

**TÜRK SERMAYE PİYASASINDA ARACI KURULUŞLARIN
ROLÜ VE ETKİNLİĞİ**

**Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı
Muhasebe Ve Finansman Bilim Dalı**

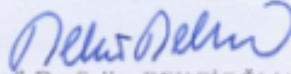
Necmettin ÖZARSLAN

Danışman: Doç. Dr. Hakan AYGÖREN

**ŞUBAT-2010
DENİZLİ**

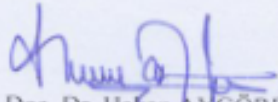
YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı öğrencisi Necmettin ÖZARSLAN tarafından Doç. Dr. Hakan AYGÖREN yönetiminde hazırlanan “**Türk Sermaye Piyasasında Aracı Kuruluşların Rolü ve Etkinliği**” başlıklı tez aşağıdaki jüri üyeleri tarafından 29/01/2010 tarihinde yapılan tez savunma sınavında başarılı bulunmuş ve Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.



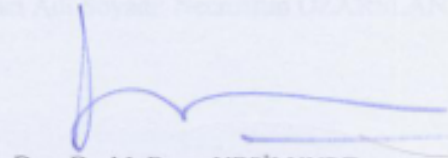
Prof. Dr. Selim BEKÇIOĞLU

Jüri Başkanı



Doç. Dr. Hakan AYGÖREN

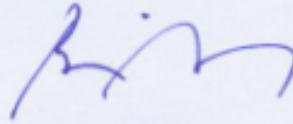
Jüri Üyesi (Danışman)



Doç. Dr. M. Ensar YEŞİLYURT

Jüri Üyesi

Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 07/04/2010 tarih ve 06/10 sayılı kararıyla onaylanmıştır.



Doç. Dr. Bilal SÖĞÜT
Müdür

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulguların analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara riayet edildiğini; bu çalışmaların doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atfedildiğini beyan ederim.

İmza

:

Öđrenci Adı Soyadı: Necmettin ÖZARSLAN

TEŞEKKÜR

Tez yazım süresince değerli katkılarıyla sürekli bana destek olan, geniş vizyonu ile bu teze büyük değer katan, değerli hocam Sayın Doç. Dr. Hakan AYGÖREN' e sonsuz teşekkür ve saygılarımı sunarım.

Tez yazım süresince verdikleri maddi desteklerden ötürü halen finansal organizasyonlarda görevli olan çok değerli arkadaşlarıma, İMKB Başkanlığına, İMKB Hisse Senedi Müdürlüğüne, TSPAKB' ne, yine desteklerini bu süreçte esirgemeyen değerli aileme şükranlarımı sunarım.

Bu çalışmamın her aşamasında moral ve motivasyonumu, varlığı ve sevgisiyle en üst düzeyde tutan sevgili oğlum Mert ÖZARSLAN' a sonsuz sevgi ve teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET

TÜRK SERMAYE PİYASASINDA ARACI KURUMLARIN ROLÜ VE ETKİNLİĞİ

Özarslan, Necmettin
Yüksek Lisans Tezi, İşletme ABD
Tez Yöneticisi: Doç Dr. Hakan AYGÖREN
Şubat-2010, 86 sayfa

Bir ülke ekonomisinin ekonomik büyüme ve gelişme süreci, o ülkenin Sermaye Piyasasının gelişmesi ile paralellik arz etmektedir. Dünya ekonomilerinin ulaşmaya çalıştığı en önemli hedef istikrarlı ekonomik yaşam olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda ilgili ülke ekonomilerinde Sermaye Piyasasının ne durumda olduğu, gelişim sürecinin seyri ve bu sürecin neresinde olduğunun analizi ciddi anlamda önem arz etmektedir. Sermaye Piyasalarının istenen amaçlara hizmet edebilmesi, Finansal Sistem içerisinde önemli bir yere sahip olan Aracı kuruluşların performansına ve aracılık kurumunun gelişmişlik düzeyine bağlıdır.

Türk Sermaye Piyasasına damgasını vuran sorunlarda içsel ve dışsal faktörler olarak kendini göstermiştir. Aracılık faaliyetinin ve Aracı kuruluşların önündeki engeller hem kendi iç dinamiklerimizden kaynaklanan hem de küresel konjonktürden kaynaklanan sorunlardır.

Çalışma Türk Sermaye piyasasına, aracı kuruluşların gelişim sürecine ve sistemin iç dinamiklerinin analiz edilmesine yoğunlaşmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde “Fon akımı” ve “Finansal Piyasalar” kavramları genel olarak ele alınmakta; Finansal Piyasalarda önemli rolü olan sermaye piyasası ve çeşitleri konularına değinilmekte ve para piyasası ile sermaye piyasası arasındaki ilişki irdelenmekte buna ilave olarak Da Türk Sermaye Piyasası ve Aracı kurumların tarihsel gelişimi dönemler itibariyle aktarılmaktadır.

İkinci bölümde “Finansal kurumlar ve aracılık faaliyetleri” ana başlığı altında; Finansal kurumlar ve çeşitleri incelenmekte, “aracılık” kavramı, aracı kurumların kuruluş ve faaliyet şartları konusu ele alınmakta ve organizasyon yapıları hakkında bilgi verilmektedir.

Üçüncü ve son bölümde ise çalışmada aracı kuruluşların faaliyetlerinin ve performanslarının ölçülmesinde kullanılan önemli verilerin dönemselsel olarak ele alınmakta ve ekonometrik modelden faydalanılarak sermaye piyasasındaki aracı kuruluşların performansları ortaya konulmaktadır.

Anahtar kelimeler: Finansal Piyasalar, Türk Sermaye Piyasası, Aracı Kuruluşlar, Etkinlik.

ABSTRACT

THE ROLES AND EFFICACY OF AGENT INSTITUTIONS IN TURKISH CAPITAL MARKET

Özarslan, Necmettin

M.A. Degree Thesis, Business Administration ABD

Thesis Consultant: Ass. Prof. Hakan AYGÖREN

January-2010, 86 Pages

The process of a country's economic growth and development draws a parallelism with the capital development of that country. For capital markets to serve the demanded goals are dependent upon the performance of agent associations which have a considerable role within the financial system and developmental level of the agent institution.

The thesis intensifies on Turkish Capital Market, the development process of the agent associations and analysis of internal dynamics of the system.

In the first chapter of the thesis, “fund transference” and “financial markets” concepts are handled in general, capital market and its various topics which have crucial roles in financial markets are touched upon and the relation between money market and capital market is studied.

In the second chapter under the main title of “Financial institutions and agency activities”; financial institutions and their kinds have been examined, “agency” concept, issue of establishment and activity conditions of the agent institutions are dealt with and some information about their organization structures has been given.

In the third and last chapter, important data which have been used to measure the agent associations in the thesis are taken up as periodically and benefiting from econometric model, performance of the agent associations in the capital market has been presented.

Key words: Financial Markets, Turkish Capital Market, Capital Market Securities,
Efficie

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİK SAYFASI.....	ii
TEŞEKKÜR.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
ŞEKİLLER DİZİ.....	x
TABLolar DİZİNİ.....	xi
SİMGELEr VE KISALTMALAR DİZİ.....	xii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM FİNANSAL PİYASALAR

1.1. FİNANSAL PİYASALAR VE FON AKIM KAVRAMI.....	3
1.1.1. Finansal Piyasalar.....	4
1.1.2. Finansal Piyasaların Fonksiyonları.....	5
1.1.3. Para Piyasaları.....	6
1.1.4. Sermaye Piyasası.....	6
1.1.5. Finansal Yatırım Araçları.....	8
1.2. PİYASADA İŞLEM GÖREN FİNANSAL VARLIĞIN İŞLEM DURUMUNA GÖRE SERMAYE PİYASASI ÇEŞİTLERİ.....	10
1.2.1. Birincil Piyasalar.....	10
1.2.2. İkincil Piyasalar.....	11
1.3. ÖRGÜTLENMİŞ BİÇİMİNE GÖRE SERMAYE PİYASASI ÇEŞİTLERİ.....	13

1.3.1. Organize Sermaye Piyasası.....	13
1.3.2. Organize Olmamış Sermaye Piyasaları.....	14
1.4. PARA VE SERMAYE PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİLER.....	15
1.5. FİNANSAL PİYASANIN EKONOMİYE ETKİLERİ VE ÖNEMİ.....	15
1.5.1. Vade Ayarlamaları.....	16
1.5.2. Miktar Ayarlamaları.....	16
1.5.3. Gelir ve Refah Artışına Katkı.....	16
1.5.4. Rekabet Artışı.....	17
1.5.5. Risk Ayarlamaları.....	17
1.5.6. Üretici Sektörlerde Ekonomi Ölçeğinin Yükseltilmesi.....	17
1.5.7. Mülkiyetin Yayılmasının ve Dengeli Gelir Dağılımı Sağlanması.....	18
1.6. TÜRK SERMAYE PİYASASINDA ARACI KURUMLARIN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	18
1.6.1 Osmanlı Dönemi.....	18
1.6.2. Cumhuriyet Dönemi ve Bankerler Olayı.....	19
1.6.3. Sermaye Piyasası Kurulunun Kurulması ve Sonrası.....	21

