



**SERMAYE PİYASASI KURULU  
DENETLEME DAİRESİ**

**MENKUL KIYMET BORSALARINDA “GÜN İÇİ İŞLEM” KAVRAMI  
VE BU İŞLEMLERİN İMKB HİSSE SENETLERİ PİYASASINDAKİ  
YERİ VE ÖNEMİ**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Uğur SAÇMACIOĞLU  
Uzman Yardımcısı**

**Mart 2003  
ANKARA**

## **İÇİNDEKİLER**

<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>I. GÜN İÇİ İŞLEM KAVRAMI VE İLGİLİ DÜZENLEMELER</b> .....	<b>2</b>
<b>1.1. Gün İçi İşlem Kavramı</b> .....	<b>2</b>
1.1.1. Tanım .....	2
1.1.2. Gün İçi İşlemlerin Sakıncalarına Yönelik Görüşler .....	3
<b>1.2. Gün İçi İşlemlerle İlgili ABD Düzenlemeleri</b> .....	<b>7</b>
1.2.1. Gün İçi İşlem Yapılacak Hesapların Açılışı ile İlgili Düzenlemeler .....	7
1.2.2. Gün İçi İşlemlerde Teminat Gerekliliklerine İlişkin Düzenlemeler .....	12
<b>II. ÜLKEMİZDE GÜN İÇİ İŞLEMLER</b> .....	<b>15</b>
<b>2.1. İMKB’de Gün İçi İşlem Stratejisi Benimseyen Hesapları Tespit Etmeye Yönelik Çalışma</b> .....	<b>16</b>
2.1.1. İncelemenin Kapsamı .....	16
2.1.2. Aynı Gün En Az Birer Kez Alım ve Satım Emri İletmiş Hesaplar .....	18
2.1.3. Aynı Gün En Az 5’er Kez Alım ve Satım Emri İletmiş Hesaplar .....	19
2.1.4. Aynı Gün En Az 10’ar Kez Alım ve Satım Emri İletmiş Hesaplar .....	21
<b>2.2. Çalışma Sonucu Ulaşılan Hesapların Ayrıntılı İncelenmesi</b> .....	<b>23</b>
2.2.1. Aktif Gün İçi İşlemcilerin ve Gün İçi İşlemlerin İMKB İşlem Hacmi İçindeki Payı .....	23
2.2.2. Hesap Sahipleri .....	25
2.2.3. Hesap Sahiplerinin Alım-Satım Tecrübeleri .....	25
<b>2.3. Görüş ve Öneriler</b> .....	<b>28</b>
2.3.1. Gün İçi İşlem Yapmayı Strateji Olarak Benimseyen Yatırımcıların Nitelikleri ile İlgili Görüş ve Öneriler .....	28
2.3.2. Gün İçi İşlemlerde Teminat Gerekliliğine Yönelik Öneriler .....	35
<b>SONUÇ</b> .....	<b>37</b>
<b>KAYNAKÇA</b> .....	<b>41</b>

## KISALTMALAR CETVELİ

<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>AİMR</b>	The Association for Investment Management and Research
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>NASAA</b>	North American Securities Administrators Association
<b>NASD</b>	National Association of Securities Dealers
<b>NASDR</b>	National Association of Securities Dealers Regulation
<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

## TABLO DİZİNİ

<b>Tablo 1:</b> Aynı Gün Al-Satçı Hesap Sayıları	<b>18</b>
<b>Tablo 2:</b> Aynı Gün En Az 5'er Kez Alım ve Satım Emri Veren Hesaplar	<b>19</b>
<b>Tablo 3:</b> Aynı Gün En Az 10'ar Kez Alım ve Satım Emri Veren Hesaplar	<b>21</b>
<b>Tablo 4:</b> Gün İçi İşlemci Olduğu Düşünülen Hesapların İşlem Hacmi İçindeki Payları	<b>24</b>
<b>Tablo 5:</b> Yatırımcıların Tecrübe Durumları	<b>26</b>
<b>Tablo 6:</b> İlk Kez 2003 Yılında Hesap Açtıran Şahısların İşlem Yaptıkları Senetler	<b>27</b>

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Aynı menkul kıymetin, aynı gün içinde alınıp satılması veya satılıp alınmasını ifade eden gün içi işlemlerin özellikle bireysel yatırımcılar arasında artan popülaritesi, söz konusu işlemlerin yatırımcıları ve aracı kurumları maruz bıraktığı risklerin irdelenmesinde tetikleyici unsur olmuştur.

Etkili bir şekilde gün içi işlem yapmak sadece yeterli sermaye değil ayrıca menkul kıymet piyasalarıyla ve işlem yapma teknikleriyle ilgili sofistike bilgi de gerektirmektedir. Bu stratejiyi benimseyen tecrübeli yatırımcıların bile, kaybetme risklerinin fazlalığının bilincinde olmaları gerekmektedir. Dolayısıyla, söz konusu sofistike bilgiden yoksun kişilerin kaybetme riski çok daha fazladır. Aracı kurumlar ise söz konusu işlemlerin risklerine, özellikle gün içi açılan yüksek pozisyonlar yüzünden maruz kalmaktadırlar. Diğer taraftan gün içi işlemlerin SPKn'nun 47/A-2 maddesinde tanımlanan alım-satım yoluyla manipülasyon suçunun işlenmesinde önemli bir araç olması, konuyu daha da hassaslaştırmaktadır.

Dolayısıyla, gün içi işlemler, düzenleyici otoritelerin kontrolleri altında tutmaları gereken hususlardan biri olarak karşımıza çıkmakta, ülkemizde de konunun tartışılması ve incelenmesi gereklilik arz etmektedir. Çalışmanın konusunu, yabancı uygulama örneklerinden de yararlanarak, ülkemizde bireysel yatırımcıları ve aracı kurumları gün içi işlemlerin risklerinden korumaya yönelik somut öneriler sunulması; bu kapsamda İMKB'de işlem gören ve borsa işlem hacminin %84'üne sahip 70 hisse senedinde 06-21.03.2003 döneminde iletilmiş emirler ve ulaşılabilen diğer veriler üzerinden, ülkemizde gün içi işlemlerin ve gün içi işlemcilerin mevcut durumu ve manipülasyonlarla ilişkileri hakkında fikir edinmeye çalışılması oluşturmaktadır.

Bu kapsamda kesin bir kritere göre inceleme yapmaktan ziyade, hesapları ve verdikleri emirleri değişik açılardan ele almaya çalışan, dolayısıyla okuyucunun koyacağı değişik kriterlere göre gün içi işlemcilerle ilgili değişik rakamlara ulaşabilmesini amaçlayan inceleme sonucunda; İMKB işlem hacminin %50'sini gün içi işlemlerin oluşturduğu; İMKB'de işlem yapan hesapların yaklaşık %30'unun, inceleme döneminde en azından bir kere gün içi işlem kalıbına uygun alım ve satım emirleri verdiği; belli sıklıkta gün içi işlemler gerçekleştiren yaklaşık 500 hesabın

olduğu; bunların içinde de en fazla 200 tanesinin, aracı kurumlar tarafından sunulan gün içi işlem yapmayı kolaylaştırıcı imkanlardan faydalanarak, yüksek aktivitede ve yoğunlukta gün içi işlemler gerçekleştirdiği tahmin edilmiştir. Ayrıca, gün içi işlem *stratejisi* benimsemiş hesapların tüm işlemlerinin, işlem hacmi içindeki payı ise önemli oranlarda çıkmıştır (Oranlar, stratejinin derecesine göre işlem hacminin %35-%50 arasında değişmektedir).

Diğer taraftan, stratejiyi benimsemiş hesaplar içinde borsada işlem yapma tecrübesinin az olduğu düşünülen şahıslara rastlanmıştır. Söz konusu yatırımcıların sayıları, tecrübeli olduğu düşünülen hesaplara oranla daha fazla çıkmıştır. Örneğin, en yüksek aktivitedeki hesapların yaklaşık %75'i en fazla 1 yıllık, yaklaşık %50'si ise en fazla iki aylık işlem deneyimi olan şahıslara aittir.

Bu tarz bir tablo çıkmasında, haklarındaki işlem yasağını dolanmak veya gelmesi muhtemel işlem yasağından kaçınmak için başkalarının hesaplarını kullanan manipülatörlerin etkisinin olduğu düşüncesi oluşmuş ve bu düşüncüyü doğrulayan ciddi bulgulara ulaşılmıştır.

Söz konusu tespit ve kanaatleri takiben, ortaya çıkan sorunlara ilişkin görüşler ve sorunların çözümlerine yönelik öneriler sunulmuştur.

İlk olarak; aracı kurumların, müşterilerinin tecrübe ve mali durumlarının (belli oranlarda ve aktivitede gerçekleştirilen<sup>1</sup>) gün içi işlemlere uygunluğunu belirlemesinin ve hesap açılmadan önce gün içi işlem yapmanın risklerinden ve manipülasyon gibi bazı sermaye piyasası suçlarından bahseden bir uyarı formunu müşteriye teslim etmelerinin zorunlu hale getirilmesi; uygun olmayan kişilere belli oranların ve miktarların üzerinde gün içi işlemler yaptırılmaması gerektiği önerilmiş, gerekçe ve usulleri çalışmada ayrıntısıyla verilmiştir. Böylece hem tecrübesiz ve mali durumu yeterli olmayan bireysel yatırımcının gün içi işlem stratejisinin risklerinden korunmasının hem de manipülatörlerin işlem yapabilmelerindeki kilit nokta olan, sermaye piyasaları ve suçları hakkında fazla bilgisi olmayan üçüncü kişilere aracı kurumlarda hesap açtırabilmelerinin engellenmesinin, en azından zorlaştırılmasının sağlanacağı; hatta, hesaplarını kullandıran kişilerin de, bilgisizlik yüzünden kanuna

---

<sup>1</sup> Çalışmada ayrıntılı olarak verilmiş olan bu kriterlerde gün içi işlemler gerçekleştiren 500 civarında hesap olduğu, inceleme dönemi için tespit edilmişti. Dolayısıyla, düzenlemenin aracı kurumlara operasyonel bir yük getirmeyeceği düşünülmektedir.

karşı gelmekten korunmuş olacağı; diğer taraftan bu tarz usulsüz işlere imkan tanıyan aracı kurumların cezalandırılmasına da imkan tanınacağı öne sürülmüştür.

Daha sonra, İMKB işlem hacminin en az %50'sinin gün içi işlemlerden oluştuğu ve yüksek tutarlı gün içi uzun ve kısa pozisyonlara yol açan bu tarz işlemlerin mevcut düzenlemeler altında herhangi bir teminat gerektirmediği göz önünde bulundurulduğunda, ülkemizde gün içi işlem yapanların ve aracı kurumlarının yüksek riskler taşıdıkları anlaşılmış; dolayısıyla, bahsi geçen risklerin azaltılmasını ve piyasanın düzgün ve güvenilir işlemlerini teminen, gün içinde açılan pozisyonların risklerine karşılık, belli bir oranda *varlığın aracı kurum bünyesinde tutulması* gerektiği kanaatine ulaşılmıştır. Dolayısıyla, çalışmanın görüş ve öneriler bölümünde ayrıntılı olarak ele alındığı üzere; yatırımcıların, aracı kurumlardaki net varlıkların 4 katından fazla tutarda gün içi işlemler yapmalarına veya (eşzamanlı kayıt imkanlarının varlığı durumunda) pozisyon açmalarına aracı kurumlar tarafından izin verilmemesi gerektiği; ancak söz konusu işlemlerin İMKB içindeki payı ve bu işlemleri şu veya bu şekilde gerçekleştiren yatırımcıların sayısı dikkate alındığında; arazi gün içi işlemlerde sınırın esnetilebileceği önerilmiştir.

## GİRİŞ

Son yıllarda bilgiye ve piyasalara erişimi hızlandıran ve kolaylaştıran teknolojik gelişmelerin, önceleri daha çok piyasa profesyonellerinin ilgi alanı olan ve bünyesinde çeşitli riskler barındıran gün içi işlemlere olan ilgiyi arttırması, hatta ilgisi artanlar arasında küçük yatırımcıların da olması, beraberinde yeni öneriler ve düzenlemeler getiren tartışmalara ve araştırmalara neden olmuştur.

Aynı menkul kıymetin, aynı gün içerisinde alınıp satılması veya satılıp alınmasını ifade eden bu kavramın ve risklerinin ülkemizde de tartışılması, küçük yatırımcılar ve piyasa üzerindeki etkisinin gözlenmesi gerektiği düşünülmektedir. Diğer taraftan, alım-satım yoluyla yapılan manipülasyonların, büyük ölçüde gün içi işlemler kullanılarak gerçekleştirildiği de göz önünde bulundurulmalıdır.

Bu çalışmada, gün içi işlem kavramının riskleri ve getirilen yaklaşımlar üzerinde durulacak; ülkemizde gün içi işlemlerin ve işlemcilerin mevcut durumu hakkında fikir edinmek amacıyla analitik bir çalışma yapılarak, saptanan sorunlara çözümler getirilmeye çalışılacaktır.

Çalışma iki ana bölümden oluşmaktadır. *Birinci bölümde*, gün içi işlem kavramı, düzenleme gerektirme nedenleri üzerinde durulduktan sonra, kavram hakkında daha fazla fikir edinebilmek ve düzenleme gerekliliğinin nasıl yerine getirilebileceğine ilişkin yaklaşımları anlamak amacıyla, ABD'nin geçirdiği süreç ve yapmış olduğu düzenlemeler anlatılacaktır. *İkinci bölümde*, ülkemizdeki gün içi işlemcilerin sayıları ve gün içi işlemler hakkında daha sağlıklı tahminler yapabilmek amacıyla, 06-21.03.2003 tarihleri arası için, İMKB'de işlem gören ve işlem hacminin %84'üne sahip 70 hisse senedi üzerinde yaptığımız incelemenin sonuçlarına yer verilecek; arkasından inceleme sonucu tespit edilmiş hesaplar daha ayrıntılı ele alınacaktır. Son olarak da, çalışma kapsamında ve inceleme sonuçları doğrultusunda görüşler sunulup, öneriler getirilecektir. Sonuç bölümünde yapılan çalışmalar ve ulaşılan sonuçlar özetlenecektir.

## **I. GÜN İÇİ İŞLEM KAVRAMI VE İLGİLİ DÜZENLEMELER**

### **1.1. Gün İçi İşlem Kavramı**

#### **1.1.1. Tanım**

Gün içi işlem, genel anlamda, aynı menkul kıymetin, aynı gün içerisinde alınıp satılması veya satılıp alınmasını ifade etmektedir.

NASD Regulation Başkanı Mary L. Schapiro, 16.09.1999 tarihli bir konuşmasında gün içi işlem aktivitesini, çok kısa bir zaman içindeki fiyat hareketlerinden kar elde etmek amacıyla, aynı menkul kıymetin alınıp satıldığı bir işlem stratejisi olarak tanımlamıştır.

Gün içi işlemlerin değişik dereceleri vardır. Örneğin, bazı yatırımcılar aynı menkul kıymette gün içinde bir ya da iki kez pozisyon açıp kapatmaktadırlar. Ancak bu şahıslar gün içi işlem aktivitesini esas gelir kaynakları olarak görmezler ve işlem yaptıkları menkul kıymetlerin gün içi piyasa göstergelerini devamlı ve odaklanmış bir şekilde takip etmezler. Emirlerini genelde evlerinden veya işyerlerinden bilgisayar veya telefon aracılığıyla iletirler (Schapiro.1999).

Diğer taraftan, devamlı ve odaklanmış bir şekilde gün içi işlemler gerçekleştiren ve bu tarz işlem stratejisinden elde edilecek karları kendilerine esas gelir kaynağı olarak gören, daha doğrusu bu aktiviteyi meslek edinmiş “profesyonel gün içi işlemci” denilen kişiler vardır ki, “gün içi işlem aktivitesi veya stratejisi” kavramı daha çok söz konusu yatırımcılar için kullanılır. Bu bağlamda, NASD gün içi işlemciyi “gün içi işlem stratejisinden sağladığı kazançla hayatını idame ettirmek amacıyla, odaklanarak ve mütemadiyen gün içi işlemler yapan kişi” olarak tanımlamaktadır.

