmayabilmektedir.<sup>25</sup> Uzatılmış işlem saatlerinde kabul edilecek emir türleri, alım satıma konu olacak menkul kıymetler, piyasa yapıcısının olup olmadığı ve yatırımcıları kötü fiyat oluşumundan koruma gibi normal işlem saatlerinde geçerli olan kurallardan farklılık gösterebilir.

Buna ilaveten uzatılmış işlem saatlerinde temel amaç, borsanın resmi işlem saatlerini tamamladıktan sonra işlemlere devam edilebilmesi olduğundan işlemler elektronik araçlar üzerinden oluşturulacak bir sistem vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir. Bu elektronik sistem aracılığıyla oluşturulan piyasalara<sup>26</sup> elektronik pazarlar (electronic markets) denmektedir. Elektronik pazarları oluşturan araçlardan biri olan Elektronik İletişim Ağları (Electronic Communications Networks - ECNs) uzatılmış işlem saatlerinde alım satım yapmak isteyen yatırımcıların alım satım emirlerinin eşleştirilmesini sağlar. Eşleşme sistemi limit fiyatlı alım ve satım emirlerinin görülebildiği bir emir defterinden meydana gelir. Emir eşleşmesi gerçekleştiğinde alım satım gerçekleşir ve kotasyon sistemine söz konusu alım satım işlemi rapor edilir. Sonuç olarak ECNs birer alternatif alım satım işlem yapısı sağlayarak menkul kıymet borsalarıyla ve daha düşük işlem maliyetleri sunarak da piyasa yapıcılarıyla rekabet etmektedir (Benhamou ve Serval. 1999:2).

### **B. Uzatılmış İşlem Saatlerinin Avantajları ve Riskleri**

Uzatılmış işlem saatlerinin normal işlem saatlerinden zaman yapısı, söz konusu işlem saatlerinde işlem yapan yatırımcı yapısı, işleyiş esasları gibi bazı temel farklılıklardan dolayı kendine özgü avantajları ve riskleri bulunmaktadır.

Uzatılmış işlem saatlerinde işlem gören menkul kıymetlerin likiditesi daha az, işlem hacmi daha düşüktür. Düşük işlem hacmi uzatılmış işlem saatlerinde yapılan alım satım işlemini normal işlem saatleri içerisinde yapılan alım satım işlemlerinden farklı kılmaktadır. Piyasa yapıcıları normal işlem saatleri içerisinde olandan daha az alım satım kotasyonu sunabilmekte ve işlem maliyetleri geleneksel işlem saatlerindeki kadar fazla olabilmektedir.

---

<sup>25</sup> <https://www.sec.gov/investor/alerts/afterhourtrading.pdf>

<sup>26</sup> Birden fazla farklı piyasa oluşabilmektedir.



ABD’de FINRA ve NASD tarafından üyelerine uzatılmış işlem saatlerinin risklerini bireysel müşterilerine duyurma zorunluluğu getirilmiştir. NASD düzenlemesine göre bu riskler; düşük likiditeyi, yüksek volatilitiyi, fiyat değişimlerini, piyasaların birbirleri ile bağlantılı olmadığı bilgisini, haber ve duyuruların abartılı etkilerini ve normalinden daha fazla alım satım fiyat farklarının (spread) olduğu bilgisini içermektedir (Barclay ve Hendershott. 2003:1045). Uzatılmış işlem saatlerinde işlem yapacak yatırımcılara duyurulması zorunlu tutulan ve ABD’de aracı kurum olarak faaliyet gösteren ve FINRA üyesi olan bir şirketin (Ameritrade) uzatılmış işlem saatlerine ilişkin risk bildirim formu ekte yer almaktadır.

### **B.1. Uzatılmış İşlem Saatlerinin Avantajları**

Uzatılmış işlem saatlerinin başlıca birkaç avantajı aşağıda açıklanmıştır.

**Zaman uyumu.** Uzatılmış işlem saatleri borsaların geleneksel işlem saatleri dışında alım satım işlemi yapmaya imkan veren işlem seanslarıdır. Bazı yurtiçi ve yurtdışı yerleşik yatırımcılar çeşitli sebeplerden ötürü borsaların geleneksel işlem saatlerinde alım satım işlemlerini gerçekleştiremeyebilirler. Bir diğer durumda ise bazı yatırımcılar talebin daha az olduğu, alım satım işlemlerinin daha sakin ve belirsizliklerin görece daha az olabileceği zamanlarda alım satım işlemi yapmak isteyebilir. Uzatılmış işlem saatleri bu tür yatırımcılara güncel kotasyonları kontrol ederek daha uygun bir zamanda işlem yapma imkanı sunar.

**Haberlere karşı tepki verebilme.** Birçok şirket kar/zarar duyurularını borsaların alım satım işlemlerini kapatmasından sonra ilan eder. Böylece borsada işlem gören paylarına anında tepki verilmesinin önüne geçerek paylarına ilişkin fiyat dalgalanmalarını önlemek isterler. Bir başka durumda ise ani ekonomik ve siyasi gelişmelerin borsaların bilindik işlem saatleri dışında her an gerçekleşebileceği gibi, daha önceden ne zaman duyurulacağı bilgisinin mevcut olduğu ancak söz konusu duyuru saatinin yerel saat farkı dolayısıyla yerleşik olunan ülke borsasının işlemlere kapalı olduğu bir zamana denk gelen bir açıklama verisi olabilecektir. Bu tür durumlarda yatırımcılar borsalar üzerinden gerçekleştirdikleri yatırımlar hakkında endişe duyar veya yatırım fırsatlarını kaçırma telaşı içine girerler. Söz konusu gelişmelerin ortaya çıktığı an itibari ile risklere ya da fırsatlara karşı pozisyon alma, bir sonraki işlem gününün açılış saatini beklememe arzusu güderler.

Uzatılmış işlem saatlerinde işlem gören menkul kıymetler için borsanın normal işlem saatleri bitmiş olsa dahi herhangi bir haber, duyuru gibi gelişmeler karşısında oluşabilecek risklere ve fırsatlara karşı pozisyon alınabilmesi mümkündür.

***Teknik sinyaller ile daha hızlı bir şekilde hareket edebilme.*** Teknik analiz stratejileri ile alım satım işlemi gerçekleştiren birçok yatırımcı, bir sonraki işlem günü için yapılan stratejilerde borsanın kapanış fiyatlarını ve hacim bilgilerini baz alarak alım satım işlemleri için teknik sinyaller oluştururlar. Uzatılmış işlem saatlerinde alım satım sinyali bir kere oluşturulduktan sonra yatırımcı bir sonraki işlem gününün açılış saatini beklemesine gerek olmaksızın söz konusu stratejisini hemen uygulamaya koyarak işlemlerini gerçekleştirme imkanı bulabilmektedir.

## **B.2. Uzatılmış İşlem Saatlerinin Riskleri**

Uzatılmış işlem saatleri yukarıda açıklanan başlıca avantajlarının yanında bazı riskleri de beraberinde getirmektedir. Bunlardan bazılarına aşağıda yer verilmiştir.

***Emir iletimi.*** Uzatılmış işlem saatlerinde yapılmak istenen alım satım işlemleri için iletilen emirler bir piyasa yapıcısına, borsaya ya da bir ECNs'ye yönlendirilir. Alıcılar ve satıcılar ECNs ile yapılan alım satım işlemlerinde emirleri eşleşene kadar önemli derecede gecikmeler ile karşılaşabilmektedirler. Bazı emirler kısmen gerçekleşirken bazıları hiç gerçekleşmeyebilmektedir. Bu durum borsanın normal işlem saatleri içerisinde de karşılaşılabileceği muhtemel bir risk unsuru olmakla birlikte, uzatılmış işlem saatlerinde likiditenin de normal işlem saatlerinden daha düşük olduğu dikkate alındığında söz konusu emirlerin eşleşememe riskinin daha yüksek olduğu açıktır.

***Görece düşük likidite.*** Likidite, alıcı ve satıcılar arasındaki fiyat rekabetinin derecesini ve gelen emirler ile işlem yapmak isteyen alıcı ve satıcıların varlığını göstermektedir. Alıcı ve satıcıların varlığı likiditeyi etkileyen unsurlardan biri olduğundan, borsanın geleneksel işlem saatlerinde alım satım işlemlerine dahil olan alıcı ve satıcılardan daha az alıcı ve satıcının olacağı varsayımı altında uzatılmış işlem saatlerinde görece daha düşük likidite olması beklenir. Likiditenin düşük olması da alıcıların ve satıcıların menkul kıymetin fiyatı üzerindeki en küçük bir etki ile bu menkul kıymeti hızlıca alıp satabilme kolaylığını etkiler. Borsaların normal işlem

saatleri boyunca alıcılar ve satıcılar alım satımı cezbedecek bir şekilde fiyatlar üzerinde rekabet ederler. Ancak uzatılmış işlem saatleri boyunca çoğu menkul kıymet için genelde daha az fiyat rekabeti ve daha az alım satım cazibesi vardır. Bu da işlem maliyetlerini ve belirsizliği artırmakta ya da işlemlerin gerçekleştirilmesini zorlaştırmaktadır.