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KURUMLAR VE ARACILIK

2.1.FİNANSAL KURUMLAR.....	23
2.1.1. Para Yaratın Finansal Kurumlar.....	24
2.1.1.1 T.C. Merkez Bankası.....	24
2.1.1.2.Kamu Mevduat Bankaları.....	24
2.1.1.3. Ticaret Bankaları.....	25
2.1.2 Para Yaratmayan Finansal Kurumlar.....	25
2.1.2.1.Kalkınma ve Yatırım Bankaları.....	25

2.1.2.2. Sosyal Güvenlik Kurumları	25
2.1.2.3. Sigorta Şirketleri.....	26
2.1.2.4. Kredi ve Kefalet Kooperatifleri.....	26
2.1.3. Sermaye Piyasasına Hizmet Veren Kurumlar.....	26
2.1.3.1. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.....	27
2.1.3.2. Takas ve Saklama A.Ş.....	28
2.1.3.3. Aracı Kurumlar.....	29
2.1.3.4. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.....	29
2.1.3.5. Merkezi Kayıt Kuruluşu.....	30
2.2. SERMAYE PİYASASINDA ARACILIK VE ARACI KURULUŞLAR....	30
2.2.1. Aracılık Kavramı.....	31
2.2.2. Aracı Kuruluşların Fonksiyonları.....	31
2.2.3. Sermaye Piyasası Kanununda Aracı Mali Kuruluşlar.....	33
2.3. BORSA ARACI KURUMLARI KAVRAMI VE FONKSİYONLARI.....	38
2.3.1 Borsa Aracı Kurumu Kavramı.....	39
2.3.2. Borsa Aracı Kurumlarının Temel Fonksiyonları.....	39
2.4. SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA ARACI KURUMLARIN KURULUŞ VE FAALİYET ŞARTLARI.....	43
2.4.1. Aracı Kurumlarda İzin Yetkisi ve Kuruluş Şartları.....	43
2.4.2. Aracı Kurumların Faaliyet Şartları.....	48
2.5 ARACI KURUMLARIN MERKEZ DIŞI ÖRGÜTLERİ.....	52
2.5.1. Aracı Kurum Şubeleri.....	53
2.5.2. Aracı Kurum Acenteleri.....	54
2.5.3. Aracı Kurum irtibat Büroları.....	55
2.6. ARACI KURUMLARIN ORGANİZASYON YAPISI VE İŞLEYİŞİ.....	56
2.6.1. Aracı Kurumların Organizasyon Yapısı.....	56
2.6.2. Aracı Kurumlarda İş Akışı ve Karar Mekanizması	57

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE DE ARACI KURULUŞLARIN ETKİNLİĞİNİN ÖLÇÜLMESİ VE ETKİNLİĞİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ARAŞTIRILMASI

3.1. TÜRKİYE DEKİ ARACI KURULUŞ SEKTÖRÜ YAPISI VE GELİŞİMİ..	61
3.2. ANALİZ, VERİ SETİ, METADOLOJİ VE DEĞİŞKENLER.....	67
3.2.1. Veri Seti.....	67
3.2.2. Metadoloji.....	67
3.2.2.1. Veri Zarflama Analizi	67
3.2.2.2. Veri Zarflama Analizinin Avantajları, Dezavantajları	69
3.2.3. Analizde Kullanılan Değişkenler.....	70
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	76
KAYNAKLAR.....	78
Özgeçmiş.....	81

ŞEKİL DİZİNİ

Şekil 1.1. Finansal Sistem Şeması.....	5
Şekil 1.2. Sermaye Piyasasının İşleyiş Mekanizması.....	7
Şekil 1.3. Finansal Kurumlar	23

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1.1 Günümüzde Kullanılan Yatırım Araçları.....	9
Tablo 2.1 Sermaye Piyasasının Osmanlı Dönemi Gelişimi Tarih Çizelgesi.....	19
Tablo 2.2 Aracı Kurumların Şubeleri, Acenteleri ve İrtibat Büroları Arasındaki Farklar.....	58
Tablo 3.1 Aracı Kuruluş Sayıları 1990-2009.....	63
Tablo 3.2. Aracı Kuruluşlarla İlgili Veriler.....	64
Tablo 3.3. Hisse Senedi Alım Satımına İlişkin İnternet İşlemleri.....	66
Tablo 3.4 Etkinlik Analizinde Kullanılan Girdiler ve Çıktı.....	69
Tablo 3.5. Veri Zarflama Analizi Sonrası Aracı Kuruluş Bazında Etkinlik Skorları.....	69
Tablo 3.6. Analizde Kullanılan Aracı Kuruluşlara Ait İşlem Hacimleri ve Bakiyeli Hesap Sayısı	72
Tablo 3.7. Yaş Aralığına Göre Aracı Kuruluş Sayıları.....	74
Tablo 3.8. Yıllar İtibarı ile Aracı Kuruluş Çalışan Sayıları.....	74

SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
APİ	: Açık Piyasa İşlemleri
BÜB	: Borsa Üyelik Belgesi
c.	: Cilt
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
HS	: Hisse Senedi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İZVİB	: İzmir Vadeli İşlemler Borsası
KİS	: Katılma İntifa Senetleri
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
KOB	: Kar Ortaklığı Belgesi
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
OYHS	: Oydan Yoksun Hisse Senedi
O/N	: Gecelik (Over Night)
s.	: Sayfa
SGMK	: Sabit Kredili Menkul Kıymet
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
T.C	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
UFRS	: Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları

VDMK : Varlıĝa Dayalı Menkul Kıymetler
VOBAŞ : Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi
VZA : Veri Zarflama Analizi

GİRİŞ

Gelişmekte olan ekonomiler ile gelişmiş ekonomiler de Sermaye Piyasaları büyük önem arz etmektedir. Sermaye Piyasası olmadan ekonomik gelişme ve büyüme düşüncesi, gerekli dinamiklerden mahrum bırakılmış bir ekonomik gelişme ve büyüme çabasından ileriye gidemeyecektir. Bu tez çalışmasında incelenen Türk Sermaye Piyasası da başından beri sancılı bir süreç içerisinde gelişimini tamamlamaya çalışmıştır.

Sermaye piyasasının gelişim sürecinde iç ve dış faktörlerin varlığından ve etkisinden söz etmek mümkündür. Kayıt dışı ekonominin varlığı, ekonomik ve politik istikrarsızlık, devletin yüksek iç borçlanma gereği ve sonucunda oluşan yüksek reel faizler Türk Sermaye Piyasasının gelişimini engelleyen dış faktörlerden önemli olanlarıdır. İç faktörler olarak değerlendirebileceğimiz Sermaye Piyasası araçlarının çeşidinin azlığı ve yatırımcı tabanı eksikliği Sermaye Piyasasına özgü sorunlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu tez çalışması Türkiye’deki sermaye piyasasının ve doğal sonucu olarak da Sermaye Piyasasının vazgeçilmez aktörleri olan aracı kuruluşların nasıl bir gelişim gösterdiklerini, bu süreçte karşılaşılan sorunları ve mevcut gelişmişlik düzeyinde ne gibi sorunların olduğunu belirlemeyi ve ekonometrik model uygulaması sonrası bazı öneriler sunabilmeyi amaçlamaktadır.

Tez çalışması üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde Sermaye Piyasası kavramı ele alınmakta; işlem durumuna göre, örgütlenme biçimine göre Sermaye Piyasası çeşitleri işlenmekte ve para piyasaları ile olan bağlantıları üzerinde durulmakta, finansal kurumlar içerisinde olan Sermaye Piyasası aracı kuruluşları ve ekonomiye olan etkileri incelenmekte, Türk Sermaye Piyasasının tarihçesine değinilmektedir. İkinci bölümde ise; aracı kuruluşların fonksiyonları, organizasyon yapıları, kuruluş ve işleyiş şekilleri; aracılık ve aracılık kavramı başlığı altında ele alınmaktadır.

Üçüncü ve son bölümde ise Türk Sermaye Piyasasında faaliyet gösteren, banka kökenli olan ve olmayan çok sayıda aracı kuruluşun belli konu ve faaliyetlere ait verileri, belli dönemler dâhilinde regresyon analizi yardımı ile analizi gerçekleştirilmektedir. Burada hedef, sektörün mali analizi ele alınarak aracı kuruluşların performansını ve karlılığını etkileyen faktörlerin irdelenmesi ve bundan sonraki finansal hayatlarının yol haritalarına katkıda bulunmaktır.