Kavramın bahsi geçen şekli, sık ve saldırgan bir işlem anlayışı; dolayısıyla, genellikle önemli ölçülerde sermaye, menkul kıymet piyasalarında ve işlem tekniklerinde sofistike bilgi ve yüksek risk toleransı gerektirmektedir. Bu yüzden ki, gün içi işlemciler, kendilerine menkul kıymet pazarlarına doğrudan erişim ve gerçek zamanlı işlem yapma imkanlarıyla bu tarz işlemlerin gerektirdiği piyasa bilgilerini daha fazla sunan aracı kurumları tercih etmektedirler. Aracı kurumlar da kendilerine daha fazla komisyon geliri sağlayacakları için gün içi işlem stratejisini benimseyen müşterilerine bu imkanları sağlama konusunda istekli olmaktadır.



Gün içi işlem olgusunun son yıllarda daha sık duyulmasının altında yatan temel neden de aracı kurumların bu tarz müşterilere olan ilgisinin bilgisayar ve internet teknolojisindeki gelişmelerle birleşmesi yatmaktadır. Dönemin SEC Başkanı Arthur Lewitt'in 16.09.1999 tarihli konuşmasında belirttiği üzere, bilgisayar yazılımı alanındaki gelişmelerin bireylerin, borsalara kayıtlı profesyonellerin ulaşabileceği şekilde hisse senedi pazarlarına doğrudan erişimini sağlamasıyla birlikte bireysel yatırımcı bazında gün içi işlemler artış kaydetmiştir.

Piyasa profesyonellerine oranla daha az tecrübeye sahip bireysel yatırımcıların ve işlemlerin gerçekleştirildiği aracı kurumların, gün içi işlemlerin barındırdığı risklere gün geçtikçe daha fazla maruz kalması, gün içi işlem olgusunun daha sık gündeme gelmesine, bu işlem tarzının risklerinin daha fazla irdelenmesine neden olmuş; sonuçta, sermaye piyasalarının güvenli bir şekilde işlemlerini ve yatırımcıların korunmasını teminen bu alanda belirli düzenlemelerin yapılması gerektiği anlaşılmıştır.

Çeşitli ülke uygulamalarına bakıldığında gerçek anlamda konuya ilişkin çalışmaların ve düzenlemelerin yapıldığı ülke olarak Amerika Birleşik Devletleri karşımıza çıkmaktadır. Bu yüzden, gün içi işlem olgusunun daha iyi anlaşılmasını da sağlamak amacıyla ABD'nin söz konusu alanda geçirdiği aşamaların ve yaptığı düzenlemelerin incelenmesinde fayda vardır. Ancak daha önce, gün içi işlem stratejisinin belirli düzenlemelerin yapılmasının gerekçesi olarak ifade edilen risklerinin anlaşılması için bazı hususların üzerinde durulacaktır.

### **1.1.2. Gün İçi İşlemlerin Sakıncalarına Yönelik Görüşler**

Öncelikle ifade edilmelidir ki, çabuk kar elde etme niyetiyle çok kısa vadede menkul kıymetlerin alım-satımını gerektiren gün içi işlem stratejisi, spekülasyonun bir çeşiti olarak yatırımdan ayrılmaktadır.

#### *Kumara Benzerliği*

Genel kanı gün içi işlemcilerin zarar ettiği yönündedir. NASAA yöneticisi Philip Feigin, gün içi işlem stratejisinin hemen hemen kumar oynamanın bir türü olduğunu gözlemlemiştir. İşlemciler para kaybederken, aracı kurum -kumarhane-komisyonlar vasıtasıyla gelir temin etmektedir (Day Trading Project Group.1999:6).

Dönemin SEC Başkanı Arthur Lewitt, gün içi işlem aktivitesinin sadece spekülasyon değil, aynı zamanda bir nevi kumar olduğu görüşünü ifade ederek, spekülasyonun piyasa bilgisi gerektirdiğini ve kısa vadeli işlemlerin profesyonel işlemcilerin sahası olduğunu eklemiştir (No Day Trading Rules Planned, 1999).

Gün içi işlemler yapma yazı-tura oyununa benzemektedir. Atılan bir bozuk para ya yazı gelecektir ya da tura; hisse senedi fiyatları gün içinde ya düşecektir ya da artacaktır. Hatta hisse senedi fiyatının değişmemesi gibi bir üçüncü alternatif daha vardır ki bu stratejiyi daha da zorlaştırmaktadır. Zira, fiyat değişmese de yapılan her işlem için komisyon ödenmektedir (Day Trading Project Group.1999:6).

#### *Vadeli İşlemlere Benzerliği*

Gün içi işlemler aynı zamanda vadeli işlemlere de benzemektedir. Spekülasyonun bu iki tarzı da kaldıraç etkisinden faydalanmakta<sup>2</sup> ve yatırımdan ziyade alım-satım yapmanın bir çeşidi olmaktadır.

Dünya geneline bakıldığında, bireysel işlemcilerin gerçekleştirdiği vadeli işlemlerin başarısız olduğu görülmektedir. Bireysel yatırımcıların %80 ila %90'ının vadeli işlemlerden zarar ettiği ifade edilmektedir (McMurray.1994:68,70).

#### *Uzun Vadeli Yatırımcıyla Spekülatörlerin Karşılaştırılması*

Dünya genelinde büyük başarılar elde eden yatırımcıların uzun vadeli yatırım yapanlar olduğu iddia edilmektedir. Kenneth L. Fisher bir makalesinde, eğer kısa vadeli yatırımla iyi paralar kazanılıyor olsaydı, bunu başaranları anlatan bir çok rivayetin olması gerektiğini ifade etmiş ve eklemiştir “Peki, kısa vadeli işlemci olarak servetler elde edenler nerede?” Fisher ayrıca John Train’ın *The Money Masters* adlı kitabını referans göstererek, her ne kadar tarzları farklı olsa da elde edilmiş büyük başarıların tek ortak noktasının, başarı sahiplerinin uzun yıllar tutmak üzere hisse senetleri satın almaları olduğunu belirtmiştir (Fisher.1985:162).

#### *Piyasa Zamanlamasına Benzerlik*

Gün içi işlem aktivitesi, piyasanın zirve ve dip noktalarını belirlemeye çalışarak işlem yapma güdüsü olan piyasa zamanlaması (market timing) olgusuna mikroskobik bazda benzemektedir (Day Trading Project Group.1999).

---

<sup>2</sup> Gün içinde açılan pozisyonlar genelde gün sonunda kapatıldıklarından, fazla fona ihtiyaç duyulmadan yüksek hacimli işlemler yapılabilmektedir.

Piyasa zamanlaması yöntemini kullanan yatırımcılar, piyasanın zirve noktada olduğunu algıladıklarında satış yaparak likit kalmaya, piyasanın dip noktada olduğunu algıladıklarında ise alış yapmaya çalışırlar. Sorun, varsa bile çok az yatırımcının menkul kıymet piyasalarının yönünü doğru olarak öngörebilmesidir. Michigan Üniversitesi'nden Prof. Dr. Nejat Seyhun ise bu konuyla ilgili çalışmasında şu sonuca ulaşmıştır: “Doğru zamanlamanın finansal sonuçları hakikaten etkileyici, ancak gerçek hayatta henüz ulaşılabilir değil.” (Seyhun.1994)

Piyasanın nispeten uzun vadeli dip ve zirve noktalarının algılanması bile fazlasıyla zorken, gün içinde yüksek fiyattan satım ve düşük fiyattan alım fırsatı kollayan gün içi işlemcilerin çok azı, *tek bir* hisse senedinin *çok kısa vadeli* hareketlerini doğru öngörebilir.

#### *Uzun Vadeli Yatırıma Göre Dezavantajları*

Gün içi işlem stratejisi iki nedenden ötürü uzun vadeli yatırıma göre dezavantajlıdır. Birincisi, gün içi işlemci gün sonunda pozisyonunu kapatma güdüsünde olduğundan artışı devam eden senedin karlarından vazgeçer, diğer taraftan düşüşü devam eden hisse senedindeki kaybını da keser. Profesyonel yatırımcılar ise zarar eden pozisyonlarından hemen kurtulmayı, karlarını da devam ettirmeyi başaranlardır. Ancak, gerçekte gün içi işlemcilerin de dahil olduğu bireysel yatırımcılar, karlarını hemen realize etme, zarar ettikleri pozisyonda ise devam etme eğilimindedirler (Day Trading Project Group.1999).

İkincisi, gün içi işlemlerin maliyetleri çok daha fazladır. Fazla işlem yapmaktan kaynaklanan maliyetleri çıkarabilmek için elde edilmesi gereken karlar da daha fazla olmaktadır.

#### *Akademik Çalışmaların Öngördüğü Sakıncalar*

Akademik araştırmaların sonuçları da gün içi işlemcilerin genelde kaybedecekleri beklentisinde olan genel kanıyla uyuşmaktadır. California Üniversitesi profesörlerinden, “davranışsal finans” dalındaki çalışmalarıyla da tanınan Brad M. Barber ve Terrance Odean'ın, tam hizmet veren aracı kurumların tavsiyeleri olmaksızın, kendi hisse senedi yatırımlarını yapan bireysel yatırımcıların performanslarının incelendiği çalışmalarındaki bulgular önemlidir.

Söz konusu çalışmada, bir iskontocu aracı kurum (discount brokerage firm) müşterilerinin Ocak 1997 tarihinde sona eren altı yıllık kayıtları incelenerek, kendi

alım-satım kararlarını veren bireysel yatırımcılardan, aktif işlem yapma anlayışı benimseyenlerin yüklü bir bedel ödedikleri tespit edilmiştir. En aktif işlem yapan yatırımcıların ortalama en az net geliri elde ettiklerini bulan Barber ve Odean şu sonuca varmışlardır: “Ana mesajımız, alım-satımın servetinize zararlı olduğudur.” Barber ve Odean alım-satımın söz konusu ters etkili seviyesinin basit bir davranışsal hatayla kısmen açıklanabileceğine inanmaktadırlar: “insanlar kendilerinden aşırı emindirler; kendinden aşırı emin olmak çok fazla alım-satıma yol açar.” (Barber-Odean.1999)

Profesör Odean daha önceki bir araştırmasında da fazla işlem yapmanın zararlara yola açtığını bulmuştur. Bu bulgunun açıklanmasında “yatırımcıların bilgilerinin ve duyularının kesinliği konusundaki aşırı güveninin” katkısı olabileceğini, ne var ki yeterli olmayacağını; bu yatırımcıların kendilerine sunulan bilgileri düzenli olarak yanlış yorumluyor olmaları gerektiğini belirtmiştir (Odean.1993).

Odean’ın kendine fazla güvenen işlemciler modeline göre, kesinliği düşük bir sinyal alan ancak sinyalin kesinliğinin yüksek olduğuna inanan yatırımcı, ortalama, beklediğinden daha az kazanır. Sinyalin kesinliği sıfırsa, diğer bir ifadeyle yatırımcının herhangi bir bilgisi yoksa ve olduğuna inanıyorsa, ortalama, karı da sıfır olur. *İşlem maliyeti* olan bir piyasada ise kendinden aşırı emin yatırımcıların kazançları maliyetlerini karşılamaya yetmeyebilir.

Bahsi geçen model genel kanının gün içi işlemlerle ilgili söylediklerine uymaktadır. Gün içi işlemciler de hisse senedi fiyatlarındaki değişimleri yorumlayabileceklerine ve kısa vadeli fiyat değişimlerini tahmin edebileceklerine inanmaktadır. Ancak “sinyalin kesinliği” daha önce de ortaya koyulduğu üzere sıfır veya sıfıra yakındır ve işlem maliyetleri oluşabilecek karları da götürebilmektedir.

#### *Profesyonel Araştırmalar*

Piyasa profesyonellerinin yaptığı araştırmalar da gün içi işlem stratejisini benimseyen küçük yatırımcıların zarar etme ihtimallerinin çok daha fazla olduğunu ifade etmektedir.

Yatırım danışmanı Ronald L. Johnson, kısa vadeli işlemler yapan 30 hesap üzerinde yaptığı incelemede; hesaplardan %70’inin sadece zarar etmediği, neredeyse yatırdıkları tüm parayı kaybettikleri; sadece %11,5’in kar ettiği; karlı hesapların

çoğunun ise yapmış oldukları uzun vadeli işlemlerden veya tek bir alım satımdan kar ettikleri sonucuna ulaşmış ve bu bulgular doğrultusunda küçük yatırımcıların büyük bir çoğunluğuna (%88,5) kısa vadeli spekülatif işlemlerden uzak durmalarının tavsiye edilmesi gerektiğini ifade etmiştir. Gün içi işlemler yapan 17 hesaptan ise, sadece bir hesabın başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Johnson.1999:4,6).

Sonuç olarak, gün içi işlem stratejisinin düzenleyici otoritelerin en azından gözetimi altında olmasının, hatta bireysel yatırımcılar tarafından kullanılmaya başlamasıyla da kurallara bağlanmasının gerekliliği anlaşılmaktadır. Takip eden bölümde söz konusu gerekliliği yerine getiren ABD düzenlemelerine yer verilecektir.

## **1.2. Gün İçi İşlemlerle İlgili ABD Düzenlemeleri**

### **1.2.1. Gün İçi İşlem Yapılacak Hesapların Açılışı ile İlgili Düzenlemeler**

Bilgisayar teknolojisinde yaşanan hızlı gelişme ABD’de gün içi işlemlerin yaygınlaşmasındaki en önemli etken olmuştur. İnternet, bireysel yatırımcılara menkul kıymet piyasalarına ve bilgiye hızlı, kolay ve ucuz erişim imkanı sağlamıştır ki bu da sektör çalışanı olmayan bireysel yatırımcıların piyasalara daha fazla katılımını körüklemiştir. Sonuçta, bireyler geçmişte olduğundan daha aktif bir şekilde işlem yapmaya başlamışlardır. SEC’in önceki başkanı Arthur Lewitt 1999 yılında bu sürecin “yaklaşık üç yıl önce“ başladığını ifade etmiştir.

Bu süreçte, “day trading firm” denilen aracı kurumlar önemli bir rol oynamıştır. Çoğunlukla düşük komisyon oranları ve kredili işlemlere ilişkin bazı avantajlarla düşük işlem maliyeti sağlayan bu aracı kurumların çoğu gün içi işlem eğitimi teklif eder, yüksek hızlı erişim kanalları ile özellikle gün içi işlem yapmayı kolaylaştırmak ve işlem hızını arttırmak için hazırlanmış yazılım paketleri sunarlar. Genellikle, sundukları hizmetin reklamını yapar, gün içi işlem stratejisinin avantajlarından bahseder ve kişilere tam zamanlı gün içi işlemci olmaları yönünde telkinlerde bulunurlar. Hatta, hassas fiyatlı hisse senetlerinin anlık alış ve satışının yapılmasını içeren stratejileri tavsiye ederler<sup>3</sup>. Gün içi işlem aktivitesi, herhangi bir aracı kurumun imkanları kullanılarak yapılabilir de, Amerika’da genelde bu aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleşmektedir (Schapiro.1999).

---

<sup>3</sup> Bu firmaların on-line aracı kurumlardan farkları için bkz. Testimony of Arthur Levitt, Septemebr 16, 1999.

NASAA Project Group, ABD’de gün içi işlem imkanı sunan aracı kurumların müşterilerinin sayısı hakkında herhangi bir çalışma yapılmamış olmakla birlikte, finans medyasında çeşitli tahminlere yer verildiğini ifade etmiştir. Buna göre, Electronic Traders Association, gün içi işlem hizmeti veren aracı kurumlar vasıtasıyla tam gün alım-satım yapan yatırımcı sayısının 4.000-5.000 arasında olduğunu ve bu kişilerin günde toplam 150.000-200.000 işlem yaptığını ileri sürmektedir. Başka bir yoruma göre de, sayıları 7.000’e ulaşan söz konusu gün içi işlemciler Nasdaq’ın günlük işlem hacminin yaklaşık %15’ini gerçekleştirmektedir. Diğer taraftan, ABD’de sermaye piyasalarına yatırım yapan 80 milyon yatırımcının olduğu ve bunlardan 5 milyonunun yatırım yaparken internet teknolojilerinden faydalandığı tahmin edilmektedir (SEC. WEEK.1999).

NASAA Project Group’a göre, bu aracı kurumların sabit ve diğer giderleri fazladır<sup>4</sup>. Ayrıca, müşterilerinin batma oranı, dolayısıyla işlem yapmayı bırakma oranı yüksektir. Bu faktörler aracı kurumları devamlı müşteri girişi ihtiyacı içine sokmaktadır. Dolayısıyla, söz konusu aracı kurumlar müşteri çekebilmek için özünde yüksek riskler barındıran gün içi işlem stratejisini teşvik ederek insanlarda bu stratejinin kendilerini kolay yoldan zengin edeceği intibasını uyandırmaya çalışabilmekte; mali durumu, deneyimi ve risk algılamaları stratejiye uygun olmayan müşterilere işlem yaptırabilmektedir.