**Görece daha yüksek alım-satım fiyat farkları.** Alım satım işlemine konu menkul kıymetin alış ve satış fiyatı arasındaki farkı temsil eden alım-satım fiyat farkı düşük likidite ve yüksek volatilitenin etkisi ile borsaların normal işlem saatleri içerisinde olduklarından daha çok açılırlar. Alım-satım fiyat farkı özünde kar talebini göstermektedir. Alıcı ve satıcıların daha az fiyat kotasyonu girdiği, dolayısıyla likiditenin daha az olduğu bir ortamda bir adet menkul kıymet üzerinden kar talebi artacağından ötürü alım ve satım arasındaki fiyat farkı da açılacaktır. Bunun bir sonucu olarak da, alıcılar ve satıcılar alım satım emirlerinin gerçekleşmesinde zorluklar yaşayabilir ya da alıcı ve satıcıların söz konusu emirleri diledikleri fiyatlardan gerçekleşmeyebilir.

**Fiyat dalgalanmaları.** Fiyat dalgalanmaları menkul kıymetlerin, alım satım işlemleri esnasında fiyatındaki değişimleri ifade etmektedir. Haber etkisi, daha az alıcı ve satıcının varlığı gibi sebeplerden dolayı uzatılmış işlem saatlerinde yatırımcılar daha fazla fiyat dalgalanmalarını tecrübe etmektedirler. Bunun bir sonucu olarak da alıcı ve satıcıların alım ve satım emirleri ya kısmen gerçekleşmekte ya hiç ya da istenilen fiyattan gerçekleşmemektedir.

**Bağımsız piyasalar ve konsolide olmayan kotasyonlar.**<sup>27</sup> Borsaların bilindik işlem saatlerinde alıcılar ve satıcılar tüm kotasyonları görebilmekte ve bu kotasyonlar o andaki en iyi mevcut fiyatları temsil etmektedirler. Uzatılmış işlem saatlerinde yatırımcılar yalnızca bir alım satım işlemi sistemine verilen kotasyonları görebilmektedir. Bu sebeple alım satımına konu aynı menkul kıymet için diğer elektronik alım satım işlem sisteminde görünen fiyatlar başka bir işlem sistemindeki yatırımcı tarafından görülemeyebilir. Bunun bir sonucu olarak bir işlem sisteminde

---

<sup>27</sup>[http://www.schwab.com/public/schwab/active\\_trader/trading\\_insights/trading\\_strategies/after\\_hours\\_trading.html](http://www.schwab.com/public/schwab/active_trader/trading_insights/trading_strategies/after_hours_trading.html)

işlem yapan yatırımcı diğer bir sistemde işlem yapan yatırımcıdan daha kötü bir fiyatla işlem yapabilmektedir.

***Belli emir tipi verilmesi zorunluluğu.*** Uzatılmış işlem saatlerindeki likidite azlığı, fiyat dalgalanmaları gibi risklerden ötürü yatırımcıların beklenmedik bir şekilde ortaya çıkabilecek kötü fiyatlardan korunabilmesi için yalnızca belli emir tiplerinin ya da yalnızca bir emir tipinin verilmesi zorunlu tutulabilir. Bunlardan en bilindik olanı limit emirdir. Limit emirler, fiyatın ve miktarın belirtildiği emirlerdir. Emrin gerçekleşmeyen bölümü işlem görmedikçe sistemde pasif olarak geçerlilik süresi sonuna kadar (kalanı iptal et emri girilmediği sürece) bekletilir.<sup>28</sup>

Uzatılmış işlem saatlerinin avantajları ve risklerine ilave olarak, uzatılmış işlem saatlerinde işlem görecektir pay senetlerinin borsa açılış fiyatlarını etkileyebileceğini ifade etmek gerekir. Borsaların geleneksel işlem saatleri içerisinde pay piyasası açıldığında, açılış fiyatı her zaman bir önceki işlem gününün kapanış fiyatı ile eşleşmeyebilir. Yatırımcı pay piyasası açıldığında bir piyasa emri veriyorsa uzatılmış işlem saatlerinde yapılan işlemlerin söz konusu fiyatı etkilediğinin, borsanın geleneksel işlem saatlerinin kapanış fiyatı ile aynı olmayabileceğinin farkında olarak bu emri vermelidir.

### **C. Elektronik İletişim Ağları**

Elektronik İletişim Ağları (Electronic Communications Networks – ECNs), pay senetleri ile borsalarda işlem gören diğer ürünleri alım satıma konu eden alternatif alım satım sistemlerinin (Alternative Trading Systems – ATS) bir türüdür. ATS'nin diğer bir türü olan kör havuzların aksine, ECNs'de konsolide kotasyon listesinde emirler görünür. ECNs, SEC nezdinde ATS olarak kayıtlı olmak zorunda ve FINRA'nın da üyeleridir.<sup>29</sup>

ATS ve ECNs'nin üzerinde uzlaşmış bir tanım yoktur. ATS, elektronik ortamda alıcı ve satıcıları bir araya getiren sistemlerin genel adıdır. ATS eşleştirme sistemlerini, emir iletim sistemlerini ve ECNs'yi kapsamaktadır. ECNs ise ATS'nin

---

<sup>28</sup> Borsa İstanbul Pay Piyasasına İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları, s. 82.

<sup>29</sup> <https://www.sec.gov/fast-answers/answersecnhtml.html>

bir alt kümesi olup; yatırımcıların elektronik ortamda emir girebilmelerini ve başka bir aracıya gerek olmaksızın işlem yapabilmelerini sağlamaktadır (TSPB. 2004:5).

Doğrudan bir ECNs'ye emir vermek isteyen bir kişi bu iletişim ağına abone olmak zorundadır. Genellikle yalnızca aracı kurumlara ve belli kurumsal yatırımcılara bu iletişim ağlarına abone olmak için izin verilmektedir. Bireysel yatırımcılar ise bir aracı kurum hesabı üzerinden bu ağlara emir verebilmektedirler.

NYSE ve NASDAQ'ta yüksek işlem maliyetleri ve zaman kayıpları ATS'nin ortaya çıkışının temel sebepleridir. ATS'de işlem yaparken elektronik olarak iletilen emir, sistem içinde alıcı ve satıcı arasında eşleşebilmektedir. Aracıya ya da spezialiste<sup>30</sup> ihtiyaç yoktur. Belli piyasa yapımcılarının alış-satış kotasyonları ile işlem yapma zorunluluğu yoktur. ATS, hem aracı kurum hem de borsa gibi çalışabilmektedirler. Emri en iyi fiyattan gerçekleştirmek için ilgili piyasaya emri iletirken aracı kurum işlevi, emri kendi sistemindeki bir emirle eşleştirirken ise borsa işlevi görmektedirler (TSPB. 2004:7).

Türkiye sermaye piyasası mevzuatında borsalar dışında teşkilatlanmış diğer pazar yerlerine ilişkin düzenleme mevcut olup; bunun SPK tarafından çıkarılacak yönetmeliklerle düzenleneceği hükmü yer almaktadır.<sup>31</sup> Dolayısıyla Borsa İstanbul'un geleneksel işlem saatleri dışında işlem görece menkul kıymetlerin alım satımı için ECNs'ye benzer bir yapının ATS olarak diğer teşkilatlanmış pazar yerleri şeklinde kurulabileceğinin mevzuat yönünden engelini olmadığı değerlendirilmektedir. Bununla birlikte uzatılmış işlem saatlerinin riskleri arasında yer alan fiyat konsolidasyonunun olmaması riski, yurtdışında birden fazla ECNs'nin borsa yapısı oluşturduğu ve bu sebeple aynı menkul kıymet için birden fazla borsada birden fazla fiyat oluştuğu gözlemlenmektedir. Bu risk unsuru da göz önünde bulundurularak Borsa İstanbul'da pay piyasasında emir iletim sistemi olarak kullanılan Fix-API emir iletim sistemi işleyiş esaslarının ECNs'nin işleyiş esasları ile kısmen benzerlik gösterdiği ve bu sebeple uzatılmış işlem saatlerinde gerçekleşecek alım satım işlemlerine ilişkin emirlerin karşılanmasında Borsa İstanbul tarafından hali hazırda kullanılan Fix-API emir iletim sisteminin kullanılabileceği düşünülmektedir.

---

<sup>30</sup> NYSE Borsası'nda araçlar için kullanılan tabir.

<sup>31</sup> 6362 sayılı SPKn. md. 66.

#### **D. ABD’de Uzatılmış İşlem Saatlerinin İşleyiş Esasları**

ABD’de toplam 26 adet borsa faaliyet gösterirken<sup>32</sup>, NYSE ve NASDAQ ABD’nin ve dünyanın en büyük borsalarındandır. 2016 yılı verilerine göre NASDAQ, NYSE ve Japonya Borsası piyasa değerinde Dünya’da ilk üç sırada yer almaktadır. Avrupa’nın piyasa değeri açısından en büyük borsası ise Londra Borsası olmuştur (TSPB. 2016:11).

1971 yılında kurulan NASDAQ Borsası Dünya’nın ilk elektronik borsasıdır. NASDAQ Borsası’nda piyasa resmi olarak 09:30’da (16:30, TSİ) açılmakta, ancak 09:30’dan önce, piyasa öncesi alım satım işlemi olarak adlandırılan 04:00 (11:00, TSİ) ile 09:30 saatleri arasında uzatılmış işlem saati yer almaktadır. NASDAQ Borsası’nda saat 09:30’da resmi olarak açılan piyasalarda işlem saati 16:00’da (23:00, TSİ) kapanmaktadır. Kapanış seansını takiben 16:00 ile 18:30 (01:30, TSİ) saatleri arasında ise piyasa sonrası alım satım işlemi olarak adlandırılan uzatılmış işlem saatlerinde de alım satım işlemleri gerçekleştirilmektedir.