Tez çalışmasında uzman kuruluş kütüphanelerinden ve uzman kişi eserlerinden yararlanılarak bir literatür taraması yapılmıştır. Kullanılan kaynakların akademik ve uzman kaynaklar olması konusunda özen gösterilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALAR

Bu bölümde, finansal piyasalar ve fon akımı kavramı, para ve sermaye piyasası arasındaki ilişkiler, finansal piyasaların ekonomiye sağlayacağı yararlar üzerinde durularak Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlarının tarihsel gelişimine yer verilmektedir.

1.1. FİNANSAL PİYASALAR VE FON AKIM KAVRAMI

Kalkınma sürecini yaşayan ekonomilerde işletmelerin öncelikli amaçları arasında varlıklarını sürdürmek ve dengeli bir biçimde büyümek yer almaktadır. Büyümenin gerçekleşebilmesi yatırımların artmasıyla sağlanabilmektedir. Yatırımların artması ise tasarruflarla doğrudan ilişkilidir. Ekonomik anlamda yatırımların kaynağı bireysel tasarruflardır.

Finansal piyasalar çeşitli teknikler, araçlar ve kurumlar yolu ile birikimleri harekete geçirerek fon arz edenlerden, fon talep edenlere aktaran bir sistem olarak tanımlanabilir (Taner ve Akkaya, 2004: 2). İktisadi açıdan piyasa, alıcı ve satıcının birbirleri ile karşılıklı iletişim içinde oldukları ve mübadelenin meydana geldiği yer olarak tanımlanır (İMKB, 2002: 1).

Genellikle arz ve talep, piyasada ortaya çıkabilecek fiyatı belirleyen iki temel etmendir (Ülken, 1984: 25).

Alıcı ve satıcıların içinde buldukları ülkede yaptıkları alış-verişler iç piyasa olarak (domestic market) adlandırılır. İşlemlerin ülke sınırlarını aşması durumunda ise buna da uluslararası piyasa (international market) denir. Globalleşen dünya ekonomisi, özellikle finansal piyasalarda uluslar arası etkileşimi beraberinde getirmiştir.

Alıcı, satıcı ve alım satım konu olan şey veya hizmet piyasa kavramının temel unsurlarını oluşturmaktadır. Piyasanın talep yönünü oluşturan taraf alıcı, arz

yönünü oluşturan taraf ise satıcıdır. Piyasada alım gücü ile desteklenmiş alış isteğine talep, satış isteğine arz denir (Sarıkamış, 2004:3). Reel ve finansal piyasalar ayrımı alım satıma konu olan değer niteliğine göre değişmektedir. Nihai mal ve hizmetler ile mal ve hizmetlerin üretiminde kullanılan üretim faktörleri söz konusu olduğunda reel piyasalar söz konusudur. Ulusal ve uluslar arası mali sistemde pek çok piyasa bulunmaktadır, ancak finansal piyasalar ve alt bölümleri olan para ve sermaye piyasaları dünya ekonomisinde öncü ve etkili piyasalar olarak çalışmaktadırlar. Bunun en güncel örneği 2008 yılı itibari ile yaşanan ve devam eden uluslararası mali krizdir.

1.1.1. Finansal Piyasalar

Finansal piyasa herhangi bir ekonomik sistem içerisinde fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurullarda oluşan yapıdır (IMKB, 2002:1). Tanımdan da anlaşılacağı üzere, finansal piyasa para ve sermaye piyasasından daha geniş ve bu piyasaları da kapsayan bir kavram olmaktadır. Mali piyasa belirleyici bir kavram olup finansal piyasalar çatısı altındaki kavramlarda buna bağlı olarak değişime uğramakta, etkilenmektedir.

Finansal piyasalar finansal varlıkların el değiştirdiği piyasalardır. Bu bağlamda finansal piyasaların aşağıda belirtilen beş ana unsurdan oluştuğu söylenebilir:

- i. Tasarruf sahipleri yani fon arz edenler
- ii. Yatırımcılar yani fon talep edenler
- iii. Yatırım ve finansman araçları
- iv. Yardımcı kuruluşlar
- v. Hukuki ve idari düzenlemeler.

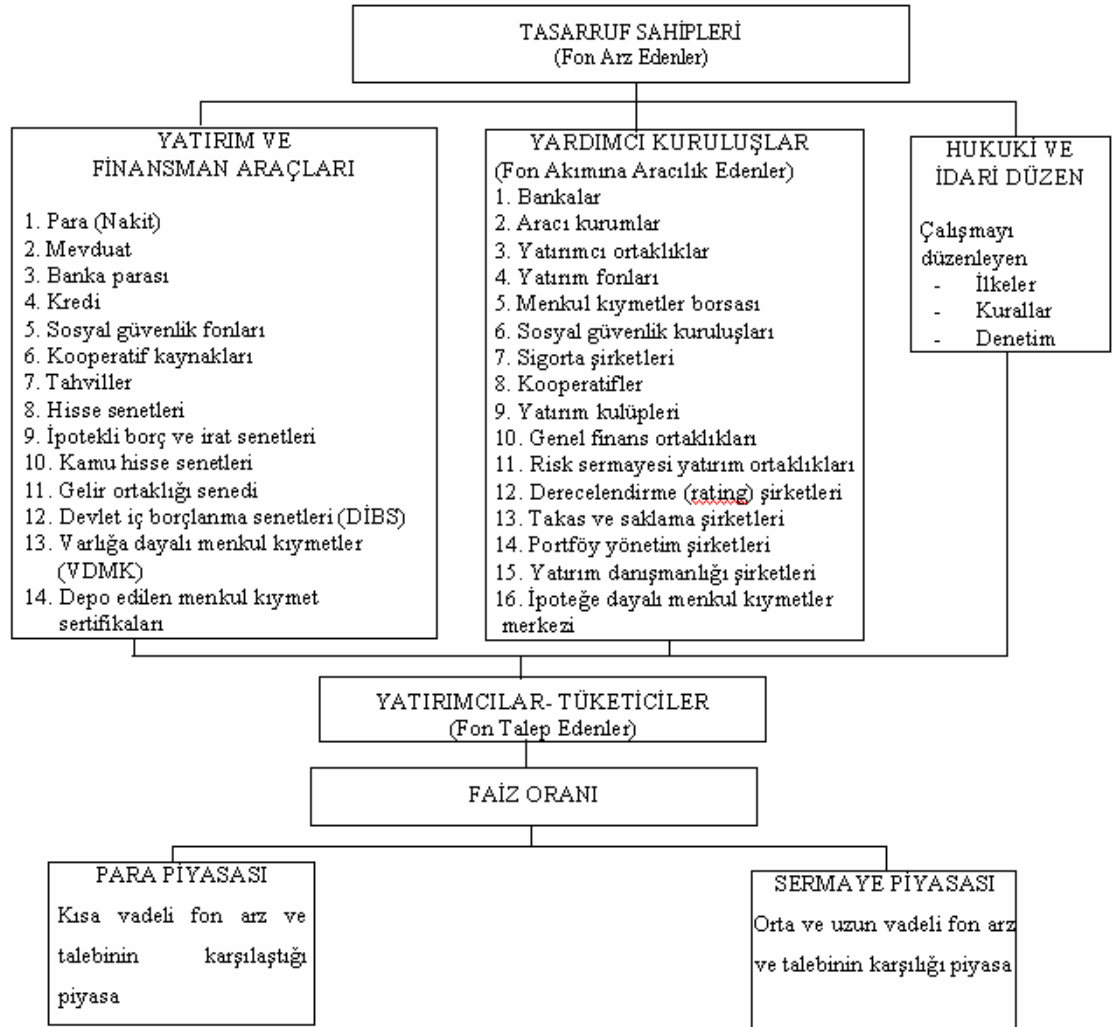
Finansal piyasalar tasarruf fazlası olanların tasarruflarını, tasarruf açığı olanların kullanımına sundukları piyasalardır. Bu piyasaların el değiştirmesi fon talep edenlerin fon arz edenlere bir belge vermesi ile olur. Bu nedenle, finansal piyasalar, finansal varlık olarak ifade edilen kıymetli evrak niteliğindeki bu belgelerin alınıp-satıldığı piyasalardır. (Sarıkamış, 1998: 16).

1.1.2 Finansal Piyasaların Fonksiyonları

Finansal piyasaların ekonomik fonksiyonları aşağıda gösterildiği şekilde özetlemek mümkündür:

- i. Fon arz edenlerden talep edenlere akışını sağlamak
- ii. Menkul kıymetleri likide çevirmek (paraya çevirmek)
- iii. Menkul kıymetlerin fiyatını oluşturmak
- iv. Fonları ve ekonomik kaynakları tahsis etmektir.