İşte bu noktada yatırımcının korunması hususu devreye girmektedir. Bu doğrultuda; NASDR, gün içi işlemlerin bireysel yatırımcılar arasında artan popülaritesinin yatırımcıyı koruma mevhumunu gündeme getirdiğini; gün içi işlem stratejisini benimseyen yatırımcıların gün içi fiyat hareketlerinden kar elde etmek amacıyla genelde saldırgan bir işlem anlayışına sahip olduklarını; ancak etkili bir şekilde gün içi işlem yapmanın sadece yeterli sermaye değil ayrıca menkul kıymet piyasalarıyla ve işlem yapma teknikleriyle ilgili sofistike bilgi de gerektirdiğini; bu stratejiyi benimseyen tecrübeli yatırımcıların bile, kaybetme risklerinin fazlalığının bilincinde olmaları gerektiğini; dolayısıyla, söz konusu sofistike bilgiden yoksun kişilerin kaybetme riskinin çok daha fazla olduğunu öne sürmüş ve bu sorunları

---

<sup>4</sup> İşlemleri hızlandıracak ve kolaylaştıracak teknik altyapıya yatırım yaparlar.

giderme gerekçesiyle 2000 yılı içinde iki yeni kural getirmiştir (Special NASD Notice to Members 99-32).

### **Rule 2360 ve Rule 2361**

Rule 2360'a göre gün içi işlem stratejisini *öneren veya teşvik eden* aracı kurumlar, kurumsal olmayan müşterilerine, Rule 2361'de düzenlenmiş olan risk açıklama formunu (risk disclosure statement) teslim etmeden hesap açamamaktadırlar. Ayrıca, bu aracı kurumlar müşteri hesabının gün içi işlem stratejisine uygunluğunu onaylamak veya müşteriden gün içi işlemler yapmak niyetinde olmadığına dair yazılı bir beyan almak zorundadırlar.

Ancak, eğer aracı kurum müşterinin niyetinin hesabı gün içi işlemler için kullanmak olduğunu biliyorsa, müşteriden aldığı yazılı beyana güvenemez. Ayrıca, bir müşteri yazılı beyan vermiş, ancak daha sonra aracı kurum müşterinin hesabı gün içi işlem aktivitesi için kullandığını tespit etmişse, aracı kurum mümkün olan en kısa zamanda (her halükarda tespitten itibaren en geç 10 gün içinde) düzenlemeye uygun olarak hesabı onaylamalıdır.

Hesabın Onaylanması: Buna göre aracı kurum, stratejinin müşteriye uygunluğunu belirlemelidir. Bu belirlemeyi yaparken aracı kurum, yatırım amacı, yatırım ve işlem yapma tecrübe ve bilgisi, mali durum<sup>5</sup>, vergi durumu, meslek, medeni hal, bakmakla yükümlü olunan kişi sayısı ve yaş bilgilerini de içerecek şekilde, müşteriyle ilgili zaruri bilgileri tespit etmek için gerekli özeni göstermek zorundadır. Aracı kurum ayrıca hesabı onaylamak için baz aldığı bilgilerin kayıtlarını tutmak zorundadır.

Gün İçi İşlem Stratejisinin Tanımı: Düzenlemede "gün içi işlem stratejisi", bir müşteri tarafından aynı menkul kıymet veya kıymetlerde hem alım hem de satım işlemleri gerçekleştirmek üzere düzenli olarak gün içi emirler iletilen genel bir işlem stratejisi olarak tanımlanmıştır. Bu tanım, işlem gerçekleştirmek amacıyla düzenli olarak en az bir kez aynı gün alım ve satım emri (round-trip) ileten yatırımcıları kapsamaktadır. Tanım, ayrıca elektronik olmayan yollarla iletilen emirleri de kapsamaktadır (örneğin telefon emri).

---

<sup>5</sup> Tüm kaynaklardan elde edilecek tahmini yıllık gelir, tahmini net servet (ikamet edilen ev hariç), tahmini likit servet (nakit, menkul kıymet ve diğer).

Gün İçi İşlem Stratejisini Teşvik Eden Aracı Kurumlar: Düzenleme kapsamına gün içi işlem aktivitesini veya stratejisini reklamlar, eğitim seminerleri veya doğrudan dışa ulaşım programlarıyla olumlu yönde teşvik eden aracı kurumlar girmektedir. Örneğin, eğer bir aracı kurum gün içi işlem yapmanın faydalarına değinen veya insanları profesyonel yatırımcılar gibi işlem yapma veya kar elde etme yönünde cesaretlendiren reklamlar yapıyorsa düzenlemeye tabi olacaktır. Aracı kurum teşviği üçüncü kişiler aracılığıyla yapıyorsa da düzenlemeye tabi olacaktır. Gün içi işlem yapan müşteri sayısının fazla olması da aracı kurumun stratejiyi teşvik edip etmediğinin belirlenmesinde gösterge olacaktır.

Aracı kurumun aşağıda sayılan aktivitelerden sadece biriyle uğraşması gün içi işlemleri teşvik ettiği anlamına gelmemektedir: (a) işlem miktarı yüksek müşterilere etkin servis veya düşük komisyon imkanı sunmak, (b) genel araştırma raporları sunmak veya bu tarz araştırmaların yüksek kalitesinin veya hızlı ulaşılabilirliğinin reklamını yapmak, (c) aynı hisse senetlerinde gün içinde çok sayıda alım ve satım işlemi gerçekleştirilmesine yol açacak genel finansal bilgi veya haberler veren bir web sitesine sahip olmak.

Ne var ki aracı kurumlar, düzenlemeyi dolanmak için stratejiyi bireyler vasıtasıyla teşvik edemezler. Ayrıca, eğer aracı kurumun herhangi bir yetkilisi, müşteri temsilcilerinin söz konusu yönde hareket ettiğinin farkındaysa aracı kurum da gün içi işlem stratejisini teşvik ediyor sayılacaktır.

Kurumsal Olmayan Yatırımcı: Kurumsal yatırımcıdan kasıt, NASD Rule 3110(c)(4)'de tanımlanan kurumsal hesap özelliklerini haiz olunmasıdır. Söz konusu kurala göre, kurumsal hesaplar banka, sigorta şirketi gibi finans kuruluşlarının, SEC'e veya eyalet menkul kıymet komisyonlarına kayıtlı yatırım danışmanlarının ve en az 50 milyon USD tutarında varlığı olan herhangi bir gerçek ya da tüzel kişinin sahip olduğu hesaplardır.

Gün İçi İşlem Stratejisini Teşvik Etmek: Düzenleme, stratejinin teşvik edilmesini tanımlamamakla birlikte; NASDR, aracı kurumların reklamlarının içerikleriyle ilgili olarak NASDR'nin Reklam Departmanından görüş ve yardım alabileceklerini ifade etmiştir.

Risk Açıklama Formu: Düzenlemenin hesap açılmadan önce müşteriye teslim edilmesini hüküm altına aldığı risk açıklama formu, yatırılan tüm varlıkların



kaybedilebileceği gibi gün içi işlem stratejisine has risklerden bahsetmektedir. Form hesap açılmadan önce yazıyla veya elektronik yollarla her müşteriye ayrı ayrı verilmelidir. Bu yaklaşım, aracı kurumların formu internet sitelerinin ücra sayfalarına koymalarına ve formun tüm müşterilere bu yolla ilan edildiğini iddia etmelerine engel olmaktadır. Diğer taraftan 2002 yılında yapılan bir değişiklikle, kurumlara, formları ayrıca internet sitelerine de koyma zorunluluğu getirilmiştir (NASD Notice To Memebers 02-35).

Risk açıklama formunda; gün içi işlem stratejisini uygulayacak müşteriler;

- Gün içi işlemlerin aşırı riskli olduğu; gün içi işlem stratejisinin kısıtlı kaynakları ve kısıtlı yatırım tecrübesi olan ve risk toleransı zayıf kişiler için uygun olmadığı; bu iş için kullanılan tüm fonların kaybına karşı hazır olunması ve eğitim, ev sahipliği, zaruri harcamalar gibi amaçlarla kullanmak üzere ayrılan fonların gün içi işlemler için kullanılmaması gerektiği;

- Gün içi işlemlerden çok büyük karlar elde edildiği veya büyük karlar için potansiyel olduğu yolundaki görüşlere ve reklamlara karşı temkinli yaklaşılması gerektiği; ayrıca gün içi işlemlerin anlık ve büyük maddi kayıplara yol açabildiği;

- Gün içi işlemler yapmanın menkul kıymet piyasaları ve işlem yapma teknikleri hakkında bilgi sahibi olmayı gerektirdiği; ayrıca profesyonellerle rekabet edileceğinden yeterli tecrübeye sahip olunması gerektiği;

- Gün içi işlemler yapmanın, çalışılan aracı kurumun, emir akış sistem ve prosedürü de dahil olmak üzere işleyişi hakkında bilgi sahibi olmayı gerektirdiği; açılan pozisyonların, belirli piyasa koşullarında makul fiyat seviyelerinden çabukça kapatılmasının zor olabileceği (bir hisse senedinin fiyatının ani düşüşünde ya da işlemlerin herhangi bir sebepten durması durumlarında olduğu gibi); hisse senedinin fiyatı ne kadar dalgalı bir seyir izliyorsa, bu tip problemlerle karşılaşma riskinin artacağı; normal piyasa riskinin yanında sistem hatalarından kaynaklanan kayıpların da yaşanabileceği;

- Gün içi işlemler sıkça alım-satım yapmayı gerektireceğinden, ödenecek komisyonların kayıpları arttırabileceği, kazançları da ciddi şekilde azaltabileceği;

- Kredi kullanarak ya da açığa satış yoluyla yapılacak gün içi işlemlerin başlangıç yatırımının ötesinde kayıplara yol açabileceği; satın alınmış hisse senetlerinin değerinde meydana gelebilecek düşüşlerde, söz konusu senetlerin veya

hesaptaki başka menkul kıymetlerin mecburi satışını engellemek için ilave para koymak gerekebileceği; ayrıca, açığa satışlarda kısa pozisyonu kapatmak için çok yüksek fiyatlardan hisse senedi almak zorunda kalınabileceği,

- Başkalarına yatırım tavsiyeleri veren veya başkalarının hesaplarını yöneten kişilerin, yatırım danışmanı, broker veya dealer olarak kayıtlı olması gerekebileceği; hususlarında uyarılmaktadırlar.

Sonuçta, yapılan düzenlemeler, küçük yatırımcının gün içi işlem stratejisinin risklerinden haberdar olmasını sağlamaya; risk algılamaları, mali durumları ve tecrübeleri gün içi işlem stratejisini benimsemeye elverişli olmayan yatırımcıların bahsi geçen risklere ve kayıplara maruz kalmasını; söz konusu aracı kurumların yeni müşteriye olan ihtiyaçları dolayısıyla mesleğin gerektirdiği özeni göstermeden herhangi bir müşteriye gücünün ve kabiliyetinin ötesinde işlemler yaptırarak hem müşteriye hem de kendisini ciddi risklere maruz bırakmasını engellemeye yöneliktir.

Aynı zamanda, müşterilere menkul kıymet alım veya satımı ile ilgili öneriler yapılırken, söz konusu önerilerin müşterilere *uygun* olup olmadığının belirlenmesi gerektiğini hüküm altına alan SEC Rule 10b-5 ve NASD Rule 2310'un amaçlarına uyum sağlanmıştır. Ne var ki, NASAA Day Trading Project Group, Rule 2360 yürürlüğe konmadan önce, adı geçen düzenlemelerin gün içi işlem stratejisini teşvik eden aracı kurumlar için halihazırda geçerli olmakla birlikte, gün içi işlemler için ayrıca düzenlenmesi gerektiğini ifade etmiştir (1999:45). Zira, düzenlemelerin lafındaki "menkul kıymet alımı veya satımı önerisi"nin bir işlem stratejisi önermeyi kapsayıp kapsamadığı tartışmalıdır.

Project Group, ayrıca; NASD'ın özellikle riskli olduğunu belirlediği bazı menkul kıymet çeşitleri veya işlem aktiviteleriyle ilgili olarak aracı kurumlara ağırlaştırılmış uygunluk yükümlülükleri getirmiş olduğunu; özellikle riskli olan gün içi işlem aktivitesinin de ağırlaştırılmış uygunluk ve kamuyu aydınlatma kurallarına bağlanması gerektiğini ifade etmiştir.

### **1.2.2. Gün İçi İşlemlerde Teminat Gerekliliklerine İlişkin Düzenlemeler**

Gün içi işlemlerin yaygınlaşmasıyla, ABD'de başka bir sorun daha gündeme gelmiştir: mevcut kredili ve açığa satış işlemleri ile ilgili düzenlemelerin öngördüğü başlangıç ve sürdürme teminatı gerekliliği sadece gün sonlarında hesaplandığı için,

gün sonu itibariyle genelde pozisyonunu kapatmış olan veya gün içinde gerçekleştirdiği işlemlere oranla çok düşük pozisyonlar taşıyan gün içi işlemciler öngörülen sınırlamaların dışında kalmaktadırlar. Gün sonunda pozisyonlarını kapatsalar dahi bu yatırımcıların gün içinde gerçekleştirdikleri kredili işlemler -ki herhangi bir teminat gerektirmediği için ciddi rakamlara ulaşabilme ihtimali vardır- aracı kurumları risk altında bırakmaktadır.

Bu hususu dikkate alan NASD ve NYSE, 2001 yılı içinde kredili işlemlerle ilgili “NASD Rule 2520” ve “NYSE Rule 431” düzenlemelerinde gün içi işlemlere yönelik değişiklikler yapmışlardır<sup>6</sup>. Öncelikle belirtilmelidir ki, Rule 2360 ve 2361 sadece gün içi işlem stratejisini teşvik eden aracı kurumlar için geçerliken; bu düzenleme, tüm aracı kurumları kapsamaktadır.

İlk olarak düzenlemeye tabi olacak yeni bir “gün içi işlem” tanımı yapılmıştır: gün içi işlem, aynı gün içinde kredi hesabı kullanarak<sup>7</sup> aynı menkul kıymeti alıp satmak veya satıp almak anlamına gelmektedir. Ancak, (a) aynı menkul kıymette, alış işleminden önce, gecelik tutulan bir uzun pozisyonun kapatılması için satış yapılması veya (b) aynı menkul kıymette, satış işleminden önce, gecelik tutulan bir kısa pozisyonun kapatılması için alış yapılması durumlarında, söz konusu alıp satma veya satıp alma aktiviteleri gün içi işlem sayılmayacaktır.

Daha sonra, taşıdıkları riskler nedeniyle, belli sıklıkta gün içi işlem yapanlar, arızı olarak yapanlardan ayrılmıştır. Düzenlemeye göre, beş iş günü içinde dört ya da daha fazla gün içi işlem yapan müşteriler gün içi işlemci niteliğine sahip sayılacaktır (pattern day trader). Ancak söz konusu sürede müşterinin gerçekleştirdiği toplam gün içi işlem sayısı tüm işlemlerinin toplamının %6 veya daha azına tekabül ediyorsa gün içi işlemci özelliğine sahip müşteri olarak adlandırılmayacak ve söz konusu müşteriler için getirilen ekstra yükümlülöklere tabi olmayacaktır.

Ayrıca, eğer aracı kurum herhangi bir müşterisinin gün içi işlemci niteliğine sahip olacağını biliyorsa veya olacağına inanması için geçerli nedenleri varsa, söz konusu müşteri de gün içi işlemci kalıbında sayılmaktadır. Örneğin, stratejiyi teşvik eden aracı kurumların gün içi işlem amaçlı hesap açtıran müşterileri, 5 günde 4 alım

---

<sup>6</sup> NYSE ve NASD değişiklikleri aynı şekilde düzenlemişlerdir.

<sup>7</sup> Burada, yapılan işlem anında müşterinin cari hesabında işlemi karşılayacak kadar nakit olmaması kastedilmektedir.

ve satım kriterine uymaları beklenmeksizin, düzenlemenin gün içi işlemci kalıbına girenler için öngördüğü yükümlülöklere tabi olurlar.

Gün içi işlemci niteliğine sahip bir müşteri, minimum 25.000 USD tutarında hisse senedini devamlı surette hesabında bulundurmak zorundadır. Bu tutarda hisse senedi yatırılmadan, gün içi işlemlere devam edilemez. Mevcut NASD ve NYSE düzenlemelerine göre normal kredili işlemlerde minimum başlangıç teminatı 2.000 USD'dır. Bu teminat, hem kredili gün içi işlemlerden kaynaklanan fazladan riskleri azaltmak, hem de müşterinin önceki gün oluşan zararını telafi etmeden gün içi işlem yapmasını engellemek için getirilmiştir.