Dünya’daki pay işlem hacminin %30’unu tek başına oluşturan NYSE’de takas T+3<sup>33</sup> gününde gerçekleşmektedir (Bal. 2014:39). NYSE, Dünya’nın en büyük borsalarından biri olup; resmi işlem saatleri hafta içi günlerinde 09:30-16:00 (16:30-23:00, TSİ) saatleri arasında gerçekleşmektedir. Açılış öncesi seans olarak adlandırılan ve saat 03:30’da (10:30, TSİ) başlayan uzatılmış işlem saati 09:30’a kadar devam etmekte, borsada işlem saatinin bittiği saat 16:00’dan sonra ise işlemler saat 20:00’a (03:00, TSİ) kadar uzatılmış işlem saati olarak devam etmektedir.

---

<sup>32</sup> <https://www.sec.gov/fast-answers/divisionsmarketregmrechangesshtml.html>

<sup>33</sup> Finans literatüründe “T” işlemin gerçekleştiği gün olarak kabul edilmektedir. T+ günde ise işlemlerin takası gerçekleşmektedir. Takas günü T+0 ise, takas işlemi aynı gün gerçekleşmektedir.

**Tablo 3: NASDAQ ve NYSE Borsası İşlem Saatleri (EST)**

	<b>Piyasa Öncesi İşlem Saatleri</b>	<b>Geleneksel İşlem Saatleri</b>	<b>Piyasa Sonrası İşlem Saatleri</b>
<b>NASDAQ</b>	04:00 - 09:30	09:30 - 16:00	16:00 – 18:30
<b>NYSE</b>	03:30 – 09:30	09:30 – 16:00	16:00 – 20:00

Kaynak: [www.nyse.com](http://www.nyse.com), [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)

Daha öncede ifade edildiği üzere uzatılmış işlem saatlerinde emirler bilgisayarlaştırılmış emir eşleştirme sistemleri üzerinden bir piyasa yapıcısına, elektronik bir borsaya veya bir ECNs'ye iletilmektedir. NASDAQ ve NYSE borsalarında piyasa öncesi işlemler ile piyasa sonrası işlemler olarak adlandırılan uzatılmış işlem saatlerinde alıcılar ve satıcılar emirlerini bu yolla sisteme iletmektedirler. Bunların içinde en yaygın olarak kullanılanı ise ECNs'dir.

1997 yılında NASDAQ ile bağlantılı 4 tane ECNs şirketi varken, 2000 yılına gelene kadar üç senelik bir zaman zarfında bu sayı 10'a çıkmış bulunmaktadır (SEC. 2000). En basit tanımıyla ECNs, alıcıları ve satıcıları elektronik ortamda alım ve satım işlemlerini gerçekleştirmeleri için bir araya getirmeye yarayan platformlardır.

SEC, ECNs'yi borsa ya da tezgahüstü işlem piyasa yapıcıları tarafından sisteme iletilen emirleri duyuran ve bu emirlerin kısmen ya da tamamen gerçekleşmesine olanak sağlayan elektronik sistemler olarak tanımlamaktadır (SEC. 2000). ECNs'nin bireysel ve kurumsal yatırımcıları, piyasa yapıcılarını ve diğer aracı kurumları içeren geniş bir abone yelpazesi vardır. ECNs çoğu piyasa hizmetlerini bu abonelere sunar. Örneğin ECNs aboneleri genellikle kişisel bilgisayar terminali ile ya da doğrudan telefonla arayarak ECNs'ye limit emir gönderebilir. ECNs de bu emirleri diğer abonelerin görebilmesi için sisteme gönderir. Daha sonra iletişim ağları karşılaşan bu emirleri gerçekleştirmek için eşleştirme yapmaktadır (SEC. 2000).

ECNs tarafından listelenen işlem gerçekleşme raporlarına bakıldığında çoğu durumda alıcılar ve satıcılar kimle alım satım işlemini gerçekleştirdiğini bilmemekte, her iki taraf da birbirini için anonim kalmaktadır (SEC. 2000).

Uzatılmış işlem saatlerinde emir tipleri yalnızca limit emir olarak verilmektedir (Barclay ve Hendershott. 2003:1044). Buradaki amaç daha önce de bahsedildiği gibi alım satım işlemi yapan yatırımcıların likidite ve volatilité gibi riskler karşısında kötü fiyatlar ile işlem yapmasının önüne geçmek, yatırımcıyı korumaktır. Uzatılmış işlem saatlerinde işlem görecekt menkul kıymetler düzenleyici kuruluş tarafından değil borsalar tarafından belirlenmektedir. Örneğin Ameritrade isimli bir aracı kurumun NASD Düzenlemesi tarafından zorunlu tutulan uzatılmış işlem saatlerine ilişkin risk bildirim formunda<sup>34</sup> sunulan menkul kıymetler arasında 8.000'in üzerinde NASDAQ/NMS<sup>35</sup> menkul kıymeti, NYSE ve AMEX borsalarında listelenen menkul kıymetler ve Chicago Board Options Exchange tarafından belirlenen özellikle listeye alınmış endeks opsiyonları sayılmakta; yatırım fonlarının, tahvillerin ve çoğu opsiyonların işlem görmediği belirtilmektedir.

Alıcılar ve satıcılar işlem yaptıkları ECNs sayesinde uzatılmış işlem saatleri içerisinde aynı iletişim ağına emir ileten tüm abonelere ait fiyat kotasyonlarını görebilmektedir. Uzatılmış işlem saatleri boyunca ECNs'ye yalnızca limit emir gönderebilen alıcılar ve satıcıların emirleri doğrudan birbirleri ile çakıştıklarında emir eşleşmesi gerçekleşir.

Son olarak, daha öncede ifade edildiği gibi borsaların geleneksel işlem saatlerinde pay senetlerinin açılış seansı fiyatları her zaman bir önceki işlem gününün kapanış fiyatı ile aynı olmayabilmektedir. Bu da uzatılmış işlem saatlerine sahip olan borsalarda, söz konusu işlem saatlerinde işlem gören menkul kıymetlere ilişkin açılış seansından önce alım satım emirleri vermek isteyen yatırımcılar için bir risk unsuru olmaktadır.

### **E. HKE'de Uzatılmış İşlem Saatleri**

HKE, Çin Halk Cumhuriyeti'nin Şanghai Borsası ve Şenzhen Borsası ile birlikte ülkede faaliyet gösteren üç borsasından biridir. HKE'de sabit getirili menkul kıymet, pay ve türev ürünler işlem görmekte olup; 1986 yılında elektronik alım satım sistemine geçilmiştir (Bal. 2014:49).

---

<sup>34</sup> Ek.

<sup>35</sup> NASDAQ NMS pay senetlerinin tezgahüstü alım satım işlemlerini ifade eder.



HKE’de, işlem saatleri yerel saat ile 09:00-16:10 saatleri arasında gerçekleşmekte olup; 17:00-23:45 arasında da uzatılmış işlem saatleri yapılmaktadır.<sup>36</sup> Bu uzatılmış işlem saatlerinde yalnızca beş enstrüman işlem görmekte olup; bunlardan dört tanesi dayanak varlığı pay endeksleri, bir tanesi de dayanak varlığı döviz olan futures olarak bilinen vadeli işlem sözleşmeleri olarak belirlenmiştir.

Uzatılmış futures işlem saatleri<sup>37</sup> olarak ifade edilen HKE’de yeni uygulanmaya başlanan uzatılmış işlem saatlerinin amacı yatırımcılara ABD ve Avrupa piyasalarında meydana gelen sosyal, ekonomik ve siyasi olaylara karşı alım satım işlemi yapabilmesine ve/veya riskten korunma amaçlı pozisyon alabilmesine imkan sağlama, seans sonrası işlem hacmi yaratabilme ve HKE’nin bir finans merkezi olmasına katkı sağlaması olarak ifade edilmektedir.<sup>38</sup>

Uzatılmış futures işlem saatlerinin yatırımcıların Avrupa ve ABD’de yaşanan olaylara ve haberlere karşı T+1’de pozisyonlarını düzelterek ya da bu pozisyonlarına karşı korunma amaçlı pozisyon olarak bir sonraki işlem gününün açılış seansında yaşanan volatilitiyi azaltabilmektedir.

Ayrıca fiyat dalgalanmalarının önüne geçilebilmesi için uzatılmış işlem saatlerinde %5 fiyat marjı uygulanmakta olup; işlemlerin takası bir gün sonra (T+1) uzatılmış işlem saatleri içerisinde gerçekleşmektedir.

## **F. Literatür**

Uzatılmış işlem saatlerinin hem yeni bir olgu olması hem de çok sınırlı sayıda ülke borsaları tarafından uygulanmakta olması sebebiyle konuya ilişkin literatürde oldukça kısıtlı sayıda yazın yer almaktadır.