Fon arz eden yatırımcılar, fon talep eden bireyler ve işletmeler piyasaya sunulan finansal varlıklar ve aracı kurumlar "finansal sistemi" oluştururlar. (Ceylan ve Korkmaz, 2000:1)



Şekil 1.1. Finansal Sistem Şeması

Kaynak: IMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, IMKB yayınları, 17.

Basım, Temmuz 2002, s. 2.

1.1.3. Para Piyasaları

Finansal piyasalar özellikle vade yönünden ikiye ayrılabilir. Birincisi kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı, ikincisi ise daha uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılandığı sermaye piyasalarıdır. Gerçekte böyle bir ayırım yapay görünmektedir. Çünkü bir yandan piyasa organizasyonu, diğer yandan faiz hadleri ile bu iki piyasa birbiri ile bağlanmakta ve dengelenmektedir. Genel itibariyle kısa vadeli fon arz ve talebin karşılaştığı piyasaya "para piyasası" denir. (IMKB, 2002: 2). Para piyasasının en karakteristik özelliği kısa vadeli fonlardan oluşmasıdır. Para piyasalarında vade genellikle bir yılı aşmaz. İşletmeler genellikle kısa süreli varlıklarının finansmanında, para piyasalarından faydalanır. Para piyasasının kendi içinde örgütlenmiş ve örgütlenmemiş para piyasası olarak da ayırımı yapılabilir. Örgütlenmemiş para piyasası örgütlenmiş bir bankalar sistemi olup, işletmelerin veya kısa süreli fon talep eden bireylerin nakit ihtiyaçları çoğunlukla ticari, bankalar tarafından karşılanmaktadır. Örgütlenmemiş para piyasaları ise, banka dışında kalan piyasalardır.

1.1.4. Sermaye Piyasası

Geniş anlamda Sermaye piyasası kavramı uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasayı ifade etmektedir. Ancak, çünkü sermaye piyasası kavramı örgütlenmiş finans sisteminin tümü için, kısa vadeli işlemlere konu olan para piyasası ile tahvil ve hisse senetleri gibi uzun vadeli yatırım araçlarının oluşturduğu piyasa içinde kullanılmaktadır. (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 57).

Dar anlamıyla ise sermaye piyasası tahvillerinin ve hisse senetlerinin alınıp satıldığı örgütlenmiş ve uzmanlaşmış piyasaları kapsamaktadır. Sermaye piyasası,

i. Yeni kurulan ya da sermaye artırımını yapan veya tahvil çıkaran hisse senetleriyle tahvillerin alınıp satıldığı birincil piyasa.

ii. Daha önce çıkarılmış bulunan tahvil ve hisse senetlerin alınıp satıldığı ikincil piyasa (menkul kıymetler borsası, tahvil ve bono piyasası) olarak bölümlenebilir.

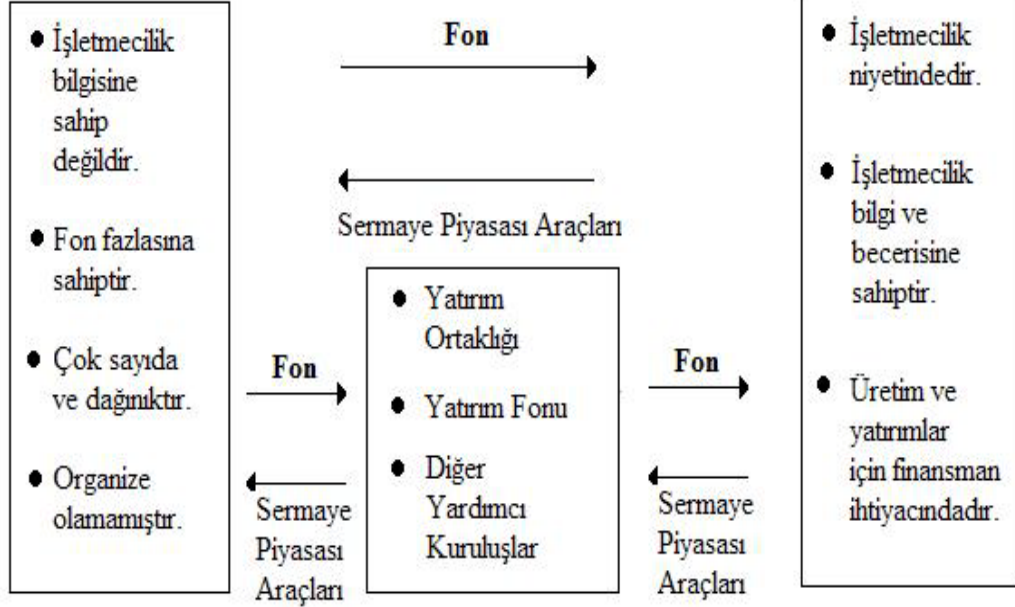
Ayrıca, Sermaye Piyasası Kanunu¹nda m.1' de sermaye piyasasına daha geniş bir tanımlama getirilmiş ve "yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve sermaye piyasası araçlarıyla aralarındaki fon akımını sağlayan aracı kurum ve bankalar, yatırım

¹ 2499 Sayılı Kanun (R.G. 24.07.1981, 17410).

ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan modern finansman sistemi şeklinde ele alınmıştır.” (Kocahanoğlu, 1993: 25).

TASARRUF SAHİPLERİ

EKONOMİK BİRİMLER



Şekil 1.2. Sermaye Piyasasının İşleyiş Mekanizması

KAYNAK: Cevdet Sarıkamış, Ali Ceylan, Nurhan Aydın ve Metin Coşkun, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 1581, Eskişehir, 2004, s. 4-5 ve IMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, IMKB yayınları, 17. Basım, Temmuz 2002, s. 3-4'dan uyarlanmıştır

Sermaye piyasasının temel işlevlerini üslenen borsaların kurulması ve başarılı performans sergilemeye devam edebilmesi için bazı koşullardan söz edilebilir. Bu koşullar bilhassa aşım spekülasyonun ve statik kalmanın önlenmesine yönelik olup, ekonomik kalkınma düzeyi ve modeline karşı duyarlıdırlar. Bu bağlamda, sermaye piyasasının yapısı ve gelişme koşulları aşağıda maddeleşmiştir (Uludağ, 1990: s. 335).

- i. İstikrarlı politik çevre ve ekonomik büyüme,
- ii. Özendirici tedbirlerin alınması,
- iii. Yeterli hisse senedi arz ve talebi,
- iv. Hisse senetleri için gerekli vergi ile ilgili teşvik ve özendirmelerin sağlanması,
- v. Yabancı yatırımcıların özendirilmesi,
- vi. Gelişmiş muhasebe ve denetim standartlarının tesis edilmesi,

1.1.5. Finansal Yatırım Araçları

Finansal pazarlama fon sunan özel ya da tüzel kişiler, kendi kullanım gereksinimleri üstünde kalan fonları, bu fonlara gereksinme duyan kişilere pazarda belirtilen bir fiyatla devretmekte ve belirli bir süre veya süresiz olarak bu fonlardan uzak kalmayı kabullenmektedirler. Fon sunulan diğer kişilere devrettikleri fonların karşılığında fon isteminde bulunanlardan bir belge almaktadırlar. Bu belgeye genel olarak “Menkul Kıymet” veya Finansal Varlık adı verilmektedir. (Sarıkamış, 1998: 17)

Finansal yatırım araçları, para ve sermaye piyasası araçları olarak sınıflandırılabilir. Sermaye piyasası araçları; menkul kıymetler ve menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraklardır. Bu evraklardan çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları sermaye piyasası araçları dışında tutulmuştur. (SPKn, m.3)

Ülkemizde mali piyasalardaki en önemli finansal araçlar olarak bankalar görülmektedir. Bu sebeple mevduat ve krediler en yaygın finansal araç olarak kabul edilmektedir. Bunun yanı sıra şirket borçlanma senetleri, banka bonoları, finansman bonoları, devlet borçlanma senetleri hisse senetleri ile son yıllarda türev enstrümanlara dayanan melez finansal varlıklar da mali araçlar olarak kabul edilmektedir. Menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kururca belirlenen kıymetli evraktır (SPKn m.3). Bu tanım kanun tekniği açısından zayıf ve bilimsel ölçülerden uzak bir tanım olarak görülebilir. Çünkü, bu tanımda yalnızca çeşitli menkul kıymetlerin bazı özellikleri bir diğerinin peşi sıra sıralanmakta ve de genel ve kapsamlı bir tanım yapmaktan uzak kalınmaktadır. (Ünal, 1997: 20). Bu özelliklere sahip menkul kıymetlere; hisse senetleri, tahviller, hazine bonoları, finansman bonoları, banka bonoları ve banka garantili, bonolar, kâr ve zarar ortaklığı belgeleri gibi belgeleri örnek verilebilir. Günümüzde kullanılan yatırım araçları aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır. Tablo 1.1’ de daha çok Türkiye’ de kullanılan finansal araçlar yer almakta olup, türev ve buna bağlı piyasalara ait araçlar yer almamıştır. Gelişmiş piyasalarda ağırlığın büyük kısmı ise türev piyasalardaki fon hareketlerinden oluşmaktadır.