Düzenleme, "gün içi işlem alım gücü" olarak adlandırılan yeni bir kavram getirmiştir. Buna göre, hisse senedi işlemleri için, bir önceki günün kapanışında hesapta bulunan hisse senedi tutarından, varsa teminat olarak tutulan hisse senetlerinin tutarının çıkarılması sonucu bulunan değerin dört katı, "gün içi işlem alım gücü"dür.

Böylece, mevcut düzenlemeler altında normal sürdürme teminatı gerekliliği olmayan kredili gün içi işlemler için özel bir sürdürme teminatı getirilmiş olmaktadır. Buna göre herhangi bir müşteri, kredi hesabında gerçekleştirdiği tüm gün içi işlemlerin maliyetinin %25'i kadar sürdürme teminatı bulundurmak zorunda olacak; diğer taraftan bakıldığında ise hesabında bulunan, teminata konu olanlar haricindeki hisse senetlerinin değerinin dört katı tutarda gün içi işlemler yapabilecektir. Alternatif olarak, teminat yükümlülüğü gün içinde tutulan maksimum açık pozisyon baz alınarak hesaplanabilmektedir. Bu metodun kullanımı içinse, pozisyonların kapatılıp kapatılmadığının anlaşılmasını sağlayacak şekilde kayıt tutulması gerekmektedir.

Müşteri gün içi işlem alım gücünü aşarsa; diğer bir deyişle, hesabında, o gün gerçekleştirdiği işlemlerin -uygun kayıt tutma yöntemleri kullanılıyorsa en yüksek nakit açık pozisyonunun- maliyetinin %25'i kadar hisse senedi yoksa, özel sürdürme teminatı açığı ortaya çıkar ve kendisinden en geç 5 iş günü<sup>8</sup> içinde açığı kapatması istenir.

---

<sup>8</sup> Normal sürdürme teminatları için bu süre 15 gündür.

Gün içi işlem alım gücünü aşan müşteri, *gün içi işlemci niteliğini* taşıyorsa; aracı kurumlar tarafından ekstra bazı önlemler alınması gerekmektedir. Özel sürdürme teminatı açığı çıktığı anda, teminat çağrısı yerine getirilene kadar; (a) hesap o gün gerçekleştirilen tüm gün içi işlemlerin maliyeti baz alınarak kredilendirilir, (b) müşterinin gün içi işlem alım gücü yarıya indirilir, (c) sonraki özel sürdürme teminatı hesaplamalarında, maksimum nakit açığı baz alan yöntemin kullanılması bırakılabilir.

Açığın kapatılması için öngörülen 5 günlük süre dolana kadar gün içi işlemci niteliğine sahip olan müşteri çağrışı yerine getiremezse, müşteriye çağrışı yerine getirene kadar veya 90 gün boyunca sadece nakit karşılığı işlem yaptırılır. Gün içi işlemci niteliğine sahip müşterilerin başlangıç veya sürdürme teminatlarını karşılamak için kullandıkları fonlar en az iki gün hesaplarında kalmalıdır. Ayrıca, bu müşteriler teminatlar için çapraz garanti kullanamazlar. Dolayısıyla, her hesap yükümlülüğünü bağımsız olarak yerine getirmek durumundadır.

Söz konusu düzenlemelerde, teminat tamamlama çağrıları aracı kurumun risk altında olduğu gün içi işlemin gerçekleştirildiği esnada yerine getirilememekle birlikte, bazı yaptırımlarla gün içi işlemci niteliğine sahip kişilerin gün içi işlem alım güçlerini aşmaları engellenmeye çalışılmıştır. Arızı olarak gün içi işlem yapan yatırımcıların ise 5 gün içinde getirdikleri fonlarla, en azından yapmış oldukları gün içi işlemin risklerini kaldıracabileceklerini göstermeleri ve az da olsa bir maliyete katlanmaları istenmiştir. Böylece, gün içi işlemlerde kredi kullanımını sınırlandırılarak hem aracı kurumların hem de müşterilerin riskleri azaltılmıştır.

## **II. ÜLKEMİZDE GÜN İÇİ İŞLEMLER**

Ülkemizde, gün içi işlem yapmaya elverişli teknik donanımlar ve yazılımlar sunan aracı kurumlar bulunmasa da, seans salonlarından veya hususi olarak hızlandırılmış telefon emirleriyle, gün içi işlemlerin yapıldığı bir gerçektir. Uzaktan erişim ve internetten işlem yapma gibi imkanların yaygınlaşmaya başlamasıyla, gün içi işlemlerde bireysel yatırımcıların daha fazla rol alacağı bir piyasanın alt yapısı oluşmaktadır. Diğer taraftan, ülkemizde sermaye piyasaları, özellikle hisse senetleri piyasası, NASD ve NYSE'ye oranla daha istikrarsız bir yapıya sahiptir ki bu da gün içi işlemleri ülkemiz için çok daha riskli hale getirmektedir.

Dolayısıyla, piyasamızın ve katılımcılarının bahsi geçen risklere ne ölçüde maruz kaldığının, yatırımcıyı ve aracı kurumları koruyucu düzenlemelere ihtiyaç olup olmadığının anlaşılması gerekmektedir. Bu doğrultuda, ülkemizdeki mevcut duruma da ışık tutmak amacıyla, İMKB'deki gün içi işlemler ve gün içi işlemcilerle ilişkin incelemeler yapılmıştır.

## **2.1. İMKB'de Gün İçi İşlem Stratejisi Benimseyen Hesapları Tespit Etmeye Yönelik Çalışma**

### **2.1.1. İncelemenin Kapsamı**

06-21.03.2003 tarihleri arası inceleme dönemi olarak seçilmiş<sup>9</sup>; İMKB dönem işlem hacminin %84'ünü oluşturan 70 hisse senedi ele alınmıştır. Emirler yatırımcının niyetinin göstergesi olduğu için söz konusu hisse senetlerinin Borsa Emir Defterleri<sup>10</sup> incelenmiştir. Bilgiler yatırımcının ulaşamayacağı kaynaklardan alındığı için, hisse senetlerinin ve hesap sahiplerinin adları açıklanmayacaktır.

İncelenen senetlerin 30'u, İMKB30; 9'u, İMKB50; 11'i, İMKB100 endeksinde yer alırken; 19'u, İMKB100 endeksi dışındadır. Bazı senetlerin seçiminde daha çok işlem hacmi içindeki payları dikkate alınırken, genel durum hakkında daha sağlıklı fikirler vermesi amacıyla işlem hacmi nispeten düşük olanlara da yer verilmiştir.

İnceleme emir bazında yapıldığından, gün içi işlemlerin göstergesi olarak aynı hisse senedinde aynı gün içinde iletilmiş alım ve satım emirleri temel alınmıştır. İMKB'de gerçekleşen gün içi işlem miktarından veya hacminden ziyade; gün içi işlemleri strateji olarak benimseyen hesaplar, bunların stratejiyi benimseme dereceleri ve İMKB içindeki payları belirlenmek istenmiştir. Gün içi işlem stratejisi açısından (konsantrasyon, aktivite, vs), birer emirle 1000 lot alım ve satım ile 5'er emirle 1000 lot alım ve satım yapmak birbirinden farklı olduğundan, tespitler, emirlerin miktarlarına değil *sayılarına* göre yapılmıştır. Ayrıca, aynı günlü alım ve satım emirleri belirlenmeye çalışılmış, dolayısıyla inceleme günlük bazda

---

<sup>9</sup> Borsa Emirlerinin yatırımcı bazında incelenebilmesini teminen, İMKB'ye iletilen emirlerde müşteri hesap numaralarının girilmesi zorunluluğunun olduğu tarihler seçilmiştir.

<sup>10</sup> Borsa Emir Defteri, ana hatlarıyla, bir hisse senedinde verilmiş her bir emrin, emrin verildiği tarih, saat, aracı kurum ile emri veren hesap numarası bazında, herbiri için verilmiş spesifik bir emir numarası itibarıyla kaydedildiği bir listedir. Bu liste İMKB tarafından elektronik ortamda tutulur ve listeye yetkisi olan SPK ve İMKB çalışanları ulaşabilir.

yapılmıştır. Bu da, gün içi işlem stratejisinin benimsenme derecesine veya niteliklere uyan emirlerin arızı olup olmadığına işaret edebilecek başka bir gösterge olan, araştırılan niteliklere uyan emirlerin ele alınan 12 iş günü içinde kaç gün tekrarlandığı bilgisine ulaşma imkanı vermiştir.

Diğer taraftan, aynı gün verilmiş alım ve satım emirlerinin çeşitli varyasyonları olabilir (1000 lotluk 1 alım, 10 lotluk 1 satım emri; 1000 lotluk 10 alım, 10 lotluk 1 satım emri; 1000 lotluk 1 alım, 1000 lotluk 1 satım emri; 1000 lotluk 10 alım, 1000 lotluk 10 satım emri, vs). Ancak, genelde, aynı gün verilmiş emirlerin sayısının ve/veya tekrarlandığı günlerin, gün içi işlem stratejisine gösterge olduğu düşünülmektedir. Zaten, veri setinin 100 binden fazla hesap ve iletilmiş 1,4 milyon emri kapsamı, aynı günlük alım ve satım emirlerinin gerçek mahiyetinin her bir hesap bazında ayrıntılı incelenmesini fazlasıyla zorlaştırmaktadır.

Bu doğrultuda, veriler değişik açılardan ele alınarak incelenmiş, ulaşılan rakamların mümkün mertebe özetlenmesi<sup>11</sup> suretiyle, İMKB’de gün içi işlem stratejisi benimseyen hesaplar ve gün içi işlemlerle ilgili fikir verebilecek genel bir çerçeve çizilmeye çalışılmıştır. Sonuçların özetlenmesinde, genelden özele gidilerek; aynı gün verilmiş alım ve satım emirleri için, önce en az birer emir, arkasından en az 5’er emir, en son olarak da en az 10’ar emir iletilmesi kriter olarak ele alınacak; aynı zamanda kriterlere uyulan gün sayılarına da yer verilecektir.

Diğer taraftan, kesin bir hüküm içeren “gün içi işlem” ifadesinden ziyade “aynı gün aynı hisse senedinde hem alım hem satım emri verilmesi” olgusu üzerinde durulacak, bu olgu derecelendirilecektir. Ayrıca, anlatımı kolaylaştırmak amacıyla “hem alım hem de satım emri” ifadesi yerine, genelde “alım ve satım emri” kullanılacaktır.

Öncelikle, inceleme sonucunda ulaşılan bazı genel bilgilere yer vermekte yarar vardır. İnceleme döneminde borsa işlem hacmi 4,1 katrilyon TL olarak gerçekleşmiş ve 70 hisse senedi için borsaya yaklaşık 1.399.000 kez alım-satım emri iletilmiştir. Dönem boyunca emir veren hesap sayısı 117.204<sup>12</sup> olarak tespit

---

<sup>11</sup> İnceleme sonuçlarını özetleyen tablolardaki gün ve/veya emir sayıları da, stratejinin dereceleri veya istisnai durumların varlığı açısından okuyucunun kendi kanaatinin oluşmasına imkan verebilir.

<sup>12</sup> Ancak, müşteri hesap numaralarının girilmesi aşamasında operasyonel hatalar olabileceğinden hesap sayısının daha düşük olduğu düşünülmektedir. Yanlışlıklar var olmayan hesap numaralarının

edilmiştir. Diğer taraftan, bir yatırımcı birden fazla hesaptan emir iletebileceğinden, işlem yapan yatırımcı sayısının hesap sayısından daha az olacağı göz önünde bulundurulmalıdır.

### 2.1.2. Aynı Gün En Az Birer Kez Alım ve Satım Emri İletmiş Hesaplar

Genel çerçeveyi çizmek amacıyla ilk olarak, en az bir kez de olsa aynı gün içinde, aynı hisse senedinde alım ve satım emri iletmış hesapların varlığı incelenmiştir. Bir hisse senedinde aynı günlü, en az birer alım ve satım emrinin varlığı kriter olarak alındığında ulaşılan hesapların sayıları, kritere uydukları azami gün sayısına göre aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

**Tablo 1: Aynı Gün Al-Satıcı Hesap Sayıları**

Gün Sayısı	Hesap Sayısı	Tüm Emir Sayısı*	Toplam Emirlerle Oranı (%)	Ortalama Emir Sayısı
12	58	42.522	3,04	733
11	59	40.991	2,93	695
10	97	20.644	1,48	213
9	148	33.015	2,36	223
8	251	49.812	3,56	198
7	366	54.667	3,91	149
6	581	63.681	4,55	110
5	975	89.466	6,39	92
4	1.656	104.334	7,46	63
3	3.258	146.63	10,48	45
2	7.033	193.441	13,83	28
1	19.97	252.133	18,02	13
Toplam	34.452	1.091.336	78,00	32
Genel T.	117.204	1.399.167	100,00	12

\* İnceleme döneminde 70 hisse senedinde vermiş oldukları tüm emirler.

Tablodan da görüldüğü üzere, inceleme döneminde emir iletmış olan 117.204 hesabın 34.452'sinin (%29,39'u) en az birer kez de olsa aynı günlü alım ve satım emirleri bulunmaktadır. Kalan 82.752 hesap, tüm inceleme dönemi boyuca bir gün içinde ya alım ya da satım emri iletmıştır.

Hesaplar, kritere uyan nitelikte emirler ilettikleri en fazla güne göre ayrılmışlardır. Örneğin, bir hisse senedinde 11 gün, bir başkasında ise 12 gün alım ve satım emirleri iletmış olan hesap 12 günlük kısımda gösterilmiştir.

---

girilmesine neden olabileceğinden, bahsi geçen hataları kapsama ihtimali, dönem boyunca sadece bir emir iletmış hesap sayısında daha fazladır ve bu sayı 37.471 olarak bulunmuştur.



Üçüncü sütun, söz konusu hesapların inceleme döneminde işlem yaptıkları tüm hisse senetlerinde ilettikleri toplam emir sayısını göstermektedir. Amaç, en azından emir sayılarını baz alarak, kritere uyan hesapların hem İMKB içindeki payları hem de aktiflikleri hakkında bilgi edinebilmektir.

Kritere en az 4 gün sahip olanların sayısı 4.191 (tüm hesapların %3,5'i), toplam iletilen emirler içindeki payları ise %35,68'dir. İnceleme döneminin her gününde aynı hisse senedinde alım ve satım emri verenlerin sayısı 58'dir. Ayrıca kritere uyulan gün sayısı arttıkça doğal olarak hesap başına ortalama emirlerin arttığı, ancak rakamda 11'inci günle birlikte ciddi bir sıçramanın olduğu gözlenmektedir (incelenen senetlerde verilmiş toplam emirlerin yaklaşık %6'sı bu 117 hesaba aittir).

Sonuçta, herhangi bir hesabın bir hisse senedinde aynı gün alım ve satım emri vermesi için bir çok neden olabilir. Görüldüğü üzere, yukarıda tespit edilmiş hesapların yarısından fazlası sadece bir gün kritere uymaktadır. Dolayısıyla, bu 19.970 hesabın çoğunun arızı nedenlerle bahsi geçen nitelikte emirler verdiği düşünülmektedir. Bu hesapların, bir gün içinde 1'er alım ve satım emrinden çok sayıda alım ve satım emrine kadar geniş bir yelpaze oluşturduğu da unutulmamalıdır. Söz konusu yelpazenin, gün içi işlem stratejisini ilgilendiren kısımları takip eden bölümlerde ortaya çıkacaktır.