Barclay ve Hendershott (2003), uzatılmış işlem saatlerinin fiyat oluşumu üzerindeki etkisini incelemiş; uzatılmış işlem saatlerinin borsaların gün içindeki geleneksel işlem saatlerinden anlamlı bir şekilde farklı olduğu, işlem hacminin daha düşük olduğu, piyasa yapıcılarının nadiren kotasyon verdikleri, işlem maliyetlerinin de normal işlem saatlerindekielerden daha fazla olduğu bulgularından bireysel yatırımcıların bu işlem saatlerinde işlem yapmaktan çekindikleri bu sebeple uzatılmış

---

<sup>36</sup> [https://www.hkex.com.hk/eng/market/dv\\_tradfinfo/ahft.htm](https://www.hkex.com.hk/eng/market/dv_tradfinfo/ahft.htm)

<sup>37</sup> After Hours Futures Trading

<sup>38</sup> [https://www.hkex.com.hk/eng/market/dv\\_tradfinfo/Documents/AHFT%20QA.pdf](https://www.hkex.com.hk/eng/market/dv_tradfinfo/Documents/AHFT%20QA.pdf)

işlem saatlerinde piyasayı profesyonel ya da yarı profesyonel işlemcilerin domine edeceği sonucuna ulaşmışlardır.

Benhamou ve Serval (1999), uzatılmış işlem saatlerinde emirlerin iletildiği ECNs, borsalar ve piyasa yapımcılar arasındaki rekabeti incelemiştir; ECNs, borsalar ve piyasa yapımcıları arasındaki rekabetin yoğun ve karmaşık bir yapıya sahip olduğu, bu rekabet ortamının hızlı hareket eden, istikrarsız ve aynı zamanda birçok piyasa aktörünün ilgi alanında olduğu, ECNs'nin düşük işlem maliyetleri ve karanlık havuz işlemleri sunduğu ancak ampirik çalışmaların hala ECNs'nin düşük likiditeden dolayı alım satım fiyat farklarının piyasa yapımcılarınınkinden daha fazla olduğunu ortaya koyduğu, ancak hepsinin birbiri ile sıkı bir bağ içinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kauffman (2013), uzatılmış işlem saatlerinin tarımsal emtia piyasalarını daha riskli hale getirip getirmediğine ilişkin bir çalışma yapmıştır; risk yönetimine odaklanan üreticilerin fiyat dalgalanmalarına yol açacak ve bunun riskini aktarabilmelerini etkileyecek piyasa yapısındaki herhangi bir değişikliğe karşı olduklarını, bu sebeple ilk zamanlar üreticilerin bu endişelerini dile getirdiklerini ancak piyasada üretici olmayan yatırımcıların fiyat dalgalanmalarını sınırlaması, likidite ve derinlik gibi pozitif katkıları ile piyasanın dengelendiği sonuçları elde edilmiştir.

Raudys, Mohr ve Schmidt (2013) tarafından uzatılmış işlem saatlerinin ne kadar verimli olup olmadığına ilişkin ampirik bir çalışma yapılmıştır; uzatılmış işlem saatlerinin normal işlem saatleri ile kıyaslandığında oldukça verimsiz fiyatlara sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır ancak bunun da otomatik hale dönüştürülmüş alım satım stratejileri ile kullanılarak yüksek karlar elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır.

SEC (2000) tarafından ECNs ve uzatılmış işlem saatlerine ilişkin genel bir çalışma yürütülmüştür; söz konusu çalışmanın sonucunda artan piyasa şeffaflığı ve alım satım işlem yerlerindeki gelişmelere rağmen pay senetleri üzerine uzatılmış işlem saatlerinin bireysel yatırımcıların kısa dönem karlar elde etmesine imkan verecek şekilde likiditesinin düşük, fiyat dalgalanmalarının yüksek olduğu, görece şekilde likit olan pay senetlerinde bile sert fiyat hareketlerinin yatırımcıları şaşırtabildiği, yine de bugünün elektronik dünyasında yatırımcıların alım satım yerlerinde ve zamanlarında esneklik aramaya devam edecekleri sonucuna ulaşılmıştır.

Bu kapsamda genel anlamda uzatılmış işlem saatlerinin borsaların geleneksel işlem saatlerinin taşıdığı risklerin daha da ötesinde riskler taşıdığı, bu sebeple söz konusu işlem saatlerinde işlem yapacak yatırımcı profiline doğal seleksiyon sonucu daha profesyonel yatırımcılardan oluşacağı, yüksek risk-yüksek getiri sonucu uzatılmış işlem saatlerinin yüksek karlı işlemlere imkan vereceği ve her ne kadar risk unsuru yüksek de olsa günümüz teknolojisinde yatırımcıların uzatılmış işlem saatleri gibi esneklikleri her zaman talep edeceği değerlendirmelerine literatürde yer alan çalışmalar sonucu ulaşılmıştır.

### **BORSA İSTANBUL’UN YERLİ VE YABANCI YATIRIMCI PROFİLİ İLE BORSA İSTANBUL VE DİĞER ÜLKE BORSALARI İŞLEM SAATLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI**

Teknolojik gelişmelerle birlikte küreselleşmenin hemen hemen Dünya’daki tüm ülke ekonomilerine nüfuz ettiği günümüzde uluslararası sermaye hareketleri de oldukça hız kazanmıştır. Uluslararası sermaye güvenilir ekonomilere daha çok doğrudan yabancı yatırım<sup>39</sup> şeklinde hareket etmekte; spekülatif amaçlı hareket eden uluslararası sermaye ise bir portföy oluşturarak yabancı portföy yatırımı şeklinde varlığını sürdürmektedir. Doğrudan yabancı yatırımı ile yabancı portföy yatırımı arasındaki temel farklılık, yabancı sermayenin uzun vadeli fiziki varlık göstermesidir. Doğrudan yatırımda yatırımcı yabancı ülkede bilgisi, üretim yöntemi ve teknolojisi (know-how) gibi daha kalıcı değerler ile fiziken varlık gösterirken; portföy yatırımında ise ülke sınırları dışından yurtiçine yalnızca sermaye (çoğunlukla döviz) girişi yaşanmaktadır.

Bu türden portföy yatırımları herhangi bir durumda ani sermaye çıkışına yol açabilecekleri için, sıcak para hareketi olarak da adlandırılmaktadır (Çapraz ve Demircioğlu. 2003:19; Özcan. 2013:3).

Yabancı portföy yatırımları 1980’lerde yaşanan ve finans sektörünü de içine alan finansal liberalleşme ile birlikte tırmanışa geçmiş; yatırımcılar piyasa riskini çeşitlendirerek portföy riskini düşürme güdüsüyle farklı piyasa ekonomilerinden portföylerine varlık dahil etmeye başlamışlardır.

---

<sup>39</sup> Foreign Direct Investment, FDI.

Borsa getirilerinin her ülkede aynı şekilde hareket edecek olması halinde, yabancı ülke borsalarında sermaye piyasası aracı yatırımı yapmanın anlamsız olacağı söylenebilecektir. Ülkeler arası sermaye piyasaları getirileri arasında tam korelasyon olmayışı, portföyde farklı ülkelerin borsalarına ait sermaye piyasası araçlarının bulunmasının avantajları olacağını göstermektedir. Pay senedi çeşitlendirmesi ile ilgili çalışmalarda da portföyde yabancı menkul kıymet bulundurulması önerilmektedir. Uluslararası çeşitlendirme tavsiyesinin nedenleri, yabancı ülke pay senetlerindeki yüksek beklenen getiri ve ülkeler arası pay senedi piyasası getirileri arasındaki düşük korelasyon gösterilmektedir (Chambers. 2006:23; Özcan. 2013:7).

Likidite tanımında yer alan alıcı ve satıcıların varlığına eklenecek her yeni alıcı ve satıcı, bu tanımdan dolayı likiditenin artmasına sebep olacaktır. Bu sebeple hiç kuşku yoktur ki, yabancı portföy yatırımlarının gerçekleşeceği piyasalarda alıcı ve satıcı sayısı artacağından dolayı söz konusu piyasanın likiditesi de artacaktır. Likiditenin artması piyasanın derinleşmesine yol açacak, uzun dönemli yatırımları da cazip hale getirecektir. Ayrıca yabancı portföy yatırımlarının artması ile piyasa ulusal zeminden uluslararası bir zemine yönelerek bir finans merkezi haline gelebilecektir. Bu da yerel piyasaların diğer ülke piyasaları ile finansal entegrasyonunun artmasına yol açacaktır.

Finansal entegrasyonun faydaları iki ana şekilde ortaya çıkmaktadır. İlk olarak, finansal entegrasyon bilgi yayılımı ve piyasa verimlilik etkileri vasıtasıyla yatırım seviyesini artırarak ve yatırımlardaki getirileri geliştirerek büyümeyi artırabilir. İkinci olarak, entegrasyon yatırımcıların kendi ekonomilerindeki olumsuz gelişmelere karşı varlıklarını çeşitlendirerek ve gelirlerindeki geçici düşüşleri küresel piyasalar aracılığıyla düzeltmelerine olanak sağlar (WorldBank. 1997:22-23; Özcan. 2013:19).

Yabancı portföy yatırımcıları daha çok sofistike enstrümanlar ve portföylerin yönetilmesi için teknolojik bilgiler sunarak yerel sermaye piyasalarına katkı sağlayabilmektedirler. Ayrıca yabancı portföy yatırımları yerel sermaye piyasalarının güçlenmesine ve işlevlerinin gelişmesine yardım etmektedir. Bu ise sermayenin ve yerel ekonomi içerisindeki kaynakların daha iyi paylaşılmasına yol açmakta ve böylece daha sağlıklı bir ekonominin ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Evans. 2002:2; Özcan. 2013:18).