Tablo 1.1. Günümüzde Kullanılan Yatırım Araçları

Yatırım Aracı Grubu	Yatırım Aracı Türü	İşlem Yapan Aracı Kurum	Organize Piyasa	
Faiz ve Faize dayalı Enstrümanlar	Mevduat	Banka	-	
	O/N	Banka	Interbank	
	Repo-ters repo	Banka	Aracı Kurum	İMKB Repo ve Ters Repo Pazarı
		Banka		
	Tahvil	Banka	Aracı Kurum	İMKB Tahvil ve Bono Pazarı
		Banka		
	Hazine Bonosu	Banka	Aracı Kurum	İMKB Tahvil Ve Bono Pazarı
		Banka		
Banka Bonosu	Banka	Aracı Kurum	-	
	Banka			
Finansman Bonosu	Banka	Aracı Kurum	-	
	Banka			
Altın ve Altına Dayalı Enstrümanlar	Altın	Banka+AK+YF	İstanbul Altın Borsası	
	Altın Depo Hesabı	Banka		
Döviz ve Döviz Dayalı Enstrümanlar	Döviz	Banka	TCMB	
		Yetkili Müessese	Döviz ve Efektif Piyasası	
	Döviz Endeksli Tahvil	Banka	İMKB Tahvil ve Bono Aracı Kurum Pazarı	
Gayrimenkul ve Gayri menkule Dayalı Enstrümanlar	Konut Sertifikası	Banka	İMKB	
	Gayrimenkul Sertifikası	Banka Gayrimenkul Y. 0.	Pazar Henüz Oluşturulmadı	
Portföy ve Portföye Dayalı Enstrümanlar	Katılma Belgesi	Banka		
		Aracı Kurum	İMKB	
		Yatırım Fonu		
	Bireysel Portföy	Banka Aracı Kurum		
Yatırım Hesabı	Banka			
Bir Ekonomik Değere Dayalı Enstrümanlar	Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)	Banka		
		Genel Finans Ortaklığı		
	Vadeli İşlem Sözleşmesi	Banka Aracı Kurum	İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası	
Ortaklık Hakkı Taniyan Enstrümanlar	Hisse Senedi	Banka		
		Aracı Kurum	İMKB	
		Risk Sermayesi Y.O.		
	OYHS	Banka Aracı Kurum		
Kâr ve Gelir Ortaklığına Dayalı Enstrümanlar	KOB	Banka		
		Aracı Kurum	İMKB	
	Gelir Ortaklığı Senedi	Banka		
		Aracı Kurum	İMKB	
	KİS	Banka		
		Aracı Kurum	İMKB	
KİT	Banka Aracı Kurum	İMKB		

Kaynak: Mehmet Şükrü Tekbaş, Banka ve Sigorta Sektörü ile Sermaye Piyasasında Aracıların Rolü, Tebliğ, Prof. İsmail Türk'e Armağan, SPK, Yayın No: 54, Ankara, 1996, s. 173-174.

1.2. PİYASADA İŞLEM GÖREN FİNANSAL VARLIĞIN İŞLEM DURUMUNA GÖRE SERMAYE PİYASASI ÇEŞİTLERİ

Piyasada işlem gören finansal varlığın işlem durumuna göre sermaye piyasası çeşitleri birincil piyasalar ve ikincil piyasalar olmak üzere aşağıda ele alınmaktadır.

1.2.1. Birincil Piyasalar

Birinci el piyasalar, hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetleri ihraç eden şirketler ile tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya ya da bir aracı kuruluş aracılığıyla karşılaştıkları piyasalardır. Başka bir deyiş ile birinci el piyasa, hisse senetleri ve tahvil gibi sermaye piyasası araçlarının ilk kez sürülüp “ihraç” tan alındığı piyasadır. İhraççı, menkul kıymetlerini halka arz eden bir şirket olabileceği gibi şirket adına hareket eden bir aracı kuruluş da olabilir (Karayel, 1994: 9). Burada ihraççı ile tasarruf sahibinin menkul kıymetin doğrudan doğruya ve ilk sürümde birbirleri ile karşılaşmış olmaları durumu söz konusudur.

Sermaye piyasasının birinci pazarı durumundaki alıcı ile satıcı, ya da onlar adına hareket eden yetkililerin bir araya geldikleri yerler olan borsaların çeşitli fonksiyonlarından söz etmek mümkündür. Borsada, Tasarruflar ya doğrudan bireyler tarafından finansal varlık satın alımı için sunulur ya da bu sunuş sigorta ortaklıkları ve emeklilik ve de diğer sosyal içerikli fonlar, para ve kredi kurumları aracılığı ile dolaylı olarak yapılmaktadır. Aynı şekilde bu fonlar sermaye piyasasına sunulduğunda bu sunum işletmeler, bireyler ya da devlet tarafından ihraç edilen finansal varlıkların edinilmesine yönelik işlemleri de kapsayarak bu fonları talep edenlere hazır hale getirir (Uludağ, 1990: 326).

Birincil piyasadaki, menkul kıymetin fiyatının gerçekçi olarak belirlenmesinde de aracı kuruluşların rolü büyüktür. Fiyatın yanlış olarak tespit edilmesi durumunda firmaların halka açılmak suretiyle tasarruf sahiplerinden talep ettikleri finansal kaynaklar yetersiz kalacak ve firmalar bu süreç sonunda tatmin sağlayamayacaklardır. Dolayısıyla menkul kıymet değerlemesi ve fiyatlaması birincil piyasadaki tüm aktörler için çok önem taşımaktadır.

Aracı kurumların rolü, kattıkları değer açısından birinci el piyasalarında önemlidir. Şirketler, menkul kıymetleri doğrudan doğruya halka arz edebilir ve

komisyon ödemeyeceği için de ihraç masraflarını düşürebilirler. Ancak şirketler aynı zamanda geniş müşteri kitlesine ulaşamama ve sermaye piyasası araçlarını istenilen süre ve miktarda satamama riski ile de karşılaşır. Böylece ihraççı şirketlerin, bir taraftan bu tür riskleri ortadan kaldırmak, diğer taraftan uzmanlaşmış bir kuruluşun teknik ve pazarlama imkânlarından faydalanmak istemeleri, bir aracı kuruluş hizmetinin tercih edilmesine yol açar. İhraççı şirketlerin, sermaye piyasası araçlarının halka arzında, aracı kuruluşların kattıkları değerlerden bazıları aşağıda özetlenerek genel olarak ele alınmaktadır (Karşlı, 2003: 25-29):

a. Hızlı Nakit Girişi: Halka arzın aracı kuruluşlar tarafından yapılması şirketlere daha hızlı nakit girişi sağlamaktadır. Aracılığın aracılık yüklenimi ile yapılması satılmama riskini özellikle azaltmaktadır. Aracılık yükleniminde satılmayan sermaye piyasası araçlarının aracı kuruluşlar tarafından satın alınması ile hem şirketin yatırım planları için gerekli finansman sağlanmakta, hem de şirket kasasına hızlı nakit girişi sağlanmaktadır.

b. Kapsam Genişliği ve Güvenirliliği: Aracı kuruluşlar ile sermaye piyasası araçlarının geniş halk kitlesine yayılması sağlanır. Ayrıca sermayenin belirli kişiler elinde toplanması engellenerek şirket yönetiminin değişim riski azalmış olur.

c. Uzmanlık: Aracı kuruluşlar, özellikle sermaye piyasası araçlarının seçimi, fiyatlandırılması, satış zamanlamasını yapmak gibi konularda doğru kararlar verilmesinde fon talep eden işletmelere bilgi ve deneyimleri ile yardımcı olurlar.

d. İtibar ve Kredibilite: Piyasaya yeni girecek işletmeler, aracı kuruluşun iyi ismi ve itibarı ölçüsünde sermaye piyasası araçlarının halka arzında başarı kazanırlar.

1.2.2. İkincil Piyasalar

Genel anlamı ile daha önceden çıkarılmış yani ihraç edilmiş menkul değerlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının alım-satımının gerçekleştiği piyasalardır. İkincil piyasa, menkul kıymetlerin nakde ve nakit benzeri varlıklara çevrilmesini sağlayan piyasalardır. Bu piyasaların en önemli kurumları menkul kıymet borsaları ve finansal aracı kuruluşlardır.

İkincil piyasalar, birincil piyasalara kıyasla daha fazla alternatif sunmaktadır.