### 2.1.3. Aynı Gün En Az 5'er Kez Alım ve Satım Emri İletmiş Hesaplar

Yukarıdaki kriter, bir günlüğüne de olsa çok sayıda alım ve satım emri iletmış hesapları göz ardı etmektedir. İnceleme ele alınan 70 hisse senedinde aynı gün en az 5'er alım ve satım emri iletilmesi kriterine göre yapıldığında ulaşılan sonuçlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

**Tablo 2: Aynı Gün En Az 5'er Kez Alım ve Satım Emri Veren Hesaplar**

Hesap Bazında					İşlem Yapılan Hisse Senedi Sayısı	
En Fazla Gün	Hesap Sayısı	Verilen Toplam Emir	Oran (%)	Ortalama Emir	Hesap Başına Hisse Senedi Sayısı	Hesap Sayısı
12	7	12.100	0,86	1.729	19-21	2
11	12	20.987	1,50	1.749	13-15	4
10	8	9.279	0,66	1.160	10-12	17
9	6	8.629	0,62	1.438	9	7
8	8	8.674	0,62	1.084	8	12
7	12	14.003	1,00	1.167	7	10
6	22	16.587	1,19	754	6	17

5	45	30.596	2,19	680	5	30
4	47	20.834	1,49	443	4	57
3	138	43.997	3,14	319	3	135
2	326	61.029	4,36	187	2	310
1	1.259	136.034	9,72	108	1	1.289
<i>Toplam</i>	<i>1.890</i>	<i>382.749</i>	<i>27,36</i>	<i>203</i>	<i>3.305</i>	<i>1.890</i>
<i>Genel Toplam</i>	<i>117.204</i>	<i>1.399.167</i>	<i>100</i>	<i>12</i>	<i>281.911</i>	<i>117.204</i>

Hesaplar; ilk kısımda, kritere uydukları azami<sup>13</sup> gün sayısı; ikinci kısım ise işlem yaptıkları hisse senedi sayısı itibariyle sınıflandırılmışlardır. Örneğin, kritere sadece bir gün uyan hesap sayısı 1.259’ken, sadece bir hisse senedinde vermiş olduğu emirlerle kritere uyan hesap sayısı 1.289’dur. Bu 1.289 hesabın içinde, kritere 12 gün boyunca uyanlar da olabileceği gibi; 2 hisse senedindeki emirleriyle kritere uyan 310 hesap içinde, “1 gün” satırında yer alanlar olabilir. Hisse senedi başına düşen kritere uyan hesap sayıları toplamı ise 3.305’tir.

Görüldüğü üzere, aynı gün, aynı senette en az 5’er alım ve satım emri iletilmiş 1.890 hesabın (tüm hesapların %1,6’sı, en az bir kez alım ve satım emri veren hesapların %5,56’sı), inceleme döneminde iletilmiş tüm emirler içindeki payı %27,36’dır. 1.259 hesap kritere en fazla bir gün uymaktadır. Bu hesapların arasında istisnai durumlar olabileceği gibi, her gün alım ve satım emirleri iletilip de sadece bir gün 5 veya daha fazla emir rakamlarına ulaşanlar da olabilir. Kalanlar içinde 305 hesap, en az 3 gün kritere uymuş ve tüm emirlerin yaklaşık %13’ünü iletmislerdir. Söz konusu hesapların da, kritere uymadıkları günlerde 5’er emirden az olmak üzere aynı günlü al-sat yapmış olmaları ihtimal dahilindedir.

Hesapların çoğu sadece tek bir hisse senedinde kritere uysa da, 23 hesap 10’un üzerinde hisse senedinde gün içi işlem kalıplarıyla örtüşen emirler vermektedir.

Diğer taraftan, belirlenen 1.890 hesabın içinde kurumsal yatırımcılar ve aracı kurum portföylerinin payının ne olduğu akla gelmektedir. Kritere uyan fon ve portföy hesapları sayısı, sırasıyla, 21 ve 30’dur. Emirler içindeki payları ise, sırasıyla, %1,97 ve %4,47’dir. Dolayısıyla, portföy hesaplarının, kritere uyan

<sup>13</sup> Örneğin, iki hisse senedinde, sırasıyla, 1 ve 2 gün kritere uygun emirler veren bir hesap, tabloda “2 gün” satırında yer alacaktır.

hesaplar ortalamasından daha yoğun bir gün içi işlem anlayışına sahip olma ihtimali yüksektir.

#### 2.1.4. Aynı Gün En Az 10’ar Kez Alım ve Satım Emri İletmiş Hesaplar

Tablo 2’de yer alan hesapların, bir günlükler haricinde büyük ölçüde gün içi işlemci kalıbına uyduğu düşünülse de, hem bulguları daha kesinleştirmek hem de stratejinin daha ileri seviyelerindeki hesap sayısı ile ilgili fikir edinmek amacıyla kriter en az 10’ar alım ve satım emrine çıkarılarak inceleme yapılmıştır. İnceleme sonuçları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

**Tablo 3: Aynı Gün En Az 10’ar Kez Alım ve Satım Emri Veren Hesaplar**

Hesap Bazında					İşlem Yapılan Hisse Senedi Sayısı	
En Fazla Gün	Hesap Sayısı	Verilen Toplam Emir	Oran (%)	Ortalama Emir	Hesap Başına Hisse Senedi Sayısı	Hesap Sayısı
12	2	6.196	0,44	3.098	16	1
11	2	6.080	0,43	3.040	12	1
10	5	12.683	0,91	2.537	10	2
9	5	8.105	0,58	1.621	9	1
8	3	7.296	0,52	2.432	8	4
7	7	8.495	0,61	1.214	7	9
6	12	11.672	0,83	973	6	6
5	18	21.872	1,56	1.215	5	8
4	21	14.728	1,05	701	4	20
3	39	26.180	1,87	671	3	32
2	79	33.047	2,36	418	2	96
1	352	73.804	5,27	210	1	365
<i>Toplam</i>	545	230.158	16,45	422	961	545
<i>Genel Toplam</i>	117.204	1.399.167	100	12	281.911	117.204

Görüldüğü üzere, yeni kriter uyan hesap sayısı 545’tir. Hesapların verdikleri emirlerin toplama oranı ise %16,45 olarak gerçekleşmiştir. Büyük bir çoğunluk, en az 5’er emir durumunda olduğu gibi kriter uyan bir gün uyabilmiştir. Bu da söz konusu miktarlarda emir sayılarına İMKB’de pek sık rastlanmadığını düşündürmektedir. Ancak, çalışmanın piyasaların hassas olduğu bir döneme<sup>14</sup> denk gelmesi hususu da göz önünde bulundurulmalıdır. Kriter uyan bir günden fazla uyan 193 hesap ise İMKB’ye iletilmiş toplam emirlerde %11,18’lik bir paya sahiptir. Ayrıca, 42 hesapta, iletilen ortalama emir miktarı 1000’in üzerindedir.

<sup>14</sup> Söz konusu dönemde, piyasalarda Irak Savaşıyla ilgili olarak belirsizlikler yaşanmıştır.

Bu hesaplar içinde de yatırım fonları ve aracı kurum portföylerinin dağılımına bakıldığında; sayılarının, sırasıyla, 7 ve 26 olduğu görülmektedir. Emirler içindeki payları ise, sırasıyla, %1,91 ve %7,12'dir. Kriter ağırlaştırılınca, portföy hesaplarından elenenler nispeten azken, 21 fon hesabı 7'ye düşmüştür.

Bu kriter baz alındığında ortaya çıkan hesapların içinde, gün içi işlem stratejisi benimseme amacı bulunmaksızın söz konusu miktarlarda alım ve satım emri vermiş olanların sayısının, önceki kriterlere oranla daha az olduğu düşünülmektedir. Kanaatimizce, bir günlüğüne de olsa, en az 10 kere aynı senetlerde alım ve satım emrine ulaşılmasının istisnai durumlardan kaynaklanma ihtimali azdır; bir günlüğüne de olsa, tespit edilen 545 hesabın çoğu belli bir dereceye kadar gün içi işlem stratejisi benimsemiştir.

Sonuç olarak; buraya kadar yapılan incelemelerde gün içinde verilen alım ve satım emir sayıları çeşitlendirilerek değişik derecelerde ve ölçülerde gün içi işlem stratejisini benimsemiş hesap sayıları hakkında genel bulgular verilmiştir. Çünkü, inceleme emir sayıları bazında yapıldığından, dolayısıyla değişik yaklaşımlarla değişik yorumlar yapılabileceğinden; okuyanların, ulaşılan nesnel rakamlara, gün içi işlem stratejisine getirecekleri öznel tanımlamalarla anlam kazandırabilmesine imkan tanımak istenmiştir.

Diğer taraftan, hem yorumların nesnellliğini arttırmak hem de gün içi işlem stratejisinin daha aktif seviyelerine sahip hesapların sayısını tespit etmek amacıyla, en az 10'ar alım ve satım emri verme kriterine göre belirlenmiş olan 545 hesap içinden bazı örnekler verilecektir.

Genel olarak, söz konusu hesapların alım emirlerinin sayısının, aynı gün içinde aynı hisse senedinde verdikleri satım emirleri sayısından fazla olduğu gözlenmiştir<sup>15</sup>.

Ele alınan hesaplar içinde, aynı gün aynı hisse senedinde, 1.217 kez alım ve 72 kez satım emri iletilen bir hesaba rastlanmıştır. Ayrıca, aynı günde 621 alım ve 51 satım emri ileten bir hesap dışında, 100'den (kimi zaman 200) fazla alım ve satım emri ileten hesaplar da mevcuttur. Bu doğrultuda, söz konusu 545 hesap alım emri sayısına göre incelendiğinde; gün içi işlem yaptıkları günlerde, en az 40 kez alım

---

<sup>15</sup> Bazı yatırımcılar, alım emirlerinin parçalı olarak girilmesini talep edebilmektedirler.

emri iletmiş 164; en az 100 alım emri iletmiş 61 hesap vardır. Sonuçta; söz konusu sayılarda emirler iletebilmeleri için bu 164 hesaba, aracı kurumları tarafından emir akış sürecini hızlandıracak imkanlar sunulduğu düşünülmektedir.

Yukarıda ve önceki bölümlerde ulaşılan tespitler çerçevesinde, nispeten nesnel bir yorum yapmak gerekirse; incelenen dönemde İMKB’de, gün içi işlem stratejisinin ileri seviyelerine işaret eden alım ve satım emirleri bulunan en az 500 hesabın bulunduğu; bunların içinde en fazla 200 hesaptan ciddi yoğunlukta ve aracı kurumları tarafından iletimi hızlandırılmış çok sayıda emirle gün içi işlemler yapıldığı düşünülmektedir.

## **2.2. Çalışma Sonucu Ulaşılan Hesapların Ayrıntılı İncelenmesi**

Yapılan incelemelerde, çeşitli kriterler uygulayarak İMKB’de gün içi işlem stratejisini benimseyen hesaplarla ilgili tahminlere temel oluşturacak bilgi setleri oluşturulmuş; İMKB’de stratejiyi benimseyen hesap sayısı ile ilgili kendi tahminlerimize yer verilmiştir. Bu bölümde ise, İMKB’de gün içi işlem stratejisini benimsediği düşünülen hesapların ve sahiplerinin nitelikleri hakkında fikir verecek yeni tespitler yapılacaktır. Ağırlıklı olarak, en az 10’ar alım ve satım emri iletme kriterine uyan 545 hesap üzerinde durulacaktır.

### **2.2.1. Aktif Gün İçi İşlemcilerin ve Gün İçi İşlemlerin İMKB İşlem Hacmi İçindeki Payı**

Öncelikle, daha önce sadece emir sayılarıyla İMKB içindeki payları hakkında fikir edinmeye çalışılan hesapların, daha güvenilir bilgiler vermesi amacıyla inceleme döneminde borsa işlem hacmindeki payları tahmin edilmeye çalışılacaktır.

İncelenen 70 hisse senedinin borsa işlem hacminin %84’ünü oluşturduğu ifade edilmişti. Bu hisse senetlerinden borsa işlem hacminin %38’ini oluşturacak şekilde bir örnek kümesi seçilmiş<sup>16</sup> ve aynı gün, aynı hisse senedinde en az 5’er kez alım ve satım emri veren 1.890 hesabın örnek kümenin işlem hacminin %50,69’unu oluşturduğu görülmüştür. En az 10’ar kez alım ve satım emri iletmiş olan 545 hesap için ise oran, %36 çıkmıştır. Aşağıdaki tabloda, işlem hacimlerinin müşteri, portföy ve fon hesaplarına göre dağılımı verilmiştir.

---

<sup>16</sup> İşlem hacmi ve üzerinde gün içi işlem yapan hesap sayısı bakımından ilk sıralarda olan 6 hisse senedi seçilmiştir.

**Tablo 4: Gün İçi İşlemci Olduğu Düşünülen Hesapların İşlem Hacmi İçindeki Payları**

En Az 5'er Emir Kriterine Uyan Hesaplar (1890 Hesap)				En Az 10'ar Emir Kriterine Uyan Hesaplar (545 Hesap)			
Yatırımcı Tipi	İşlem Türü	İşlem Hacmi (milyar TL)	Oran (%)	Yatırımcı Tipi	İşlem Türü	İşlem Hacmi (milyar TL)	Oran (%)
Fon	Alım	15.851	1,0	Fon	Alım	8.793	0,6
	Satım	17.038	1,1		Satım	12.487	0,8
Müşteri	Alım	656.775	42,5	Müşteri	Alım	462.042	29,9
	Satım	639.815	41,4		Satım	442.428	28,6
Portföy	Alım	110.534	7,2	Portföy	Alım	95.268	6,2
	Satım	116.926	7,6		Satım	101.494	6,6
<b>Toplam Alım</b>		<b>783.160</b>	<b>50,7</b>	<b>Toplam Alım</b>		<b>566.102</b>	<b>36,6</b>
<b>Toplam Satım</b>		<b>773.779</b>	<b>50,1</b>	<b>Toplam Satım</b>		<b>556.409</b>	<b>36,0</b>
<b>Genel Toplam</b>		<b>1.544.922</b>	<b>100,0</b>	<b>Genel Toplam</b>		<b>1.544.922</b>	<b>100,0</b>

Diğer taraftan, gün içi işlemlerin borsa işlem hacmi içindeki paylarının ne olduğu da akla gelmektedir. Zira; işlem hacmi içindeki payları hesaplanan gün içi işlemciler, sadece belli bir sayının üstünde emir iletenleri kapsamakta, bu sayıların altında emirlerle gün içi işlem yapanlar hesaplamada gözardı edilmektedir. Ayrıca, yukarıdaki hesaplama söz konusu gün içi işlemcilerin gün içi olmayan işlemlerini de kapsamaktadır. Dolayısıyla, gün içi işlemlerin İMKB işlem hacmi içindeki paylarını tahmin edebilmek amacıyla, inceleme döneminde işlem hacmi bakımından İMKB’de ilk 16 sırada yer alan senetler seçilmiş; söz konusu dönem İMKB işlem hacminin yaklaşık %68’ini oluşturan bu 16 senette gerçekleştirilen tüm gün içi işlemlerin tutarları<sup>17</sup> bulunmuştur<sup>18</sup>. Buna göre, bu 16 senette gerçekleşen gün içi işlemler, dönem işlem hacminin %50,6’sını oluşturmaktadır.

Söz konusu 16 senetten birinde (ilk üç içinde), 06.03.2003 tarihinde gün içi işlem yapan hesaplara bakıldığında, toplam 373 hesaptan (işlem yapan yaklaşık 10.000 hesap vardır) gün içi işlemler yapıldığı; bunların 157 tanesinin 10 milyar TL, 41 tanesinin 100 milyar TL, 17 tanesinin 200 milyar TL, 5 tanesinin 500 milyar TL, iki tanesinin ise 1,5 trilyon TL’nin üzerinde tutarlarda gün içi işlemler yaptıkları görülmüştür.

Sonuçta, anlaşılmaktadır ki; İMKB işlem hacminin yaklaşık %50’sini gün içi işlemler oluşturmaktadır.

<sup>17</sup> Gün içi işlem yapmış tüm hesapların dahil edildiği bu çalışmada, her hesabın aynı gün içinde, aynı senette gerçekleştirdiği alım ve satım tutarlarından küçük olanı alınmış; daha sonra bu tutarlar toplanmıştır.

<sup>18</sup> 06-12.03.2003 dönemi alınmıştır.

### 2.2.2. Hesap Sahipleri

Bahsi geçen 545 hesaptan fon ve portföy hesabı olanlar dışındaki 512 tanesinin İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş (Takasbank) kayıtları incelenmiş; 485 hesabın kaydı bulunmuştur. Bulunamayan 27 hesap, inceleme döneminde yeni açılmış olduklarından, bilgilerin alındığı tarih itibariyle aracı kurumları tarafından Takasbank'a bildirilmemiştir. Bahsi geçen 485 hesaba ise 426 yatırımcının sahip olduğu, dolayısıyla bazı yatırımcıların birden fazla hesaptan aynı gün, aynı hisse senedinde en az 10'ar kez alım ve satım emri ilettiği tespit edilmiştir. Hesapların bu açıdan dağılımı aşağıda verilmiştir.