Türkiye’de 1980’li yıllar ile birlikte başlayan finansal serbestleşme süreciyle uluslararası sermaye hareketlerini kontrol etmeye yönelik engeller ortadan kaldırılmıştır. Bunun sonucunda Türk ekonomisi çok ciddi bir değişim sürecine girmiş ve finansal serbestleşme ile birlikte dışa açılma politikaları benimsenmiştir. Dünya ekonomisine entegre olma yolunda önemli adımlar atılarak, İMKB’nin kurulması ile Türk finans piyasalarının dünya piyasalarına entegrasyonu yolunda önemli mesafeler kat edilmiştir. Böylece uluslararası portföy yatırımlarının Türkiye’ye gelmesi amaçlanmıştır (Çatıkkaş ve Okur. 2008:162; Özcan. 2013:35).

### **A. Borsa İstanbul’un Yatırımcı Profili Açısından Analizi**

Ülkemizde borsanın teknolojik gelişmeler ile entegrasyonu, şirketleşme disiplininin artması ile borsada işlem gören şirket sayısının artması, farklı ve yeni finansal enstrümanların borsa altında bir araya getirilmesi ve düzenleme esneklikleri gibi birçok unsur ile birlikte yaşadığı gelişme sürecinde daha fazla yerli ve yabancı yatırımcıyı bünyesine dahil ederek yatırım açısından cazibe merkezi haline gelmiş ve uluslararası boyutta da diğer ülke borsaları ile rekabet edebilir konuma gelmiştir.

Bu süreçte Borsa’da işlem yapmakta olan yatırımcı profili sürekli değişmiş, yatırımcıların yerli ve yabancı yatırımcı olarak borsadaki yatırımcı sayıları, yapmış oldukları işlem hacimleri, piyasa değerindeki<sup>40</sup> payları yıldan yıla farklılık göstermiştir.

Tablo 4’te Borsa İstanbul’da yerli ve yabancı yatırımcıların 2014:12-2017:03 dönemi arasındaki BIST TÜM ve BIST 100 endeksi bazında sayıları gösterilmektedir.

---

<sup>40</sup> Bir şirketin piyasa değeri o şirketin pay adedi ile pay fiyatının çarpımı sonucunda elde edilir. Piyasa kapitalizasyonu da denilen piyasa değeri aynı zamanda dünya borsalarının karşılaştırması için de kullanılmaktadır. Bir borsada işlem gören tüm şirketlerin piyasa değeri o ülke borsasının piyasa değerini göstermekte ve borsa büyüklükleri bu şekilde ifade edilmektedir.

**Tablo 4: BIST TÜM ve BIST 100 Endekslerinde Uyruk Bazında Yatırımcı Sayıları  
(2014-2017/03)**

Endeks	2014		2015		2016		2017/03	
	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı
<b>BIST TÜM</b>	1.030.692	9.749	1.003.135	9.528	968.212	9.272	964.265	9.234
<b>BIST 100</b>	836.340	7.448	822.924	7.014	804.969	6.732	791.101	6.652

Kaynak: TÜYİD ve MKK, Borsa Trendleri Raporu.

Tablo 4'ten de görülebileceği üzere 2014 yılından 2017 yılının Mart ayı sonuna kadar hem yerli hem de yabancı yatırımcı sayısında bir düşüşü yaşanmış; 2017 Mart ayı itibarıyla BIST TÜM ve BIST 100 endeksinde yer alan yabancı yatırımcı sayısı toplam yatırımcı sayısının %1'i civarında kalmıştır.

Tablo 5'te ise yıllar itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem yapan toplam yatırımcı sayısı verilmektedir. 2017 yılı ilk çeyrek sonunda Borsa İstanbul'daki toplam yatırımcı sayısı 1.035.210 adet olarak gerçekleşmiştir. 2016 yıl sonuna göre 5.435 adet azalan toplam yatırımcı sayısındaki dşşn önemli bir kısmı yerli bireysel yatırımcılardan kaynaklanmıştır.

**Tablo 5: Borsa İstanbul'da Yerli ve Yabancı Yatırımcı İle Toplam Yatırımcı Sayısı  
(2014-2017/03)**

		2014	2015	2016	2017/03
<b>Yerli</b>	Kurumsal	5.840	5.625	5.367	5.307
	Bireysel	1.059.633	1.043.953	1.025.942	1.020.619
	<b>Toplam</b>	1.065.473	1.049.578	1.031.309	1.025.926
<b>Yabancı</b>	Kurumsal	3.713	3.568	3.322	3.323
	Bireysel	6.182	6.167	6.163	6.110
	<b>Toplam</b>	9.895	9.735	9.485	9.433
<b>Toplam</b>		1.075.368	1.059.313	1.040.794	1.035.359

Kaynak: TÜYİD ve MKK, Borsa Trendleri Raporu.

Borsa İstanbul'da işlem yapan yabancı yatırımcı sayısı BIST TÜM ve BIST 100 endekslerinde olduğu gibi burada da toplam yatırımcı sayısının %1'ini temsil etmektedir. Her ne kadar yabancı yatırımcı sayısı toplam yatırımcı sayısının çok küçük bir kısmını temsil ediyor olsa da; 2016 yılı sonu itibarıyla BIST TÜM işlem hacminde %25 paya sahip olan yabancı yatırımcıların, toplam piyasa değerindeki payı ise %63 olmuştur.

2017 yılının ilk çeyreği itibarıyla BIST TÜM endeksinde yer alan şirketlere işlem yapan toplam yabancı yatırımcı sayısının 9.234 olduğu ve aynı dönem itibarıyla Borsa İstanbul'un genelinde toplam yabancı yatırımcı sayısının da 9.433 olduğu göz önüne alındığında Borsa İstanbul'da işlem yapan toplam yabancı yatırımcıların tamamına yakını BIST TÜM endeksinde yer alan şirketlerin paylarına ilişkin alım satım işlemi gerçekleştirmektedir.

Yatırımcı sayıları yalnızca borsanın hitap ettiği kitlenin büyüklüğüne ilişkin bilgi verirken yapılan işlemlerin niteliğine dair herhangi bir bilgi sunmamaktadır. Bu sebeple Borsa İstanbul'da uzatılmış işlem saatlerinin uygulama alanı bulması ile yalnızca ne kadar büyüklükteki bir kitleye hizmet verileceği sorusuna yanıt oluşturmaktadır.

Uzatılmış işlem saatleri hem yerli hem de yabancı yatırımcıya hizmet verecek olmakla birlikte; borsanın geleneksel işlem saatleri dışında uygulanacak olan uzatılmış işlem saatlerinin uygunluğu ve uygulanabilirliği konusunda asıl odaklanılması gereken yatırımcı kitlesi yabancı yatırımcı olmalıdır. Borsa İstanbul'da hali hazırda işlem yapan yabancı yatırımcının hangi ülkede yerleşik yatırımcılar olduğu bilgisi, uzatılmış işlem saatlerinin hangi saatlerde daha verimli işlem saatlerine sahip olabileceği, bu işlem saatlerinin ne kadar uzunlukta olması gerektiği gibi bilgilere ulaşmayı kolaylaştıracaktır. 2016 yıl sonu itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem yapan yabancı yatırımcıların yurtdışında hangi ülkelerde yerleşik olduğu bir başka deyişle borsada gerçekleşen yabancı alım satım işlemlerinin hangi ülkelere yapıldığı ve her bir ülkeye ait yatırımcı sayısına ilişkin bilgiye söz konusu bu yatırımcıların toplam portföy değerine göre sıralama yapılarak Tablo 6'da yer verilmiştir.

**Tablo 6: Yabancı yatırımcıların adres ülkesi ve portföy değeri dağılımı (2016)**

Adres Ülke	Yatırımcı Sayısı	Portföy Değeri (Milyon Dolar)
ABD	1.244	48.527
Birleşik Krallık	415	24.102
Lüksemburg	276	12.396
Hollanda	125	8.805
Katar	5	7.178
İrlanda	168	6.013
Singapur	8	4.875
Diğer	7.242	44.615
<b>Toplam</b>	<b>9.483</b>	<b>156.511</b>

Kaynak: TSPB

Tablo 6’da yer alan yabancı yatırımcıların adres ülkeleri, adres ülkelerin her birine ait yatırımcı sayısı ve toplam portföy değeri verilerine göre ilk üç sırada bulunan ABD, İngiltere ve Lüksemburg, yabancı yatırımcı toplam portföy değerinin yarısından fazlasını elinde tutmaktadır. Daha önce de ifade edildiği üzere 2016 yıl sonu itibarıyla Borsa İstanbul’da toplam piyasa değerinin %63’ünü elinde tutan yabancı yatırımcılar arasında ise en yüksek portföy değerine sahip ülke ABD’dir. Tablo 5’ten de görülebileceği gibi Borsa İstanbul’da alım satım işlemi yapan yerli bireysel yatırımcı sayısı 1.025.942 olmakla birlikte, bu sayının elinde tuttuğu portföy değeri 47 milyar TL’dir (TÜYİD ve MKK. 2016:14-15). Bu sayı Borsa İstanbul’da işlem yapan 1.244 adet ABD’de yerleşik yatırımcıların toplam portföy değerinden bile düşüktür.