Bu nedenle ikincil piyasalar yatırım yapan kişi ve kuruluşlara, yatırım araçlarının risk ve getiri yapısında meydana gelen gelişmeler doğrultusunda yatırım portföylerini sürekli takip etme ve gerektiği zamanlarda gerekli değişiklikleri yapabilme imkânı sağlamaktadır. İkincil piyasa menkul kıymetlerin likiditesini arttırarak birincil piyasaya talep yaratır (IMKB, 2002: 3).

Birincil piyasa daha çok sermaye piyasası yaklaşımı ile, ikincil piyasa ise menkul kıymetler piyasası yaklaşımı ile çalışır. Birincil piyasada uzun vadeli fonların tasarruf sahibinden oto finansman amacı ile firmalara intikali söz konusudur ve birincil piyasada yapılan tahvil ve hisse senedi satışları sonucunda işletmeye yeni sermaye girer. Buna karşın, ikincil piyasada el değiştiren menkul kıymetlerden sağlanan fonların bunları çıkaran şirketlerle ilgisi yoktur.

Birincil piyasada bir menkul kıymet bir kez el değiştirirken, ikincil piyasadaki alım satımında sınır yoktur. İkincil piyasadaki alım-satım olanakları (likidite, ulaşılabilirlik, yükümlülüklerin yerine zamanında getirilmesi gibi) birincil piyasayı da doğrudan etkiler. İkincil piyasada alım- satım gücü çekebileceği öngörülen menkul kıymetin birincil piyasa işlemleri de sınırlı kalabilir.

İkincil piyasanın sermaye piyasası araçlarına iki önemli katkısı vardır. Bunlardan ilki, sermaye piyasası araçlarının kolaylıkla alınıp satılabilmesi ve nakde çevrilebilmesi ile sermaye piyasası araçlarına “likidite özelliği” kazandırılmasıdır (Büker ve Bayar, 2000: 345).

Likiditenin yükseltilmesi ise, aracı kurumların etkinliklerine ve işlemlerin yoğunluğuna bağlıdır. Şirketlerin ihraç edecekleri yeni sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının belirlenmesinde “fiyat belirleyici” görevini aracı kurumlar üstlenmektedir. İkincil piyasadaki yüksek fiyatlı menkul kıymet, yeni ihraçlar için bir kıstas olacak ve yüksek fiyatla satılması sağlanacaktır. Sonuçta şirketlerin temin etmeye çalıştığı sermaye miktarı artacaktır. Birincil piyasada bir menkul kıymet bir kez el değiştirirken, ikincil piyasadaki alım satımların bir sınırı yoktur. Satış gelirleri ise yatırımcıdan yatırımcıya gider. Dolayısıyla işletmelere fon sağlayan asıl kaynak birincil piyasalardır (Sarıkamış, Ceylan, Aydın ve Coşkun, 2004: 5).

1.3. ÖRGÜTLENMİŞ BİÇİMİNE GÖRE SERMAYE PİYASASI ÇEŞİTLERİ

Örgütlenmiş biçimine göre sermaye piyasası çeşitleri organize sermaye piyasası ve organize olmamış sermaye piyasası olmak üzere iki başlık altında aşağıda ele alınmaktadır.

1.3.1. Organize Sermaye Piyasası

Belirli bir yerde belli bir kurallar manzumesi içinde, finansal varlıkların el değiştirdiği piyasalardır. Organize piyasalara en iyi örnek menkul kıymetler borsalarıdır. Söz konusu piyasalarda kişiler doğrudan menkul kıymet alım satımı yapamazlar. Alım-satım işlemleri için borsa üyesi aracı kurumların kullanılması zorunludur. Bu işlemler belli kurallara göre borsa gözetimi altında yapılır.

Ülkemizde menkul kıymet ve türevlerine ait iki borsası faaliyetini sürdürmektedir. Birincisi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası diğeri İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasıdır.

Organize olmuş sermaye piyasasının birçok yararı vardır. Örneğin menkul kıymetler ile ilgili bilgiler, yatırımlar tarafından kolay ve doğru bir şekilde elde edilebilir. Böylece yatırımcılar açısından satın al-sat şeklindeki emir verme işlemleri de kolaylaşır. Öte yandan, bu piyasada menkul kıymetleri satılan işletmelerin fon maliyeti de düşer. Bunun yanında, menkul kıymetler istenildiğinde paraya dönüştürülebilmektedir. Organize piyasaların en önemli fonksiyonu ise, borsanın kuruluş düzenlemesinde belirtildiği üzere, menkul kıymet alım ve satımı için devamlı bir pazar oluşturmaktır. Devamlı pazar oluşturma fonksiyonu menkul kıymet pazarındaki aktörlerin her an likide dönme şansını arttırır. Böylece her hangi bir borçlanma senedi sahibi, elinde bulundurduğu bu borçlanma senedini vade sonuna veya hisse senedi sahibi hisse senedini belirsiz bir tarihe kadar tutmak zorunda kalmaz.

Organize olmuş sermaye piyasası, kayıtlı menkul kıymetler için, iyi organize edilmiş bir açık arttırma olanağı sağlar. Satıcı mümkün olan en iyi yüksek fiyatla satmayı, alıcı ise mümkün olan en düşük fiyatla almayı amaçlar. Özetle, her iki tarafın amacı gerçekleştiğinde, alım satım işlemi tamamlanmış olur.

Organize piyasaların en tipik örneği olan borsalarda şeffaflık, bilgi alışverişi

doğruluk ve güven unsurlarının esas alındığı görülmektedir. Uygulamada düzenleyici otorite ve organize piyasa sunucusu bunları sağlayacak düzenlemeler yaparlar. Bu da işlemlerin sağlığı ve alıcı-satıcıların güvenliğini arttırıcı bir unsurdur.

Borsaların diğer bir fonksiyonu da fiyatların standardizasyonunu ve kitle iletişim araçlarıyla yayımına ilişkin kolaylık sağlamasıdır. Organize piyasalar gelecekteki sosyal ve ekonomik olayları çalıştıklarından bir tür ekonomik barometre olarak da değerlendirilebilirler.

1.3.2. Organize Olmamış Sermaye Piyasaları

Menkul kıymet alım ve satımında belirli bir mekânın, belirli kural ve düzenlemelerin olmadığı piyasalardır. (Sarıkamış, Ceylan, Aydın ve Coşkun, 2004:6).

Tezgâh üstü piyasalar olarak da adlandırabilecek bu yapının en büyük özelliği herhangi bir düzenleyici kurumun gözetiminde işlemlerin yapılmamasıdır.

Diğer bir ifadeyle, menkul kıymetlerini borsaya kayıt ettirmemiş veya ettirememiş kamu ve özel sektör işlemlerine ait menkul kıymetlerin alınıp satıldığı yerler organize olmamış sermaye piyasaları olarak tanımlanır. Borsaya kayıtlı olmayan menkul kıymetler bu piyasalarda işlem görmektedir. Organize piyasalarda işlemlerin şeffaf ve katılımcıların bilgisi dâhilinde olmasına karşın, organize olmayan piyasalarda işlemlerin sadece işlemi gerçekleştiren taraflarca bilinmesi söz konusudur (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 16).

Yatırımcılar, işlemde buldukları sermaye piyasaları ister organize olmuş ister olmamış olsun, menkul kıymetlerinin analizini iyi yapmalıdırlar. Organize olmamış sermaye piyasasının temel fonksiyonu tıpkı organize olmuş sermaye piyasalarında olduğu gibi, yatırımlar için menkul kıymet değişimini sağlamaktır.

Organize olmamış sermaye piyasasındaki komisyoncu satıcılar, müşterilerine veya birbirlerine menkul kıymetleri telefon, faks, telgraf veya bilgisayarlar aracılığıyla alıp satarlar. Böylece menkul kıymet fiyatları borsadaki açık arttırma yerine, alıcı ve satıcıların pazarlığı ile oluşur (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 16).

1.4. PARA VE SERMAYE PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Geniş anlamıyla bakıldığında sermaye piyasası kavramı para piyasalarını da kapsamaktadır. Bu durumda gerek kredi arzı, gerekse kredi talebi para piyasasından sermaye piyasasına ya da sermaye piyasasından para piyasasına kolayca kayabilir. Faiz oranları ise iki piyasa arasındaki katalizör olarak fon miktarı ve hızını ayarlamaktadır.

Ekonomide yaratılan varlıklar bireylerin seçimlerine göre oluşmaktadır. Üretilen tüm mallar bu seçimlerin sonucudur. İşletmeler, söz konusu seçimi tahmin ederek yatırıma yönelirler ve bu yatırım sonucu belli malları üretirler. Bu üretim ve yatırım faaliyeti çok büyük fonları gerekli kıldığından, işletmeler kendi olanakları ile yatırım yapma imkânına sahip olmayabilirler. Böylece bireylere finansal piyasalar aracılığıyla işletmeler tarafından parasal yarar sağlayacak finansal varlıklar sunulmakta, bu şekilde işletmeler bireyler için üretecekleri malları gene bireyin tasarrufu ile üretmektedir (Gönenli, 1991:473).