485 Hesabın Sahiplerinin Kullandıkları Hesap Sayısına Göre Dağılımı							
Hesap Sayısı	6	5	4	3	2	1	Toplam
Şahıs Sayısı	1	1	1	7	33	383	426

Diğer taraftan, tespit edilen 426 yatırımcıdan 17'si tüzel kişiliktir, bunlardan da 13'ü yabancıdır. Finans sektöründen olmayan yerli bir şirket dikkat çekicidir. İnceleme döneminde 4.843 kez emir iletmış olan söz konusu şirketin, incelenen 70 hisse senedi içinde, tahtasına günde en az 10'ar kez alım ve satım emri ilettiği üç hisse senedi vardır. Bu senetlerin hepsi şirketin bağlı bulunduğu gruba aittir. Diğer taraftan yabancı hesaplardan biri de sahibi olan Türk şirketinin hisse senetlerinde bahsi geçen tarzda alım ve satım emirleri iletmektedir. Bu durum, gün içi işlem stratejisinin sırf kar elde etmek için kullanılmadığı durumlar olabileceğini düşündürmektedir.

### 2.2.3. Hesap Sahiplerinin Alım-Satım Tecrübeleri

Gün içi işlem stratejisinin piyasalar ve işlemler hakkında komplike bilgi gerektirdiği daha önce belirtilmişti. Dolayısıyla, ABD'deki düzenlemelerin de dikkate aldığı üzere yatırımcıların tecrübeleri önem arz etmektedir. Ülkemizdeki genel duruma ışık tutması açısından, gün içi işlemci olduğu düşünülen söz konusu 426 yatırımcının İMKB'deki tecrübeleri incelenmiştir. Mevcut imkanlar dahilinde en gerçekçi gösterge, yatırımcıların, İMKB'ye üye bir aracı kurum nezdinde ilk kez hesap açtıkları tarihtir. Yatırımcıların, Takasbank kayıtlarında bulunan tüm

hesaplarının açılış tarihleri arasındaki ilk tarihlere göre dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

**Tablo 5: Yatırımcıların Tecrübe Durumları**

İlk Hesap Açılış Yılı	Şahıs Sayısı	Emir Toplamı	Ortalama Emir	Yatırım Yapılan Süre	Şahıs Sayısı	Emir Toplamı	Ortalama Emir
2003	37	27.521	744	<1	83	65.683	791
2002	55	41.877	761	<2	31	13.237	427
2001	24	9.958	415	<3	43	15.373	358
2000	68	20.998	309	<4	63	18.395	292
1999	39	13.301	341	<5	45	12.102	269
1998	66	23.277	353	>5	161	86.295	459
98 öncesi	137	74.153	452				
Toplam	426	211.085	466	Toplam	426	211.085	466

İncelenen yatırımcılar içinde ağırlık 5 seneden fazla tecrübeye sahip olanlarda olmakla birlikte, bu yatırımcılardan sonra sırayı en fazla bir senelik yatırımcılar almaktadır. İnceleme tarihi itibarıyla, bir yıldan az bir süredir İMKB’de işlem yapan yatırımcıların hem sayısı hem de iletmiş oldukları ortalama emir miktarı diğer tecrübe yıllarına oranla daha fazladır. Bu rakama yeni açılmış oldukları için Takasbank kayıtlarında yer almayan hesapların ilave edilmesiyle ortaya çıkan fark daha da artacaktır. 426 hesap içinde 2003 yılı içinde İMKB’de işlem yapmaya başlayan, diğer bir ifadeyle incelenen dönem itibarıyla en fazla iki aylık tecrübesi olan yatırımcı sayısı ise 37’dir (bulunamayan hesaplarla birlikte en fazla 64). Hatta, içlerinde Mart ayı içinde açıldığı gözükten hesaplara da rastlanmaktadır ki bu hesaplardan bir tanesi 12 gün içinde toplam 3.944 emir iletmiştir.

Tecrübesinin az olduğu düşünülen hesapların, gün içi işlem stratejisini en yoğun ve konsantre biçimde benimseyen hesaplar içindeki ağırlığının çok fazla olduğu tespit edilmiştir. Gün içi işlem yaptıkları günlerde, en az 40 kez alım emri iletmiş 164; en az 100 alım emri iletmiş 61 hesap olduğu daha önce belirtilmişti. *Söz konusu 164 hesaptan 104’ü, en fazla 1 senedir İMKB’de işlem yapmakta olan şahıslara; 72’si İMKB’de işlem yapmaya 2003 senesinde (en fazla iki aylık tecrübeye sahip) başlamış şahıslara aittir<sup>19</sup>. En az 100 emir iletmiş 61 hesaptan ise; 46 tanesi en fazla 1 senelik, 33 tanesi en fazla iki aylık tecrübeye sahip şahıslara aittir.*

<sup>19</sup> 2003 yılında işlem yapmaya başlamış 37 şahıs olduğu göz önünde bulundurulduğunda, tecrübesi az olan bu şahısların bir kısmının birden fazla hesaptan söz konusu sayılarda emirler verdikleri anlaşılmaktadır.



Tecrübesi az olan şahısların hangi hisse senetlerini tercih ettikleri incelendiğinde; 2003 yılında İMKB'yle tanışan 37 şahsın hesaplarından, incelemeye alınan 70 senetten sadece 26'sında işlem yapıldığı görülmüştür. Hem işlem yapılan senetler hem de senetlerin nitelikleri benzerdir. Durumun net olarak görülmesini teminen, söz konusu hisse senetleri (kodlanmışlardır), 37 şahıstan tahtalarında işlem yapanların sayısına göre tablo halinde verilmiştir.

**Tablo 6: İlk Kez 2003 Yılında Hesap Açtıran Şahısların İşlem Yaptıkları Senetler**

Hisse Senedi Kodu	İşlem Yapan Hesap Sayısı	Dahil Olduğu Endeks	Hisse Senedi Kodu	İşlem Yapan Hesap Sayısı	Dahil Olduğu Endeks
1	8	İMKB50	14	2	İMKBTÜM
2	7	İMKB100	15	2	İMKB50
3	6	İMKBTÜM	16	2	İMKB100
4	6	İMKBTÜM	17	2	İMKBTÜM
5	5	İMKB100	18	2	İMKB50
6	4	İMKBTÜM	19	2	İMKBTÜM
7	4	İMKBTÜM	20	2	İMKB100
8	3	İMKBTÜM	21	2	İMKB30
9	3	İMKBTÜM	22	1	İMKB100
10	3	İMKBTÜM	23	1	İMKB30
11	2	İMKBTÜM	24	1	İMKB30
12	2	İMKBTÜM	25	1	İMKBTÜM
13	2	İMKBTÜM	26	1	İMKBTÜM

Görüldüğü üzere, bu hesaplardan daha çok İMKB100 Endeksi dışındaki hisse senetlerinde işlem yapılmaktadır<sup>20</sup> (incelemeye alınan 19 endeks dışı şirketin 15'i). İşlem yaptıkları senetlerin nitelikleri dışında, türleri de benzerdir. Örneğin, 15 numaralı hisse senedinde 8 hesap da işlem yapmaktadır. Hatta, birden fazla hisse senedinde işlem yapan hesaplarda, senet kombinasyonları ve işlem yaptıkları günler de benzerlik göstermektedir.

Diğer taraftan, gün içi işlemlerin İMKB işlem hacmi içindeki payının tahmin edilmeye çalışıldığı bölümde, işlem hacminde ilk 16 sırada olan senetlerden birinde (İMKB 30 Endeksine dahildir), 06.03.2003 tarihinde gün içi işlem yapan hesaplara bakılmış ve 1,5 trilyon TL'nin üzerinde tutarlarda alım ve satım yapmış iki hesap bulunmuştu. Bu hesaplardan ilki kurumsal bir yabancı yatırımcıya, diğeri en az 5 yıldır aracı kurumlarda hesabı olan bir şahsa aittir.

<sup>20</sup> Sahiplerinin tecrübesi daha fazla olan hesapların gün içi işlemler yaptıkları hisse senetlerinde bu tarz bir farklılaşma yoktur.

### **2.3. Görüş ve Öneriler**

İMKB’de gün içi işlem stratejisi benimsemiş hesaplarla birlikte, gün içi işlemlerle ilgili fikir edinilmesine de yardımcı olan yukarıdaki incelemeler işaret etmektedir ki; Türkiye’de bireysel yatırımcılar ve aracı kurumlar, gün içi işlemlerin risklerini önemli ölçüde taşımaktadırlar. Sorun, kendini iki şekilde göstermektedir.

Öncelikle; belli bir sayının üstünde emirlerle gün içi işlemler yapan hesapların İMKB işlem hacmi içindeki payı bile (sayfa 24), gerçekleşen gün içi işlemlerin parasal tutarının ne denli fazla olduğunu göstermektedir. Kaldı ki, belirlenen sayıların altında emirler vermesine rağmen gün içi işlemler gerçekleştiren diğer hesaplar da katıldığında İMKB işlem hacminin yaklaşık %50’sinin gün içi işlemlerden oluştuğu görülmektedir (bkz. sayfa 24). Dolayısıyla, piyasamızda gün içinde yüksek miktarlarda uzun ve kısa pozisyonlar oluşmakta; ancak daha sonra kapatıldıkları için aracı kurumlar nezdinde tutulması gereken herhangi bir teminat da gerektirmemektedir. Ne var ki, söz konusu pozisyonların açıldığı esnada aracı kurumlar ve işlemleri yapan yatırımcılar risk altında kalmaktadırlar.

Diğer taraftan; gün içi işlemler yapmayı strateji olarak benimseyen hesapların sahiplerinin önemli bir kısmı, söz konusu stratejinin risklerinin ve zorluklarının üstesinden gelebilecek piyasa ve işlem teknikleri ile ilgili komplike bilgiden yoksun gözükmektedir (bkz. sayfa 26).

#### **2.3.1. Gün İçi İşlem Yapmayı Strateji Olarak Benimseyen Yatırımcıların Nitelikleri ile İlgili Görüş ve Öneriler**

Stratejiyi benimsemiş yatırımcıların İMKB’de işlem yapma tecrübelerinin incelendiği bölümde; herhangi bir aracı kurumda ilk kez hesap açtırdıkları tarihler gösterge kabul edilerek, yatırımcıların deneyim süreleri bulunmuş; dikkat çekici bir kısmının, bir yıldan az bir süredir İMKB’de işlem yaptıkları tespit edilmiştir. Daha da önemlisi; aktivitesi en yüksek gün içi işlemci hesaplar içinde tecrübesi bir yıldan az şahıslara ait olanlar yaklaşık %75’lik; 2 aydan az tecrübeye sahip şahıslara ait olanlar ise yaklaşık %50’lik paya sahiptirler (bkz. sayfa 26, 27).

Sayının bu kadar fazla çıkmasında iki neden olabilir: aracı kurumların, tecrübesiz müşterilerinin yüksek miktarda gün içi işlemler yapmasına izin vermesi

ve/veya kendilerini gizleme amacı içindeki şahısların varlığı. Kanaatimizce, Türkiye için ikinci neden ağır basmaktadır.

Bilindiği üzere SPK manipülasyon suçu işlediğini tespit ettiği yatırımcılara SPKn'nun 46/i maddesi uyarınca işlem yasağı getirmektedir. Bu da, işlem yasaklıların yasağı dolanmak için, yasaklı olmayanların ise kendilerini saklamak için başkalarının hesapları üzerinden işlemler yapmasına neden olmaktadır. SPK tarafından yürütülen incelemelerden anlaşılmaktadır ki, kullanılan hesaplar genelde borsa bilgisi ve tecrübesi olmayan, hatta manipülasyonun suç olduğunu dahi bilmeyen kişilere ait olmaktadır. Zira, sermaye piyasalarıyla ilgili bilgisi olan yatırımcılar, iyi niyetli oldukları müddetçe hesaplarını başkalarına kullanılmak istemeyeceklerdir.

Ayrıca, alım-satım yoluyla manipülasyonun (SPKn md. 47/A-2) gerektirdiği işlem yöntemlerinin gün içi işlem stratejisiyle örtüşmesi, yukarıdaki düşüncüyü güçlendirmektedir. Nitekim, diğer piyasa katılımcılarını gerçekleştirdikleri işlemlerle aldatmaya ve fiyat değişimlerinin normal piyasa dinamiklerinden kaynaklandığı izlenimini uyandırmaya çalışan manipülatörler, inandırıcılığı arttırmak için işlem yaptıkları hisse senetlerinde gün içinde çok sayıda alım ve satım yapmakta<sup>21</sup>; maliyetlerini azaltmak için de gün sonunda mümkün olduğunca pozisyonlarını kapatmaktadırlar<sup>22</sup>. Özetle, gün içi işlem stratejisinin gerektirdiği işlem kalıpları alım-satım yoluyla manipülasyon için elzemdir.

Tespit edilmiş yatırımcıların işlem gerçekleştirdikleri hisse senetleri üzerinde yapılan inceleme sonucunda ortaya çıkan tablo da söz konusu düşüncüyü güçlendirmektedir (bkz. sayfa 32). Öncelikle, incelenmiş olan 37 yatırımcının 70 hisse senedi içinde sadece 26'sında işlem yaptıkları ve bu senetler içinde daha çok sığ olanları tercih ettikleri görülmektedir. Bu aynı zamanda manipülatörlerin genelde sığ senetleri tercih ettiği düşüncesiyle de uyusmaktadır. Belli başlı bazı hisse senetlerinde yoğunlaşmıştır. Hatta, birden fazla hisse senedinde işlem yapan

---

<sup>21</sup> Hatta SPK tarafından haklarında suç duyurusunda bulunulmuş olan manipülatörler kimi zaman savunmalarında, yaptıklarının manipülasyon değil, gün içi işlem olduğunu ileri sürmektedirler.

<sup>22</sup> Fiyatını arttırıp satmayı amaçladıkları stokları hariç tutulmuştur.

hesaplarda, senet kombinasyonları ve işlem yaptıkları günler de tesadüf olamayacak kadar benzerlik göstermektedir<sup>23</sup>.

Son olarak da; aracı kurumların tecrübesiz bir müşterisine şirketi yüksek risk altında bırakacak işlemler yaptırmayacağı; hatta aynı gün içinde söz konusu sayılarda emirler iletilebilmesi için, özellikle yüksek aktiviteye sahip hesaplara, bazı kolaylıklar sunulması gerektiği göz önünde bulundurulduğunda, aracı kurumların tanımadığı ve işlem yapma tecrübesi hakkında fikir sahibi olmadığı müşterilerine bu tarz kolaylıklar sağlamayacağı düşünülmektedir.

Ortaya çıkan tablo, akla, ABD'nin gün içi işlem hesabı açılmasıyla ilgili düzenlemelerinden de esinlenerek, manipülasyonun engellenmesi çabasına yönelik bir çözüm yolu getirmektedir.

Bilindiği üzere, gerek son yıllarda Borsa işlem hacmindeki daralma yüzünden artan müşteri ihtiyacı, gerekse de çalışanlarının kişisel menfaatleri, kimi aracı kurumlarda; manipülatörlerin üçüncü kişilerin hesaplarından kolaylıkla işlem yapabilmelerine neden olmaktadır. Bu aracı kurumlardan bazıları kendilerine yüksek komisyon geliri sağlayacak manipülatörlere göz yummakta, hatta içlerinde manipülatörlerin kendi müşterileri olması için uğraşanlar bile olmakta; bazıları ise iç kontrol sistemlerinin yetersizliği yüzünden müşteri temsilcilerinin manipülatörlerle çalışmasını engelleyememektedir. Bu da manipülatörlerin kolaylıkla üçüncü kişilerin hesaplarından işlemler yapabilmesine neden olmaktadır. Aracı kurumlar da, suçun sorumlularının tespiti aşamasında çok zor ispatlanabilen bu yaklaşımlarını devam ettirmektedirler.

Dolayısıyla, çalışmada ulaşılan tespitlerden ve SPK'nın önceki incelemelerinden de anlaşıldığı üzere, daha önce sermaye piyasalarıyla ilgisi olmayan kişilere yeni hesaplar açılmakta ve hemen arkasından yüksek miktarlarda ve yoğunlukta işlemler yapılmaktadır. Bu durum aynı zamanda, manipülasyonlara SPK tarafından yapılan anlık müdahalelerde de sorunlar yaratmaktadır. Devam eden bir manipülasyonda müdahil hesaplara getirilen işlem yasağı, yeni hesaplarla fiilini sürdürebileceğinden, hesapların arkasındaki asli faili durduramamaktadır. Diğer

---

<sup>23</sup> Bu aynı zamanda söz konusu 37 şahıstan bazılarının aynı merkezden yönetilmesi durumuyla uyumludur.

tarafından, aracı kurumlara da, daha yeni açılmış bir hesabın neden söz konusu tutarlarda<sup>24</sup> ve nitelikte işlem yapmasına izin verdikleri sorulamamaktadır.