Yukarıdaki verileri özetlemek gerekirse Borsa İstanbul’da işlem yapan toplam yabancı yatırımcı sayısının tamamına yakını BIST TUM endeksinde işlem gören pay senetlerini elinde tutmakta olup; toplam yabancı yatırımcı sayısı toplam yatırımcı sayısının yalnızca %1’ini temsil etmektedir. Borsa İstanbul’da alım satım işlemi



gerçekleştiren yabancı yatırımcıların yerleşik olduğu ülkelerin portföy değerine göre sıralaması yapıldığında ise ABD, İngiltere ve Lüksemburg'un ilk üç sırada yer aldığı görülmektedir.

Bu bilgiler ışığında ABD, İngiltere ve Lüksemburg borsalarının işlem saatleri incelenerek Borsa İstanbul'un işlem saatleri ile karşılaştırılması uygun olacaktır.

### **B. ABD, İngiltere ve Lüksemburg Borsaları İşlem Saatleri**

Borsa İstanbul'da işlem yapan yabancı yatırımcıların toplam portföy değerinin yarısından fazlasını elinde bulunduran ABD, İngiltere ve Lüksemburg ülkelerinde yerleşik yatırımcıların adres ülke borsalarının işlem saatlerini incelemek ve Borsa İstanbul'da uygulanabilecek uzatılmış işlem saatlerinin bu borsaların işlem saatleri ile senkronize olabilecek şekilde düzenlenebileceği düşünülmektedir.

Tablo 7'nin sol sütunu Borsa İstanbul ile ABD'nin ve Dünya'nın en büyük iki borsası olan NYSE ve NASDAQ, Londra Borsası ve Lüksemburg Borsası'nın işlem saatlerini göstermektedir. Her borsanın işlem saati buldukları ülkelerin yerel saatine göre ifade edilmiş olup; ayrıca Türkiye saati ile (TSİ) karşılığı da bir sütunda gösterilmiştir. Tablonun en sağındaki sütun ise her bir borsanın Borsa İstanbul işlem saatleri içerisinde hangi saatler aralığına denk geldiği gösterilmektedir.<sup>41</sup>

**Tablo 7: NYSE, NASDAQ, Londra ve Lüksemburg Borsaları İşlem Saatleri  
(Temmuz 2017)**

	<b>Açılış Saati</b>	<b>Kapanış Saati</b>	<b>TSİ (Açılış- Kapanış)</b>	<b>BIST İşlem Saati İle</b>
<b>NYSE- NASDAQ</b>	09:30	16:00	16:30-23:00	16:30-18:10
<b>Londra Borsası</b>	08:00	16:30	10:00-18:30	10:00-18:10
<b>Lüksemburg Borsası</b>	09:00	17:35	10:00-18:35	10:00-18:10
<b>Borsa İstanbul</b>	09:40	18:10	-	-

Kaynak: [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com), [www.nyse.com](http://www.nyse.com), [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com), [www.bourse.lu](http://www.bourse.lu), [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)

<sup>41</sup> Yaz/Kış saati geçişleri sebebiyle işlem saatlerinde farklılık olabilecektir. Söz konusu hesaplamalar yaz saati uygulamalarına göre ülkelerin bulunduğu saat dilimleri dikkate alınarak yapılmıştır.

Tablodan da görülebileceği üzere NASDAQ ve NYSE borsalarının alım satım işlemlerine açık olduğu saat aralığı Borsa İstanbul'un açık olduğu 09:40-18:10 saat aralığından yalnızca 16:30-18:10 saat aralığı ile kesişmektedir. Başka bir ifadeyle, anılan ABD borsalarının işlemlere açık olduğu zaman aralığında Borsa İstanbul'da işlem yapmak isteyen ABD'de yerleşik bir yatırımcının yalnızca 1 saat 40 dakikası bulunmaktadır. Londra ve Lüksemburg borsalarının alım satım işlemlerine açık olduğu süre zarfına ise Borsa İstanbul'un açık olduğu 10:00-18:10 saatleri arası denk gelmektedir. Başka bir ifadeyle, İngiltere ve Lüksemburg ülkelerinde yerleşik yabancı yatırımcıların Borsa İstanbul'da işlem yapmak istemesi halinde Borsa İstanbul'un alım satım işlemlerine açılmasından sonra yalnızca 20 dakika beklemesi gerekmekte ve Borsa İstanbul'da işlemler sonlandırılana kadar işlem yapabilmektedirler.

Borsa İstanbul'un kapandığı saat itibarıyla NASDAQ ve NYSE borsalarında yerel saat ile saatin 11:10 (GMT+4) olduğu ve bu borsaların saat 16:00'da (GMT+4) işlemlere kapandığı dikkate alındığında; Borsa İstanbul'un kapanış seansı sonrasına eklenecek beş saat süreli bir uzatılmış işlem seansı ABD'nin en büyük iki borsası olan NYSE ve NASDAQ borsaları ile işlem saatleri açısından tam entegrasyon sağlanacaktır. GMT+1 ve GMT+2'de yer alan sırasıyla İngiltere ve Lüksemburg için yaz saati uygulaması kapsamında 20 dakikalık kaybın, Avrupa kıtasının kış saati uygulamasına geçmesi ve Türkiye'nin 8 Eylül 2016 tarihli yaz saati uygulamasının devam edilmesine ilişkin kararının sürdürülmesi durumunda 1 saat daha artacağı, dolayısıyla bu defa Londra ve Lüksemburg borsalarının Türkiye saati ile 09:00'da açılacağı dikkate alındığında Borsa İstanbul'un açılış seansı (09:40-GMT+3) öncesine eklenecek 40 dakika süreli bir uzatılmış seans sayesinde İngiltere ve Lüksemburg ile de işlem saatleri açısından tam entegrasyon sağlanabileceği düşünülmektedir. Böylece hem NYSE ve NASDAQ (GMT+4) hem de İngiltere ve Lüksemburg borsalarının işlem saatleri ile Borsa İstanbul işlem saatleri arasında tam entegrasyon sağlanabilecektir.

Daha önce de ifade edildiği üzere 8 Eylül 2016 tarihinde yaz saati uygulamasının yıl boyunca sürdürülmesi kararının ardından başta Avrupa ülkeleri olmak üzere diğer ülkeler ile oluşacak saat uyumsuzluğunun giderilmesi açısından işlem saatleri 14 Kasım 2016 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere değiştirilmiştir.

Böylece daha önce 09:15-17:40 saat aralığında gerçekleşen işlemlerin, söz konusu tarih itibarıyla 09:40-18:10 saatlerinde gerçekleşmesine karar verilmiştir. Dolayısıyla diğer dünya ülkelerinin tekrar kış saatine geçmesi ve Türkiye'nin yaz/kış saati uygulamasını kaldırma ve GMT+3 saat diliminde kalma kararının devam etmesi halinde, kış saati uygulamasına geçen ve Türkiye'nin batısında yer alan her bir ülke ile olan saat farkı birer saat daha artacaktır. Bu defa Borsa İstanbul, işlem saatlerinin diğer ülke borsalarının (en azından Avrupa ülkeleri) işlem saatleri ile oluşan uyumsuzluğu ile tekrar karşı karşıya gelecek ve işlem saatlerini tekrar düzenleme ihtiyacı duyacaktır. Dolayısıyla uzatılmış işlem saatlerinin bu sorunu da ortadan kaldıracağı düşünülmektedir.

### **DEĞERLENDİRME VE SONUÇ**

Teknolojik gelişmelere en hızlı entegre olan sektörlerden biri de kuşkusuz finans sektörü olmuştur. Dünya üzerinde gelişmiş ülke borsalarının teknolojik gelişmeler ile entegrasyon hızına kıyasla Borsa İstanbul'un bilgisayarlaştırılmış alım satım sistemine kısmen geç entegre olmasını takiben hızla gelişen teknolojik altyapı ile birlikte klasik borsacılık anlayışı da değişmiş; hem yatırımcıların hem de borsa işleticilerinin kar odaklı arayışları doğrultusunda beklentileri ve talepleri çoğalmıştır. İnternet teknolojisinin her alanda yaygınlaşması, bilgisayar hızlarındaki inanılmaz gelişme, teknoloji maliyetlerindeki düşüşler süreci daha da hızlandıran faktörler olmuştur. Mobil uygulamaların öncülük ettiği teknolojinin geldiği noktada yatırımcılar artık hiçbir aracı kullanmadan, bilgisayarlarının başında olmadan telefonları aracılığıyla borsacılık işlemlerini yapabilmeyi umut etmektedirler.

Teknolojik gelişim süreci ile paralel olarak gelişen uzaktan erişim altyapıları ile borsaların işlem hızları artmış, işlemlerin gerçekleştirilmesinde harcanan fiziksel ve donanımsal zahmetin azalması sebebi ile işlem maliyetleri de düşmüştür. İnternet ağının ve kullanımının yaygınlaşması ile yatırımcıların tamamına yakını artık aracı kurumlara gitmeden ya da telefonla arama zahmetine girmeden zaman tasarrufu da sağlayan bilgisayarlar üzerinden internet aracılığıyla menkul kıymet alım satım işlemlerini gerçekleştirebilir hale gelmiştir.