Yukarıda ifade edilen üretim-yatırım döngüsü için, fon arz edenler kendi yatırım politikalarını ve elde etmeyi umdukları gelire bağlı olarak yatırabilir fonları bu piyasalardan birine veya ikisine de yönlendirerek kar elde etmeyi umarlar. Fon talep edenler de ihtiyaç duydukları kredi türüne, vadesine göre de her iki piyasayı da kullanarak borçlanırlar. Mali piyasaların önemli aktörlerinden bankalar da, finansal aracılık özelliklerini hem para, hem de sermaye piyasasında kullanabilirler.

1.5. FİNANSAL PİYASANIN EKONOMİYE ETKİLERİ VE ÖNEMİ

Mali piyasaların gelişebilmesi ve fon arz edenler ile fon kullananların farklılaşan tercihlerine cevap verilebilmesi için mali araçların çeşitlendirilmesi gerekmektedir.

Bir ekonomide finansal piyasaların, ya da mali kesimin gelişmesinin ekonomiye sağlayacağı belli başlı yararlar aşağıdaki başlıklar altında toplanabilir (Karayel, 1994: 11-13; Karşlı, 2003:26-27).

1.5.1. Vade Ayarlamaları

Fon sunanlar ve fon talep edenler için gelişmiş bir mali ortamda, bunlardan yararlananlar için alternatif piyasalar ve kaynaklar ortaya çıkar fon sunanlar bu fonlarını, kendilerine göre farklı ölçütlerle, kısa, orta veya uzun vadeli değerlendirmek isterken yine kısa, orta veya uzun vadeli fon talep edenler de mevcuttur.

Gelişmiş ekonomilerde, çok miktarda fon sunan ve talep eden çeşitli kurum ve araçlarla karşı karşıya gelerek istenilen miktarda vade ayarlamasına olanak sağlarlar. Vade ayarlaması etkin yapılabildiği ekonomilerde yatırım-üretim kar döngüsü de daha rasyonel biçimde belirlenebilir. Vade ayarlaması yalnızca üretime dayalı sektörlerle değil aynı zamanda finansal sektördeki aktörler için de hayati önem taşır. Borç-alacak ilişkilerinin yönetiminde etkin rol oynar.

1.5.2. Miktar Ayarlamaları

Etkin çalışan finansal piyasalar aslında dağınık olarak bulunan pek çok küçük tasarruflar için de bir havuz oluşturur. Bu finansal havuzda biriken fonların ölçek olarak büyümeleri sayesinde tek başlarına yatırım yapmaya yeterli olmayacak boyuttaki fonların birleşerek daha etkin yerlerde verimli kullanılmasını sağlar.

Sanayileşmemiş tarım ve ticaret ekonomilerinde firmaların fon gereksinimleri sınırlıdır ve bu gereksinimler girişimci tarafından sağlanan öz kaynak fonları ile karşılanır veya para pazarından sağlanan kısa süreli fonlar yeterli olabilir. Fakat ekonomik gelişme ilerledikçe bir taraftan yatırımcı ekonomik ünitelerin boyutları büyür ve buna bağlı fon gereksinimleri de girişimci tarafından karşılanamaz olur. Bu gibi durumlarda da fon miktarı bireysel olarak küçük ama etkin çalışan bir finansal piyasadan farklı araçlar kullanarak fon talebi hem ilgili işletmeleri büyütür, hem de fon sahiplerini ekonomide etkinleştirir (Sarıkamış, 1998: 19).

1.5.3. Gelir ve Refah Artışına Katkı

Gelişmiş bir mali piyasa kaynakların en verimli bir biçimde dağıtımını, sağlayabilir. Fertlerin düşük verimli yatırımlar yapmaları yerine, kaynakların kurumsal yatırımcıların eline geçerek, yüksek verimli yatırımlarda değerlendirilmesi

milli gelir ve refah artışına katkı sağlayacaktır.

Fon fazlasıyla doğru yatırım kararları alabilen serbest piyasa ekonomisi içindeki finansal piyasa bu sayede içinde bulunduğu ekonomiyi büyüten buna bağlı refah seviyesini de arttıran bir yapı olur.

1.5.4. Rekabet Artışı

Finansal piyasaların gelişmesi, finansal kurumlar arasında, menkul kıymetler arasında, yönetim, değerlendirme, müşteri hizmetleri, yatırım danışmanlığı gibi çeşitli fonksiyonlar arasında da rekabeti arttıracaktır. Bu unsurun gerçekleşebilmesi için rekabeti kısıtlayıcı kurumsal veya yasal engellerin de bulunmaması gerekir.

Rekabet sonucu, piyasa faiz oranının reel büyüklüklere göre belirlenmesi şansı artarken, tasarrufların kazandığı faiz oranıyla kredi faiz oranı arasındaki, diğer bir deyişle fon arz edenlerin sağladığı kazanç oranıyla, fon kullanım maliyeti arasındaki fark giderek kapanacaktır.

1.5.5. Risk Ayarlamaları

Gelişmiş mali piyasalarda, risk bakımından farklılıklar gösteren çeşitli mali araçlar bulunacaktır. Böylece yatırımcılar risk tercihlerine göre istedikleri mali araca yatırım yapabileceklerdir. İyi çalışan bir mali piyasada risk ile getiri arasında doğru ilişki bulunmalı, daha yüksek riskin karşılığı, daha yüksek getiri olmalıdır. Ancak, yüksek kazanç için daha fazla risk göze alındığında, yüksek kazanç kadar yüksek zarara da uğranabileceği kabul edilmelidir. Riskten kaçmak sadece mali piyasa aktörleri için önemli olmayıp, reel sektör işletmeleri içinde önemlidir (Döviz ve vade riski gibi).

1.5.6. Üretici Sektörlerde Ekonomi Ölçeğinin Yükseltilmesi

Finans kesimine akan birikimler ile sanayi kesimi arasında etkin işleyen kanalların kurulmasıyla, sanayi kesiminde büyük ölçekli sermaye şirketlerinin doğup büyümesine olanak verilir. Fon kaynaklarının, finansal araçlar tarafında doğru ve yerinde ihtiyaç sahiplerine aktarılması ve bu fonların rasyonel kullanılması durumunda makroekonomik olarak da ilgili ekonomi hızla büyüyecektir. Bunun en basit yansıması ise milli gelirin artışı olarak ekonomiye yansımaktadır.

1.5.7. Mülkiyetin Yayılmasının ve Dengeli Gelir Dağılımı Sağlanması

Özellikle sermaye piyasasının gelişmesi ve küçük tasarruf sahiplerinin hisse senetlerine yatırım yaparak endüstriyel işletmelere ortak olması hem mülkiyetin yayılmasına olanak sağlayacak, hem de küçük tasarrufların kar payı geliri elde etmesiyle gelir dağılımında göreceli bir düzelme sağlanabilmesi mümkün olacaktır (Bolak, 1991: 8). Özellikle sermayenin tabana yayılarak daha çok kişinin bu olanakta yararlanması gelir artırıcı bir etki yaratmakla birlikte, mali piyasaların derinleşmesini de sağlayacaktır.

1.6. TÜRK SERMAYE PİYASASINDA ARACI KURUMLARIN TARİHSEL GELİŞİMİ

Sermaye piyasasında aracı kurumların yeri ve önemi tarihsel bir perspektif içerisinde ele alınarak başlanılmaktadır. Aracılığın ve aracılık kurumunun işlendiği bu bölümde aracı kuruluşların fonksiyonları, kuruluş ve işleyiş şekilleri üzerinde durulmaktadır. Dünyada, özellikle İngiltere'deki, Hollanda'daki ve İngilizlerin Doğu Hindistan' da ki şirketlerinden East India Companies gibi işletmelerin endüstri devriminden önce 19. Yüzyılda sermaye piyasalarını evrimleştirmeye başlamıştır. Bu evrimleşmede banka kredileri, ticaret kredileri önem kazanmıştır. Daha sonraki yıllarda Amerika'da iç savaş sonrası demir yollarının inşaatların da eyalet borçlanma senetleri ve buna bağlı enstrümanlar kullanılmıştır. Dünyadaki gelişmelere paralel olarak, Türk sermaye piyasasının ve aracı kurumların tarihsel gelişimi de izleyen bölümlerde ele alınmaktadır.