Sonuçta, gün içi işlem stratejisi kalıplarında alım ve satım emirleri iletmek durumunda olan manipülatörlerin rahatlıkla işlem yapabilmelerindeki kilit noktanın, aracı kurumlarda hesap açtırdıkları an olduğu; dolayısıyla sürecin bu noktasına müdahale edilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Bu doğrultuda, sermaye piyasalarıyla ilgili bilgi ve tecrübeyle birlikte mali durumları da yeterli olan insanların, hesaplarını başkalarına kullandırmayacakları düşünüldüğünden ve belli bir hisse senedinde manipülasyon yapılması için gün bazında belli oranlarda alım ve satım işlemi gerektiğinden; kanaatimizce, aracı kurumlara, gün içi işlem stratejisini benimseyecek olan *bireysel* müşterilerinin tecrübe ve mali durumlarının bu *stratejiye uygunluğunu belirleme* ve *müşteriye risk açıklama formu verme* zorunluluğu getirilmelidir. Uygun olmayan müşterilere gün içi işlem stratejisine yönelik işlemler yaptırılmamalı; ayrıca, risk açıklama formlarının hesap kullandırmanın risk ve sakıncalarını da içermesi sağlanmalıdır.

Böyle bir düzenlemeye gidilmesi için ikinci bir neden de, ABD’de olduğu gibi, bireysel yatırımcıların gün içi işlem stratejisinin risklerinden korunması gerekliliğidir. Her ne kadar ABD düzenlemeleri gün içi işlem stratejisini teşvik eden aracı kurumlar için öngörülmüşse de aşağıdaki sebeplerden ötürü, ülkemizde tüm aracı kurumlar kapsanmalıdır.

- Öncelikle, tüm aracı kurumları kapsamı gerektiğini düşündüğümüz bu düzenleme, ileride de açıklanacağı üzere, ABD’de olduğu gibi günde en az bir kez gün içi işlem yapan yatırımcıları değil, belli oranlarda ve/veya miktarlarda gün içi işlemler yapan yatırımcıları kapsayacaktır ve bu hesapların sayıları azdır.

- Türkiye’de ABD’de olduğu gibi aracı kurum çeşitliliği yoktur, stratejiyi önerenler de önermeyenler de aynı tiptedir. Gün içi işlem yüksek komisyon geliri anlamına geldiği için, önerenler mutlaka olacaktır. Ayrıca, ABD’de gün içi işlemciler genelde, işlem kolaylığı sağladıklarından gün içi işlem yapmayı teşvik eden aracı

---

<sup>24</sup> Gün içinde yoğun alım ve satım işlemleri gerçekleştirildiğinden, yüksek gün içi açık pozisyonlar oluşmaktadır ki bu da aracı kurumu risk altına sokmaktadır. Dolayısıyla, iyi tanınmayan bir müşterinin bu tarz işlemlerine aracı kurum tarafından izin verilmemesi beklenir.

kurumlarda toplanmışlardır. Gün içi işlemcilerin çoğunluğunun, bariz bir şekilde yoğunlaşabileceği aracı kurumlar ülkemizde bulunmamaktadır.

- ABD düzenlemesinin gün içi işlemi teşvik eden aracı kurumları kapsamındaki ana neden, söz konusu aracı kurumların müşteriye olan ihtiyaçlarının, müşterinin menfaatlerini ve iyiliğini ikinci planda düşünmelerine sebep olmasıdır. Yukarıda belirtildiği üzere ülkemiz aracı kurumlarının çoğu da müşteri ve komisyon geliri ihtiyacı içindedir. Dolayısıyla, aracı kurumların veya çalışanlarının reklam yoluyla olmasa da doğrudan müşterilerini teşvik etme ihtimalleri vardır. Bireysel müşterilerinin kendilerini yüksek risk altına sokan işlemler yapmasına göz yuman aracı kurumlar olduğu, izin vermeyenlerin de zaten müşterisinin uygunluğunu belirlemiş olduğu düşünülmektedir.

- Piyasamızdaki istikrarsızlık ve manipülasyonların varlığı gün içi işlem stratejisinin riskini daha da arttırmaktadır. ABD düzenleyici ve özdüzenleyici otoriteleri de, riskli diğer işlemlerde aracı kurum ayırımına gitmeksizin bu tarz uygunluk belirleme zorunluluğu getirmiştir<sup>25</sup>. Hatta, ABD'nin piyasa profesyonelleri arasında da düzenlemenin sadece belli şirketleri değil gün içi işlem yapan hesapların bulunduğu tüm aracı kurumları kapsamı gerektiğini ifade edenler vardır<sup>26</sup>.

- Böyle bir düzenleme bireysel yatırımcıları daha uzun vadeli yatırım yapmaya teşvik edecektir. Küçük yatırımcının, kendine, hatta uzun vadede sermaye piyasalarına faydadan çok zarar sağlayacak yüksek riskli işlemler yapması engellenmelidir.

- Hesabını kullandıran şahıslar daha riskli bir işleme sokulmaktadır: Kanun'un suç saydığı bir fiile iştirak etmek. Sonuçta, sermaye piyasaları ile ilgili bilgisi olmadığı gibi sermaye piyasası suçlarının ciddiyetinden de habersiz olan bu insanların da SPK tarafından korunması gerektiği düşünülmektedir.

- Manipülasyon incelemeleri, maddi durumu ve tecrübesi yeterli olmayan kişilere, niteliklerinin çok ötesinde işlemler yaptırıldığını göstermektedir.

- Ayrıca, uzaktan erişim uygulamasının yaygınlaşmasıyla gün içi işlemlerin yarattığı sorunlar daha da artacaktır.

---

<sup>25</sup> Örneğin NASD, opsiyon işlemlerinde her aracı kurumu içeren bu tarz bir düzenleme yapmıştır (Rule 2860).

<sup>26</sup> Bkz. The AIMR Advocacy Advisory Committee'nin NASD Rule 2360 ile ilgili görüşleri.

Önerdiğimiz düzenlemenin işlem hacmi üzerindeki olumsuz etkisinin fazla olmayacağı düşünülmektedir. Gün içi işlem stratejisi benimsemiş hesaplardan, sahipleri ilk kez 2003 yılında işlem yapmaya başlamış olanlarla ilgili önceki çalışmamız, söz konusu hesapların daha çok sığ senetlerde işlem yaptıklarını göstermiştir. Diğer taraftan, belli aktivitedeki gün içi işlemci hesapların borsa işlem hacmi içindeki paylarının tahmininde örnek alınan hisse senetleri, işlem hacmi bakımından ilk sıralarda olan, diğer bir ifadeyle sığ olmayan senetlerdir (sayfa 24). Dolayısıyla, işlem hacmindeki %36'lık (hatta daha düşük aktivitedeki hesaplar da katıldığında %50'lik) pay, daha ziyade tecrübesi fazla olan hesaplardan kaynaklanmaktadır. Kaldı ki, etki olumsuz da olsa, piyasanın uzun dönemli sağlığı için kısa dönemde böyle bir maliyete katlanılmalıdır. Zira, sermaye piyasalarına olan güven manipülasyonların devam etmesiyle iyice azalacak, işlem hacmi uzun vadede daha da düşecektir. Kaldı ki düzenleme, en azından İMKB 50 endeksi dışındaki senetlerde işlem yapacak yatırımcıları kapsayabilir.

Bu aşamada, hangi tarz işlemlerin gün içi işlem sayılacağı ve hangi kriterlerin yatırımcının gün içi işlem stratejisine uygun olduğunu göstereceği sorunu ortaya çıkmaktadır.

Uygunluk belirlemede, daha önce açıklanan ABD düzenlemesi kriterlerinin yeterli olduğu (bkz. sayfa 9); aracı kurumların söz konusu kriterlerin içini, SPK tarafından sorulduğunda belgeleriyle birlikte makul ve mantıklı gerekçeler sunabilecek şekilde doldurması gerektiği düşünülmektedir. Örneğin, tecrübe uygunluğunun belirlenmesinde, en az 1 yıllık aktif bir hesabın varlığı veya müşterinin borsada işlem yapma bilgisi edinmesine yardımcı olacak eğitimden geçme ve/veya başka ülkelerde yatırım yapma gibi özelliklerinin olup olmadığı, belgelenmek kaydıyla kullanılabilir.

Hangi işlemlerin gün içi işlem stratejisi sayılacağı hususunda ise; ülkemizde kısa vadeli yatırımın yaygın olması ve çalışmanın önceki bölümlerinde yer verilen inceleme sonuçları göz önünde bulundurulduğunda; çok sayıda yatırımcının bir iki kez gün içinde aynı senette alım ve satım emirleri verdiği anlaşılmakta; dolayısıyla düzenlemelerin bu yatırımcıları kapsamamasını teminen; günlük bazda belli bir parasal tutarın üstünde olmak koşuluyla; aynı gün içinde belli sayıda alım ve satım emirleri verme (örneğin en az 10'ar kez) veya en az beşer kez alım ve satım emri

verip bu tarz işlemleri bir günden fazla tekrar etme (çok daha fazla sayıda gerçekleşiyorsa, bir gün de yetebilmeli) veya az sayıda gerçekleşiyorsa da yüksek parasal tutarlarda gün içi işlem yapma kriterlerinden bir veya birkaçının benimsenmesi gerektiği düşünülmektedir<sup>27</sup>.

Hesaplarına vekil tayin ettikleri kişilerin kriterlere uygun olmasının, söz konusu yatırımcıların işlem yapabilmelerine imkan sağlayamayacağına da eklenmesi gerektiği; zira, bu tarz riskli ve zor işlemleri vekil sıfatıyla yapanların izinsiz yatırım danışmanlığı veya portföy yöneticiliği yapmış olacağı düşünülmektedir.

Uygulamada ise; aracı kurumların, yeni hesap açtırmak için gelen müşterilerine gün içi işlem stratejisine uyan işlemler yapıp yapmayacaklarını sormalarının; yapacaklarını beyan eden müşterilerin, “müşteri tanıma formu”nun (mevcut düzenlemede cevaplamak müşterilerin isteğine bırakılan) mali durumla ilgili bilgilerin sorulduğu kısmını doldurmalarının uygun olacağı düşünülmektedir. Doğal olarak, müşteri tanıma formlarının söz konusu kısımlarının da belirlenmiş olan minimum uygunluk kriterlerini içerecek şekilde tekrar düzenlenmesi gerekecektir.

Hesap açılışı esnasında müşteriye verilecek olan risk açıklama formunun da ülkemiz yapısı ve düzenlemeleri ışığında, gün içi işlemlerin riskleri ve mümkün olabilecek usülsüzlüklerle ilgili uyarıları içerecek şekilde hazırlanması gerektiği düşünülmektedir. Formun müşterilere okutulmasını teminen, ayrı bir sayfa halinde kendilerine iletilmesi ve okudukları yönünde imzalı beyanlarının alınması gerekmektedir.

Diğer taraftan, gün içi işlemler yapmayacağını beyan etmesine rağmen, aksi yönde işlemler gerçekleştiren müşterilerin varlığı durumunda, aracı kurumun söz konusu işlemleri tespit ettiği andan itibaren mümkün olan en kısa zamanda uygunluk belirlemesini yapması, geçen süre içerisinde ise yatırımcının gün içi işlem yapmasına izin vermemesi gerekmektedir. Ayrıca, aracı kurumların her halükarda, işlemleri takip eden 2-3 günlük süre içinde söz konusu tespiti yapmış olması gerekmektedir. Aksi taktirde, aracı kurumun iyi niyetli olmadığı düşünülmelidir.

---

<sup>27</sup> Bu kriterlerle çok sayıda hesap kapsamayacağı çalışmanın önceki bölümlerinden anlaşılmaktadır. Dolayısıyla, aracı kurumlara çok fazla operasyonel yük getirmeyeceği düşünülmektedir.



### 2.3.2. Gün İçi İşlemlerde Teminat Gerekliliğine Yönelik Öneriler

SPK'nın kredili ve açığa satış işlemleriyle ilgili, "Aracı Kuruluşlar Birliğinin Görüşü Çerçevesinde Kredili İşlem Tanımı Değiştirilmiş ve Bu Çerçevede Gün İçi İşlem Sınırı Getirilmiş Olan Tebliğ Taslağı"nın "Gün İçi İşlem Limiti" başlıklı 10'uncu maddesi şöyledir:

"Gün içi işlemler bir sermaye piyasası aracının aynı gün içinde alım ve satımı ya da açığa satılan bir sermaye piyasası aracının aynı gün içinde alınması işlemidir. Bir müşterinin aracı kurum nezdindeki peşin ve kredili hesaplarından yapacağı gün içi işlemler tutarı müşterinin aracı kurumdaki net varlıkları toplamının 3 katını aşamaz. Bu tutarı aşan emirler aracı kurum tarafından yerine getirilemez. Net varlığın hesaplanmasında, (Müşterinin aracı kurum nezdindeki tüm mal varlıkları - müşterinin aracı kurum nezdindeki tüm yükümlülükleri) formülü kullanılır. Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinde ise azami gün içi işlem sınırını aşan emirlerin yerine getirilmeyeceği hususuna yer verilir. Aracı kurumlar, müşterilerinin mali yapısına ve satın alınan sermaye piyasası araçlarının risk düzeylerine göre daha düşük bir gün içi işlem sınırı belirleyebilirler."

Söz konusu maddenin yatırımcıları fazlasıyla sınırladığı ve gün içi işlemlerin borsa işlem hacmi içindeki payı göz önünde bulundurulduğunda, uygulamaya geçmesinin işlem hacmini düşürücü etki yaratacağı düşünülmektedir. Ayrıca, gün içinde işlem sınırına gelmiş bir yatırımcının, karşısına çıkan çok uygun bir yatırım imkanından yararlanmasını ya da kayıplardan sakınmasını da engelleyicidir. Örneğin, amacı sadece alım yapmak olan ve nakti takas gününde getirmek üzere gün içinde aracı kurumdaki mal varlığından fazla tutarda alım yapan bir yatırımcı, senetleri aynı gün satmasını gerektiren bir gelişme yaşandığında, madde gereği söz konusu satışı yapamayacaktır. Zira, satış işlemi yapıldığı vakit gün içi işlem niteliği kazanacak, tutarı ise müşterinin aracı kurumdaki mal varlığını aşmış olacaktır.

Dolayısıyla, gün içi işlemlere belli bir sınırlama getirilmesi gereğine inanılmakla birlikte, bu sınırlamanın bir miktar esnetilmesi; dolayısıyla, maddenin en azından, 3 kat yerine 4 kat sınırı koyması; uygun hesaplama mekanizmasının varlığı durumunda, yapılan işlem tutarından ziyade gün içinde ulaşılan maksimum açık pozisyonun baz alınmasına imkan tanınması gerektiği düşünülmektedir. Bunun

dışında; kanaatimizce, çalışmanın önceki bölümlerinde verilmiş olan NASD ve NYSE düzenlemelerinde olduğu gibi, 4 kat sınırının aşılmasına bazı durumlarda imkan tanınmalı; diğer taraftan sınırın aşılmasını caydırıcı önlemler alınmalı; önlemlerin caydırıcılığı da müşterilerin gün içi işlemler yapmadaki sürekliliğiyle veya gün içi işlem sınırını aşma sıklığıyla birlikte arttırılmalıdır. Bu doğrultuda, genişletilmiş gün içi işlem sınırına ek olarak önerilerimiz şöyledir:

1. Arıza durumlarda sınırın bir miktar aşılmasına imkan sağlamak, diğer taraftan sınırı aşanları caydırmak ve cezalandırmak için; sınır aşıldığında; müşterinin aracı kurum tarafından, aşan tutar kadar kredilendirildiği varsayılmalı; dolayısıyla sınırı aşmış işlem tutarının gerektirdiği ek teminat getirilene kadar (teminat tamamlama çağrısı); söz konusu ek teminat üzerinden faiz işletilmelidir<sup>28</sup>. Zira, sınır aşımı durumunda, müşteri aracı kurumda bulundurması gereken fazladan varlığı aracı kurumdan borçlanmış gibi düşünülebilir. Ayrıca, bu ceza aracı kurum açısından fazladan risk yüklenim primi olacaktır.