Borsa tarihine bakıldığında ilkel alım satım işlemleri pano usulü ile yapılmakta, alım satım emri verenlerin emirleri panolara yazılarak birbirleri ile eşleştirilmekte ve

tamamıyla insan müdahalesi ile ilerleyen bir alım satım süreci işlemekteydi. Tamamen insan müdahalesi ile işleyen bu süreç dolayısıyla borsaların da diğer kar amacı güden işletmeler gibi bir çalışma saatleri olmakta, bu çalışma saatleri dışında borsada kimse çalışmadığından alım satım işlemi de gerçekleşmemekteydi. Ancak günümüzde teknolojik ilerlemenin bir neticesi olarak gelinen noktada artık borsalarda yapılan alım satım işlemlerinin bazen neredeyse tamamı insan müdahalesi olmaksızın gerçekleşmekte çoğu zaman tek tuş müdahalesi ile işlemler sonlandırılmaktadır. Bunun bir sonucu olarak da borsaların geleneksel çalışma saatleri dışında alım satım işlemlerinin yapılamıyor olmasının teknolojik ilerleme ile uyumsuzluğu gündeme gelmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak dünya borsaları arasından bazıları geleneksel işlem saatleri kalıbını yıkararak bu saatlerin dışında da alım satım işlemi yapılmasına olanak sağlamış; böylece hem yerli yatırımcıların geleneksel işlem saatleri dışında alım satım pozisyonu alabilmelerine imkan tanınmış hem de ülkeler arası yerel saat farkından dolayı işlem saatlerini yakalayamayan yabancı yatırımcının işlem yapabilmesi için yerel saat farkından kaynaklı eş zamanlılık problemine çözüm yolu aranmıştır.

ABD’de NYSE ve NASDAQ borsaları gibi dünyanın en büyük iki borsası, Avrupa’da London Stock Exchange Group’a ait BI ve Çin’de faaliyet gösteren üç borsadan biri olan HKEx bugün uzatılmış işlem saatlerinde en fazla işlem hacminin gerçekleştiği bazı dünya borsalarıdır. Bu borsalar borsaların bilindik geleneksel işlem saatleri dışında yatırımcılara alım satım işlemleri hizmeti sunmakta; insanların çalışma saatleri ile işlem saatlerini birbirinden bağımsız hale getirmektedir.

Uzatılmış işlem saatlerinin yatırımcılara daha fazla uygun zamanda işlem yapabilme olanağı sağlamasının yanında bir diğer önemli avantajı ise borsaların geleneksel işlem saatleri dışında meydana gelen ulusal ya da uluslararası sosyal, ekonomik, siyasi gelişmeler ile eş zamanlı bir şekilde alım satım yapma imkanı sağlayarak pozisyon alınabilmesine olanak sağlamasıdır. Bununla birlikte borsaların uluslararası entegrasyonunu ve rekabet gücünü artırarak bir finans merkezi olmaları açısından da büyük katkı sağlamaktadır. Uzatılmış işlem saatlerinin bu avantajları ile birlikte gelen birtakım riskleri de bulunmaktadır. Bunlar arasında geleneksel işlem saatlerine kıyasla daha az alıcı ve satıcı varlık göstereceğinden görece düşük likidite

sorunu, yine alıcı ve satıcı sayısı ile düşük likidite sorununa bağlı olarak yüksek fiyat dalgalanmaları, fiyat konsolidasyonunun olmaması sorunu ve alım satım fiyatları arasındaki farkın görece daha yüksek olması sayılabilir. Uzatılmış işlem saatlerinin içerdiği bu riskler geleneksel işlem saatlerinde uygulanan emir yöntemleri, fiyat belirleme uygulamalarının farklılaştırılması ve işlem görece menkul kıymetlerin belirlenmesi zorunluluğunu da beraberinde getirmiştir. Buna göre ABD’de uygulanan uzatılmış işlem saatlerinde daha çok limit fiyatlı emirlerin kabul edildiği görülmekle birlikte; yatırım fonları, tahviller ve birçok opsiyon türü işlem görmemektedir. HKE’de uygulanan uzatılmış işlem saatlerinde ise yalnızca futures vadeli sözleşmeleri işlem görmektedir. Bu kapsamda Borsa İstanbul’da da hali hazırda bazı işlem saatlerinde ve bazı özellik arz eden işlemler (yüksek frekanslı işlemler gibi – OUCH sistemi) için uygulandığı gibi uzatılmış işlem saatlerinin uygulanması durumunda da emir türlerinin limit fiyatlı emir olarak sınırlandırılabilmesi, işlem yöntemi olarak da tek fiyat işlem yönteminin uygulanabileceği düşünülmektedir. Böylece uzatılmış işlem saatlerine özgü birtakım risklerin (düşük likidite, yüksek fiyat dalgalanmaları gibi) önüne geçilmeye çalışılacaktır. Ayrıca HKE’de ve ABD’de uzatılmış işlem saatlerinde ECNs’de işlem gören menkul kıymet bazında yapılan sınırlandırmaya benzer bir sınırlandırmanın Borsa İstanbul’da işlem yapan yerel ve yabancı yatırımcı profili baz alınarak menkul kıymet bazında yoğunlaşma ve risk analizleri sonucunda belirlenebileceği ve işlem görece menkul kıymetlerin sınırlandırılabilmesi düşünülmektedir. Bununla birlikte, uzatılmış işlem saatlerinin geleneksel işlem saatlerine kıyasla daha yüksek risk unsuru barındırıyor olması sebebiyle daha çok kurumsal ve profesyonel bireysel yatırımcıların bu işlem saatlerinde işlem hacmi yapmasının olası<sup>42</sup> olduğu düşünülmektedir.

Uzatılmış işlem saatlerinde alım satım işlemleri genellikle ECNs aracılığı ile sağlanmakta olup; ATS’nin tanındığı sermaye piyasaları mevzuatında ECNs hem aracı kurum hem borsa işlevi görebilmektedirler. Emri en iyi fiyattan gerçekleştirmek üzere ilgili piyasaya iletirken aracı kurum işlevini yerine getirmekte, emirlerin karşılıklı olarak kendi bünyesinde gerçekleşmesini sağladığı durumda ise borsa işlevini

---

<sup>42</sup> Serbest piyasa koşullarında daha çok profesyonel yatırımcıların uzatılmış işlem saatlerinde işlem yapacağı düşünülmekte olup; yatırımcının korunması hususu kapsamında yasal düzenleme ile sadece bu yatırımcıların işlem yapabilmesine de izin verilebilir.

görmektedirler. Uzatılmış işlem saatlerinde ECNs borsa işlevini yerine getirmekte, bu saatlerde verilen alım satım emirleri sistemin kendi bünyesinde eşleştirilerek alım satım işlemi tamamlanmaktadır. ABD’de birden fazla ECNs işleticisi olduğundan uzatılmış işlem saatleri içerisinde birden fazla borsa oluşmaktadır. Uzatılmış işlem saatlerinde birden fazla borsa oluşumu ise fiyat konsolidasyonunun olmaması sorununun beraberinde getirmektedir. Farklı ECNs abone olarak işlem yapan yatırımcılar farklı fiyatlardan alım satım işlemlerini gerçekleştirebilmektedir. Türkiye sermaye piyasası mevzuatında borsalar dışında teşkilatlanmış diğer pazar yerlerine ilişkin düzenleme mevcut olup; bunun SPK tarafından çıkarılacak yönetmeliklerle düzenleneceği hükmünün SPKn.’nda yer alması dolayısıyla Borsa İstanbul’un geleneksel işlem saatleri dışında işlem görece menkul kıymetlerin alım satımı için ECNs’ye benzer bir yapının ATS olarak diğer teşkilatlanmış pazar yerleri şeklinde kurulabileceğinin mevzuat yönünden engelini olmadığı değerlendirilmektedir. Bununla birlikte Borsa İstanbul emir iletim sisteminde kullanılan Fix-API sistemi, işleyiş unsurları olarak ECNs ile kısmen aynı esaslara sahip olduğu düşünülmeyle birlikte, Borsa İstanbul’da uzatılmış işlem saatleri uygulamasının hayata geçirilmesi durumunda bu işlem saatlerinde de Fix-API altyapısının emir iletim sistemi olarak kullanılabileceği düşünülmektedir. Böylece fiyat konsolidasyonu da sağlanmış olacak ve alım satım emirlerinin Borsa İstanbul bünyesinde eşleştirilmesi sağlanacaktır.

Uzatılmış işlem saatlerinin hayata geçirilmesi sonucunda yerli yatırımcılara hizmet verilmesi veri iken, burada değişken olan unsur yabancı yatırımcılardır. Yerel saat farklılıklarından ötürü uzatılmış işlem saatlerinin uygulanacağı saat aralığının hangi yabancı yatırımcı kitlesine hitap edeceği, bunun için hangi saat aralığının seçilmesi gerektiği ve bu yatırımcıların hangi menkul kıymetler üzerine yoğunlaştığı sorunsalı ortaya çıkmaktadır. Borsa İstanbul’un yatırımcı profiline bakıldığında 2017 ilk çeyrek sonu itibarıyla yaklaşık olarak 1.026.000 yerli yatırımcı 9.433 adet ise yabancı yatırımcı, toplamda da yaklaşık 1.035.000 yatırımcının alım satım işlemi yaptığı görülmektedir. Neticede yabancı yatırımcılar toplam yatırımcıların %1’lik bir kesimini temsil etmektedir. Her ne kadar yabancı yatırımcılar toplam yatırımcı sayısının %1’ini temsil ediyor da olsalar 2016 yıl sonu itibarıyla borsa piyasa değerinin %63’ünü yabancı yatırımcılar ellerinde tutmaktadır. Bununla birlikte BIST 100 ve BIST TÜM endekslerinde yer alan şirket paylarını elinde tutan yabancı yatırımcılar ise

neredeşye toplam yabancı yatırımcı sayısına eşittir. Bu da bize uzatılmış işlem saatlerinde işlem görebilecek menkul kıymetler arasında pay senetlerinin olması gerektiğini göstermektedir. Tüm bunlara ilaveten Borsa İstanbul'da işlem yapan yabancı yatırımcılar arasında portföy değeri en yüksek ilk üç ülke ABD, İngiltere ve Lüksemburg olarak ortaya çıkmıştır. Bu üç ülkede yerleşik yabancı yatırımcıların toplam portföy değeri Borsa İstanbul'da işlem yapan tüm yabancı yatırımcıların toplam portföy değerinin yarısından fazlasını temsil etmektedir. Dolayısıyla Borsa İstanbul'a entegre edilecek uzatılmış işlem saatlerinin bu üç ülke borsası ile Borsa İstanbul'un işlem saatleri farkları dikkate alınarak uygulamaya konulması gerektiği düşünülmektedir.

Borsa İstanbul'da işlem yapan yabancı yatırımcı portföy değerinin yarısından fazlasını temsil eden ABD, İngiltere ve Lüksemburg ülkelerinin borsalarından NYSE ve NASDAQ, Londra ve Lüksemburg borsalarının geleneksel işlem saatleri incelenmiş olup; NYSE ve NASDAQ borsalarının işlem saatleri ile Borsa İstanbul işlem saatleri kesişimi yalnızca 16:30-18:10 saat aralığını kapsadığı; Londra ve Lüksemburg borsalarının ise Borsa İstanbul'un tüm gün işlem saatleri içerisinde sadece 20 dakika kayıp yaşadığı belirlenmiştir.

Borsa İstanbul'un kapandığı saat itibarıyla NASDAQ ve NYSE borsalarında yerel saat ile saatin 11:10 (GMT+4) olduğu ve bu borsaların saat 16:00'da (GMT+4) işlemlere kapandığı dikkate alındığında; Borsa İstanbul'un kapanış seansı (18:10-GMT+3) sonrasına eklenecek beş saat süreli (18:10-23:10-GMT+3) bir uzatılmış işlem seansı ABD'nin en büyük iki borsası olan NYSE ve NASDAQ borsaları ile işlem saatleri açısından tam entegrasyon sağlayacaktır. GMT+1 ve GMT+2'de yer alan sırasıyla İngiltere ve Lüksemburg için yaz saati uygulaması kapsamında 20 dakikalık kaybın, Avrupa kıtasının kış saati uygulamasına geçmesi ve Türkiye'nin 8 Eylül 2016 tarihli yaz saati uygulamasının devam edilmesine ilişkin kararının sürdürülmesi durumunda 1 saat daha artacağı, dolayısıyla bu defa Londra ve Lüksemburg borsalarının Türkiye saati ile 09:00'da açılacağı dikkate alındığında Borsa İstanbul'un açılış seansı (09:40-GMT+3) öncesine eklenecek 40 dakika süreli bir uzatılmış seans sayesinde İngiltere ve Lüksemburg ile de işlem saatleri açısından tam entegrasyon sağlanabileceği düşünülmektedir. Böylece hem NYSE ve NASDAQ hem de İngiltere

ve Lüksemburg borsalarının işlem saatleri ile Borsa İstanbul işlem saatleri arasında tam entegrasyon sağlanabilecektir.

Özet olarak; uzatılmış işlem saatlerinin Borsa İstanbul bünyesinde uygulamaya alınması durumunda, geleneksel işlem saatlerinde karşılaşılan risk unsurlarından biraz daha farklı olması muhtemel düşük likidite, yüksek fiyat dalgalanmaları ve alım satım fiyat farkındaki açılmalar gibi risklerden ötürü emir türleri kısıtlanarak yalnızca limit fiyatlı emirlerin kabul edilebileceği, bunun yanında özellikle fiyat dalgalanmalarının önüne geçebilmek için Borsa İstanbul'un hali hazırda bazı işlem saatlerinde ve bazı işlemler için uyguladığı tek fiyat işlem yönteminin uygulanabileceği, yurtdışı uzatılmış işlem saati örneklerinde olduğu gibi uzatılmış işlem saatlerinde alım satım işlemlerinin gerçekleştirilebilmesi için Borsa İstanbul'dan bağımsız, alternatif bir alım satım sisteminin kurulmasına sermaye piyasası mevzuatı yönünden bir engel olmadığı ancak birden fazla alım satım sistemi oluşması sonucu fiyatların konsolidasyonunun sağlanamayacağı, bu sebeple yurtdışı ülke örneklerinde kullanılan ECNs ile kısmen aynı işleyiş esaslarına sahip olduğu düşünülen Borsa İstanbul emir iletim sisteminde kullanılan Fix-API altyapısının Borsa İstanbul'da uygulanması olası uzatılmış işlem saatlerinde gerçekleşecek alım satım işlemlerinde de kullanılabilmesi, ayrıca ABD'de ve HKE'de uzatılmış işlem saatlerinde ECNs'de işlem gören menkul kıymet bazında yapılan sınırlandırmaya benzer bir sınırlandırmanın Borsa İstanbul'da işlem yapan yerel ve yabancı yatırımcı profili baz alınarak menkul kıymet bazında yoğunlaşma ve risk analizleri sonucunda belirlenebileceği ve işlem görecektir menkul kıymetlerin sınırlandırılabilmesi ve son olarak Borsa İstanbul'da en yüksek portföy değerine sahip ABD, İngiltere ve Lüksemburg'ta yerleşik yabancı yatırımcıların uzatılmış işlem saatlerinde işlem yapabilmelerinin de sağlanabilmesi açısından -GMT+3 saat dilimi için- Borsa İstanbul'un açılış saati öncesinde 40 dakika, kapanış saati sonrasında ise 5 saat süreli uzatılmış işlem saatlerinin uygulanabileceği düşünülmektedir.



## KAYNAKÇA

- Bal, M. (2014), *Pay Piyasasında Kapanış Seansı ve Borsa İstanbul'da Fiyat Oluşumu Üzerine Etkilerinin Analizi*, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Barclay, M. J. ve Hendershott, T. (2003). *Price Discovery and Trading After Hours*, The Review of Financial Studies, Kış 2003, 16. Sayı.
- Benhamou, E. ve Serval, T. (1999). *On The Competition between ECNs, Stock Markets and Market Makers*.
- Güngör, A. İ. (2001), *Borsalar Arası İşbirliği, Birleşme ve Entegrasyon Çalışmaları ve Türk Sermaye Piyasaları*, Sermaye Piyasası Kurulu.
- İMKB. (2002), *Sermaye Piyasası Borsalar Temel Bilgi Klavuzu*,16. Basım, İMKB Yayınları.
- Kauffman, N. (2013). *Have Extended Trading Hours Made Agricultural Commodity Markets Riskier?*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, 2013 Üçüncü Çeyrek.
- Küçükkocaoğlu, G. ve Küçüksözen, C. (2005), *Açılış Seansı Uygulamasının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Mikro Yapısı Üzerine Etkisi*, Başkent Üniversitesi, Ankara.
- Küçükkocaoğlu, G. (2005), *Elektronik Emir İletim Yöntemi'nin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Mikro Yapısı Üzerine Etkisi*, Başkent Üniversitesi, Ankara.
- Özcan, M. (2013), *Yabancı Portföy Yatırımlarının Borsa İstanbul'a Etkisi*, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Raudys, A. ve Mohr, E. ve Schmidt, G. (2013). *How (In)Efficient is After-Hours Trading?*, 2013 IEEE Conference on Computational Intelligence for Financial Engineering and Economics.

SEC (2011), *Investor Bulletin: After-Hours Trading*, <https://www.sec.gov/investor/alerts/afterhourtrading.pdf>, Security and Exchange Commission.

SEC (2000). *Special Study: Electronic Communication Networks and After-Hours Trading*, <https://www.sec.gov/news/studies/ecnafter.htm#pt2i>, Security and Exchange Commission.

TÜYİD ve MKK (2014, 2015, 2016, 2017), *Borsa Trendleri Raporu*, <https://www.mkk.com.tr/tr/content/Bilgi-Merkezi/Borsa-Trendleri-Raporu>, TÜYİD-MKK.

TSPB (2004). *Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşları Birliği e-birlik*, Sayı 18, TSPB.

TSPB (2016). *Türkiye Sermaye Piyasası 2016*, Yıllık Yayınlar, TSPB.

Soydemir, S. ve Akyüz, A. (2015). *Sermaye Piyasası ve Borsa: Ekonomik Analiz, Kurumsal ve Yasal Yapı, Tarihçe ve Tanıklıklar*, Scala Yayıncılık.

#### **Yararlanılan Web Kaynakları:**

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

[www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)

[www.sec.gov](http://www.sec.gov)

[www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk)

[www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr)

[www.mkk.com.tr](http://www.mkk.com.tr)

[www.bourse.lu](http://www.bourse.lu)

[www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

<https://www.world-exchanges.org>

[www.nyse.com](http://www.nyse.com)

[www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)

## **EKLER**

- 1) TD Ameritrade Inc. (FINRA üyesi) şirketinin Uzatılmış İşlem Saatlerine İlişkin Risk Bildirim Formu