2. Ne var ki, bu durumda aracı kurumlar 4 kat sınırının aşılmasına istekli olacak; bu da yatırımcıya, kendini ve aracı kurumu yüksek risk altına sokacak miktarlarda gün içi pozisyon açma imkanı yaratacaktır. Dolayısıyla, bu tarz arıza durumlara da bir sınır konması gerektiği ve bu sınırın aracı kurumdaki net varlığın 6 (veya 8) katı olması gerektiği düşünülmektedir. Her halükarda net varlığın 6 (veya 8) katını aşacak emirler kabul edilmemelidir.

3. Tanınan bu esneklikten devamlı surette faydalanılmasını engellemek; aynı zamanda belli bir sıklıkta gün içi işlem yapan yatırımcılardan kaynaklanacak riskleri de azaltmak<sup>29</sup> amacıyla; aracı kurumda işlem yaptıkları 10 iş günü içinde<sup>30</sup> sınırı en az üç kez aşan yatırımcılara, üçüncü kez sınırı aştıkları andan itibaren; gereken ek teminatı getirdikleri güne kadar, sınırı aşan tutar üzerinden faiz işletilmeli; ayrıca, 1 ay boyunca işlem sınırları 2 kata düşürülmeli ve bu sınırı aşacak emirler yerine getirilmemelidir. Bu sayede, ayrıca; hem sınır aşımının kontrolden çıkması engellenecek hem de minimum %0,2 oranında komisyon zorunluluğunun olduğu

---

<sup>28</sup> Risk gün sonunda ortadan kalktığı için, ek teminat gelene kadar hesaptan varlık çıkışları yapılabilir. Zira, ek teminat temin edici değil, cezalandırıcı bir uygulamadır.

<sup>29</sup> Çalışmanın ilk bölümünde de belirtildiği üzere, gün içi işlem stratejisi benimseyen yatırımcıların yatırımlarını kaybetme riskleri daha fazladır.

<sup>30</sup> Aracı kurumda işlem yapılan günler esas alınmıştır. Çünkü, yatırımcı hergün işlem yapmayabilir.

dönemlerde, düzenlemeyi dolanmak maksadıyla bazı aracı kurumlarda çeşitli yollarla yapılan komisyon iadesi uygulamasında olduğu gibi faiz iadesi yapılan müşterilerin devamlı 4 kat sınırını aşarak işlemler yapmaları sınırlanacaktır.

4. Ek teminatlar, 5 iş günü içinde getirilmezse, müşteriye teminat getirilene kadar sadece nakit karşılığı işlem yaptırılmalıdır. Ayrıca, getirilen teminatlar en az iki gün hesapta kalmalıdır.

Bu tarz düzenlemelerle aracı kurumlar açısından daha riskli olan, gün içi işlem yapmayı strateji olarak benimsemiş yatırımcılara ek yükümlülükler getirilirken<sup>31</sup>, arızı durumlarda sınırı aşma imkanı tanınacak; küçük yatırımcı üstünde gün içi işlemlerin riskli olduğu intibayı da yaratılmış olacaktır.

Aynı zamanda, birden fazla hesap kullanarak işlemler gerçekleştiren –ki bu işlemler gün içi işlem kalıbında olmaktadır- ve kullandıkları aracı kurumlarda genelde varlık bulundurmeyen manipülatörlerin fiillerinin maliyetini de arttıracaktır.

Diğer taraftan, düzenlemeyi bir nebze dolanmak için, başkasına ait birden fazla sayıda hesap da kullanılabilir. Bu durum da önceki bölümde öngörülen müşterinin uygunluğu düzenlemesiyle, aşılabılır. Zaten, gün içi işlemler belli bir net varlık gerektirdiğinden, müşterinin mali durum bakımından uygunluğu da gün içi işlem sınırı getiren bu düzenlemeyle tutarlılık gösterecektir.

## SONUÇ

Uzmanlar, profesyoneller, akademisyenler ve genel kanı, gün içi işlemlerin hem söz konusu işlem kalıbını strateji olarak benimseyen -özellikle piyasa deneyimi az olan- bireysel yatırımcılar için, hem de işlemlerin gerçekleştiği aracı kurumlar için çeşitli riskler oluşturduğunda hemfikirdir. Dolayısıyla, gün içi işlemlerin düzenleyici otoritelerin en azından gözetimi altında olmasının, hatta bireysel yatırımcılar tarafından kullanılmaya başlamasıyla da kurallara bağlanmasının gerekliliği anlaşılmaktadır.

Çeşitli ülke uygulamalarına bakıldığında, gerçek anlamda konuya ilişkin çalışmaların ve düzenlemelerin yapıldığı ülke olarak Amerika Birleşik Devletleri karşımıza çıkmaktadır. Zira, bilgiye ve piyasalara hızlı erişim sağlayan teknolojik gelişmelerin gün içi işlemleri yaygınlaştırması, daha da önemlisi piyasa

---

<sup>31</sup> Söz konusu yatırımcılar, en azından sınırı aştıkları gün kadar gün içi işlem yapmışlardır.

profesyonelleri dışındaki bireysel yatırımcıları da gün içi işlem alanına çekmesi, ABD düzenleyici otoritelerinin konuya olan hassasiyetlerini arttırmıştır. Bu gelişmeler neticesinde, ABD’de, bireysel yatırımcıları gün içi işlemlerin riskleri hakkında bilgilendirici; mali durumu, tecrübesi ve risk toleransı düşük olan yatırımcıların ise gün içi işlem stratejisi benimsemelerini engelleyici yeni düzenlemeler getirilmiş; diğer taraftan, kredi hesaplarından gerçekleştirilen gün içi işlemlerin sınırlandırılmasına yönelik mevzuat değişiklikleri yapılmıştır.

Konuyu Türkiye açısından ele almak, -özellikle sık işlem yapan- gün içi işlemci sayısı ve gün içi işlemlerin Borsa’daki payı hakkında sağlıklı tahminler yapabilmek, mevcut durum hakkında fikir edinebilmek ve herhangi bir düzenlemeye ihtiyaç duyulup duyulmadığını ortaya koymak amacıyla; İMKB’de işlem gören 70 hisse senedi (işlem hacminin %84’ü) 06-21.03.2003 döneminde iletilmiş emirler bazında incelenmiştir.

İlk olarak; inceleme döneminde işlem yapan 117 bin hesabın yaklaşık %30’unun, *en az bir kere* gün içi işlem kalıbına uygun alım ve satım emirleri verdiği görülmüştür. Daha sonra, bu hesaplar içinde gün içi işlem yapmayı ileri seviyelerde *strateji* olarak benimseyenleri bulmak için hesaplar belli kriterlere göre incelenmiştir. Stratejiyi aktif olarak (çok sayıda alım-satım emirleri ileterek) benimseyen hesap sayısının tanımlanan aktiflik derecesine göre değişmesi, dolayısıyla gün içi işlem kalıbına uygun emir sayıları ve tekrar edildikleri gün sayıları göz önünde bulundurularak değişik rakamlar söylenebilmesi nedeniyle, birkaç kriter birden tanımlanmış, daha çok okuyanların kendi tahminlerini yapmalarına imkan tanınmak istenmiştir.

Ulaşılan rakamlar ışığında kanaatimizce, İMKB’de gün içi işlem yapan çok sayıda yatırımcı vardır ve gün içi işlemler İMKB işlem hacminin yaklaşık %50’sini oluşturmaktadır. Diğer taraftan, 150-200 hesap gün içi işlemleri devamlı ve yoğun bir şekilde yapmakta, elde ettikleri karları esas gelir kaynakları olarak görmektedirler. İlettikleri emirlerin fazlalığından, kendilerine aracı kurumlar tarafından piyasa verilerine kolay ulaşım ve hızlı emir iletim imkanları sağlandığı anlaşılmaktadır. Ancak, söz konusu hesapların içinde, manipülasyon amacıyla gün içi işlemler gerçekleştirenlerin de olabileceği düşünülmektedir.

Gün içi işlem stratejisi benimseyen hesapların nitelikleri hakkında bilgi edinebilmek amacıyla; aktif bir gün içi işlem stratejisi benimsediği düşünülen, aynı günde aynı hisse senedinde en az 10'ar alım ve satım emri ileten 545 hesap ayrıntılı incelenmiştir. Bu hesapların borsa işlem hacminin yaklaşık %35'in oluşturduğu tahmin edilmiş; aracı kurum portföyü, yatırım fonu ve yabancı yatırımcıların yanında, çoğunlukla (içlerinde İMKB'de işlem yapmaya yakın tarihlerde başlamış kişilerin de bulunduğu) bireysel yatırımcılara ait oldukları tespit edilmiştir.

Tecrübesiz olduğu düşünülen kişilere ait hesapların, fazla sayıda emirlerle gün içi işlem yapanlar arasındaki paylarının yüksek olduğu; gün içi işlem yaptıkları günlerde 100'den fazla emir veren tüm hesaplar içinde (64 hesap), İMKB'de 1 yıldan az bir süredir işlem yapanların yaklaşık %75'lik; 2 aydan az bir süredir işlem yapanların ise yaklaşık %50'lik bir payı olduğu tespit edilmiştir.

Sayının bu kadar fazla çıkmasında, -aracı kurumların, tecrübesiz müşterilerinin gün içi işlemler yapmasına izin vermesinin katkısı olmakla birlikte- esasında, haklarındaki işlem yasağını dolanmak veya gelmesi muhtemel işlem yasağından kaçınmak için başkalarının hesaplarını kullanan manipülatörlerin etkisinin olduğu düşünülmekte; söz konusu hesaplardan gerçekleştirilen işlemlerin özellikleri, benzerlikleri, işlem yapılan hisse senetleri ile SPK'nın daha önceki incelemeleri, bu düşünceyi doğrulamaktadır.

Sonuçta, herhangi bir teminat gerektirmeksizin gün içi pozisyonlar açılmasından ve piyasa profesyonelleri dışındaki bireysel yatırımcıların gün içi işlemlerle aktif olarak iştigal etmesinden kaynaklanan gün içi işlem risklerinin ABD'de olduğu gibi ülkemizde de bulunduğu anlaşılmaktadır. Ne var ki, İMKB'nin nispeten daha dalgalı ve istikrarsız bir yapıya sahip olması; gün içi işlemlerin işlem hacminin en az yarısını oluşturması; gün içi işlemlerle aktif olarak iştigal eden bireysel yatırımcıların içinde önemli oranda tecrübesiz kişilerin bulunması; bu kişiler içinde hesapları manipülatörler tarafından kullanılanların fazla olması; bunların yanı sıra, özellikle sık ve yoğun gün içi işlemler gerektiren "alım-satım yoluyla manipülasyonlara" müsait, nispeten sık hisse senetlerinin varlığı, gün içi işlem olgusunu ülkemiz piyasaları için daha riskli hale getirmektedir. Bu yüzden ülkemizin bu konudaki düzenlemelere ABD'ye oranla daha fazla ihtiyacı olduğu düşünülmektedir.

Bu çerçevede; görüş ve önerilerin sunulduğu kısımda ayrıntılı olarak öne sürülen gerekçelerle ve usullerde olmak üzere; aracı kurumların, müşterilerinin tecrübe ve mali durumlarının (belli oranlarda ve aktivitede gerçekleştirilen) gün içi işlemlere uygunluğunu belirlemesinin ve hesap açılmadan önce gün içi işlem yapmanın risklerinden ve manipülasyon gibi bazı sermaye piyasası suçlarından bahseden bir uyarı formunu müşteriye imzalatmalarının zorunlu hale getirilmesi; uygun olmayan kişilere belli oranların ve miktarların üzerinde gün içi işlemler yaptırılmaması gerektiği düşünülmektedir. Böylece hem tecrübesiz ve mali durumu yeterli olmayan bireysel yatırımcının gün içi işlem stratejisinin risklerinden korunması hem de manipülatörlerin işlem yapabilmelerindeki kilit nokta olan, sermaye piyasaları ve suçları hakkında fazla bilgisi olmayan üçüncü kişilere aracı kurumlarda hesap açtırabilmelerinin engellenmesi, en azından zorlaştırılması sağlanacaktır. Hatta, hesaplarını kullandıran kişiler de, bilgisizlik yüzünden kanuna karşı gelmekten korunmuş olacaktır. Diğer taraftan bu tarz usulsüz işlere imkan tanıyan aracı kurumların cezalandırılmasına da imkan tanınacaktır.

Diğer taraftan, İMKB işlem hacminin yaklaşık %50'sinin gün içi işlemlerden oluştuğu ve yüksek tutarlı gün içi uzun ve kısa pozisyonlara yol açan bu tarz işlemlerin mevcut düzenlemeler altında herhangi bir teminat gerektirmediği göz önünde bulundurulduğunda, ülkemizde gün içi işlem yapanların ve aracı kurumlarının yüksek riskler taşıdıkları anlaşılmakta; dolayısıyla, bahsi geçen risklerin azaltılmasını ve piyasanın düzgün ve güvenilir işlemlerini teminen, gün içinde açılan pozisyonların risklerine karşılık, belli bir oranda *varlığın aracı kurum bünyesinde tutulması* gerektiği düşünülmektedir. Dolayısıyla, çalışmanın görüş ve öneriler bölümünde ayrıntılı olarak ele alındığı üzere; yatırımcıların, aracı kurumlardaki net varlıkların 4 katından fazla tutarda gün içi işlemler yapmalarına veya (eşzamanlı kayıt imkanlarının varlığı durumunda) pozisyon açmalarına aracı kurumlar tarafından izin verilmemesi gerektiği; ancak söz konusu işlemlerin İMKB içindeki payı ve bu işlemleri herhangi bir amaçla gerçekleştiren yatırımcıların sayısı dikkate alındığında; arazi gün içi işlemlerde, caydırıcı şartlarla birlikte sınırın esnetilebileceği düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

- BARBER, Brad M.; ODEAN, Terrance  
2000, **Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors** , The Journal of Finance, Vol. LV, No.2
- DICKNEIDER, Bill  
1999, **Trading Daze**, The Stock Market Game, Vol.17, No.2
- FISHER, Kenneth L.  
1985, **Where Are They Hiding? Winners at Short-Term Trading**, Forbes, Aug. 26
- HILDRETH, Peter C.  
1999, **The Practises and Operations of the Day Trading Industry**, [www.nasaa.com](http://www.nasaa.com)
- JOHNSON, Ronald L.  
1999, **An Analysis of Public Day Trading At a Retail Day Trading Firm**, Professional Report, [www.nasaa.com](http://www.nasaa.com)
- LEVITT, Arthur  
1999, **Before the Senate Permanent Subcommittee on Investigations, Committee on Governmental Affairs, Concerning Day Trading**, [www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1999/tsty2099.htm](http://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1999/tsty2099.htm)
- McMURRAY, Scott  
1994, **Burned Alive**, Worth, Apr.
- National Association of Securities Dealers  
1999, **Special Notice to Members 99-32**, [www.nasdr.com](http://www.nasdr.com)
- National Association of Securities Dealers  
2002, **NASD Notice to Members 02-35**, [www.nasdr.com](http://www.nasdr.com)
- National Association of Securities Dealers  
2001, **Special Notice to Members 01-26**, [www.nasdr.com](http://www.nasdr.com)
- North American Securities Administrators Associaton  
1999, **Report of the Day Trading Project Group, Findings and Recommendations**, [www.nasaa.com](http://www.nasaa.com)
- ODEAN, Terrance  
1999, **Do Investors Trade Too Much?**, The American Economic Review, Vol. 89, No. 5
- SCHAPIRO, Mary L.  
1999, **Before the Permanent Subcommittee on Investigations Senate Committee on Governmental Affairs on the Securities Day Trading Industry**, [www.nasdr.com](http://www.nasdr.com)
- Securities and Exchange Commission  
2000, **Report of Examinations of Day-Trading Broker-Dealers**, [www.sec.com](http://www.sec.com)
- Securities and Exchange Commission  
2000, **Nasd Rulemaking: Notice of Filing of Amendment No.1 to the Proposed Rule Change re: the Opening of Day-Trading Accounts**, [www.sec.gov/rules/sro/nd9941n.htm](http://www.sec.gov/rules/sro/nd9941n.htm)
- Securities and Exchange Commission

**Day Trading:Your Dollars at Risk**, [www.sec.gov/investor/pubs/daytips.htm](http://www.sec.gov/investor/pubs/daytips.htm)  
SEYHUN, H. Nejat  
1994, **Towneley Market Timing Study**, (Study, School of Business  
Administration, University of Michigan), [www.towneley.com/html/study](http://www.towneley.com/html/study)

Borsa Emir ve İşlem Defterleri  
06-21.03.2003