1.6.1 Osmanlı Dönemi

Türkiye'de sermaye piyasasının ortaya çıkışı ve gelişmesi, batıdaki sermaye piyasalarından farklı dönemlerde ve farklı şartlarda olmuştur. Batıda sanayi devrimi ile piyasalara dönük kütle üretimi artmıştır. Sonuçta da anonim ortaklıkların kurulmasıyla halka açılmalar sağlanmış, toplanan sermayeler ile büyük şirketler meydana getirilmiştir. Böylece sermaye yığılımı, firmaların büyümeleri, fon arz ve talepleri önemli boyutlara ulaşmıştır. Sanayi devrimi sonrası kıta Avrupa'sında yaşanan bu süreçle gelişme daha da hızlanarak atıl fonların üretime kayması sağlanmıştır Ülkemizde ise sermaye piyasası oluşumunda fon talebi, batıdaki gibi üretim için olmayıp, Osmanlı hazinesinin ihtiyaçlarını karşılamada kendini

göstermiştir. Borç veren borç alan ilişkisi sanayi ve üretim için olmayıp genel anlamıyla savaşların finansmanı için kullanılmıştır. Osmanlı İmparatorluğunda yeterli sayıda şirketin bulunmaması ve olan şirketlerin tamamının yabancı sermayeli olması sermaye piyasası faaliyetlerinin gelişmemesinin en önemli nedenlerindendir (Fertekligil, 2000: 99).

Tablo 2.1, Türkiye'de sermaye piyasasının Osmanlı döneminde ki tarihi seyirini kısaca göstermektedir:

Tablo 2.1. Sermaye Piyasasının Osmanlı Dönemi Gelişimi Tarih Çizelgesi

Tarih	Gerçekleşen Olaylar
1844	Hazine bonosu piyasaya sürüldü.
1847	İstanbul Bankası ve sonrasında Osmanlı Bankası kuruldu.
1854	Kırım savaşı sonrasında ilk defa Osmanlı dış borçlanması yapıldı.
1866	Avrupa'nın sayılı borsaları arasında yer almış olan ilk resmi borsa Dersaadet Tahvilat Borsası İstanbul'da kuruldu ve denetim için Borsa Komiserliği oluşturuldu.
1881	Muharrem Kararnamesi ile Duyun-u Umumiye kuruldu.
1906	Esham ve Tahvilat Borsası Nizamnamesi yürürlüğe girdi.
1914	I. Dünya Savaşı ile borsa kapatıldı.
1918	Tekrar açılan borsa, azınlıkların Osmanlı mülkünü ele geçirmek için yaptıkları siyasi oyunlara sahne oldu.

Kaynak: Çağlar Manavgat, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1988, s. 4-6'dan; ve İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınlan, 17. Basım, İstanbul, 2002, s. 4.

1.6.2. Cumhuriyet Dönemi ve Bankerler Olayı

Cumhuriyetin 1923'te ilanından sonra bir kararname ile Rum azınlığın hâkimiyetinde olan borsada işlem yapacak kişi ve kurumların Türk vatandaşı olması zorunluluğu getirilmiştir. 1929 dünya ekonomik krizi ile batılı ülkelerin finansal piyasaları önemli sarsıntılar geçirmiş ve birçok ülkenin borsası ya kapatılmış ya da fiilen işlemez duruma gelmiştir. Ülkemizde ise, bu krizin etkilerinin en aza indirilmesi için bir dizi tedbir alınmıştır. 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu çıkartılmış ve borsa denetimi Maliye Bakanlığına verilmiştir. Fakat çıkartılan bu kanun, Maliye Bakanlığının ilgisizliği ve dünya borsalarındaki gelişmeleri takip etmemesi ile istenilen ölçüde amacına ulaşmamıştır (Fertekligil, 2000: 199-200).

1960'lı yıllarda Türkiye'de sermaye piyasasını oluşturma yolunda bir dizi reform çalışmaları yapılmış, fakat bu dönemde eğilim, mevduat toplamaya yönelik olmuş, gerçek anlamda sermaye piyasası kuruluşları olan aracı kurumlar ortaya konamamıştır (Manavgat, 1988:7-8).

Özellikle 1970'den itibaren ülkemizde yaşanan sürekli enflasyon küçük birikimlerin yöneldiği yatırım alanlarının getirilerini reel olarak azaltmıştır. Tasarruf eğiliminin yeterince yükseltilememesi üretken yatırımlara aktarılacak fonları daha da sınırlandırmıştır. Nitekim enflasyon, tasarrufa gidebilecek tutarların enflasyondan zarar görmeyen gayrimenkul, altın ve çeşitli dayanıklı tüketim mallarına yönelmesine neden olmuştur. Yatırım araçlarının ve kurumsal yatırımcının azlığı, mali araçların çok kısır vade, miktar ve risk ayarlamalarının yapılamaması, genel ekonomik şartların ağırlığı fon fazlası olan kişi veya kurumları da batılı anlamda yatırım aracı olarak kabul edilemeyecek, araba, buzdolabı, televizyon gibi tüketim mallarına olan talebi arttırmıştır (Ünal, 1995: 147).

Bu ortam içerisinde, sermaye piyasasının aracı kurumları, asıl fonksiyonları olan menkul kıymetler alım-satımı yerine menkul kıymet karşılığında kısa vadeli mevduat toplayıp borç vermeye, yani para ticaretine başlamışlardır. Enflasyonun etkisiyle ağırlaşan finansman güçlükleri ile bazı sanayi kuruluşları kendi banka kuruluşlarını oluşturmuş, bazı sanayi kuruluşları da mevcut bankerler aracılığıyla menkul kıymet satarak iç finansman ihtiyaçlarını karşılamışlardır. Bu gelişmeler sonunda da bankacılık sistemine karşı daha esnek yapıda çalışan bir bankerlik sistemi ortaya çıkmıştır (Fertekliçil, 2000: 199-200).

Banker piyasasındaki gelişmenin doruk noktasına ulaştığı dönem 1980-1981 yılları olmuştur. Aylık %10 ile 12'yi bulan faiz getirisinin cazibesine kapılan bir kısım tasarruf sahipleri, birikimlerini bu alanda sayısı hızla artan banker kuruluşlarına aktarmıştır. Faiz hadlerinin serbest bırakılması ile de bankerlerle beraber bankalar da yüksek faiz politikasına belirli bir oranda katılmış ve aralarında lüzumsuz bir faiz yarışı başlamıştır. Sonuçta da banker kuruluşları daha fazla faiz vererek tasarrufların dağılım dengesini kendi lehlerine döndürmüşlerdir. Ayrıca bankalar, tahakkuk ettirdikleri her türlü faize, banka ve sigorta muameleleri vergisi ve stopaj kesintisi yapmakta, sonra kalan net faiz gelirini tasarruf sahibine aktarmaktadır. Faizlerden yapılan bu kesintiler ise, herhangi bir hukukî ve malî

yükümlülüğü olmayan bankerler lehine sonuç doğurmuş ve tasarrufçuların tercihine yol açmıştır. Böylece hızla gelişen bankerlik faaliyeti iyice çığırından çıkmış ve tasarrufçuların anapara ve faizleri geri ödenemez duruma gelmiştir. Saadet zincirini andıran bu sistemde yeni kaynak girişin azalması, önceden fon yatırımcıların parasının da bu yolla ödenmesi sonucu yatırımcılar yatırdıkları fonları geri alamaz olmuşlardır (Aran, 1994: 13). Bankerler, sermaye piyasasının kontrolsüzlüğü ile 1981 yılı sonlarına doğru teker teker iflas etmiştir. Sonuçta da halkın bu piyasadaki aracı kuruluşlara ve menkul kıymetlere olan güveni önemli ölçüde sarsılmış ve sonuçları itibariyle bankacılık sistemini de etkileyen bir güvensizlik ortamı oluşmuştur.

1.6.3. Sermaye Piyasası Kurulunun Kurulması ve Sonrası

Ülkemizde 1980 ve 1981 yıllarında mali piyasaları sarsan banker olayından sonra 30.07.1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan 2499 sayılı SPK ile sermaye piyasasına yönelik ilk düzenlemeler yapılmıştır. Bu kanun ile piyasaların oluşturulmasına yönelik düzenlemelerin temeli atılmıştır. Bu çerçevede; IMKB kurulmuş, birinci el, ikinci el piyasa işlemleri yapabilecek kurumlar ile bunların faaliyet alanları ve yetkileri düzenlenmiş, sermaye piyasası araçları ile birincil menkul kıymet ihraçları, bunların usul ve şekilleri belirlenmiş, bağımsız denetim şirketleri düzenlenmiş, SPKn'na tabi ortaklıkların uyacakları mali tablo, rapor ve muhasebe standartları belirlenerek yürürlüğe konmuştur (Taşkiran ve Erkan, 1995: 163).

SPKn'nun yürürlüğe girmesinden sonra, aracı kuruluşların hizmet kalitesinde gelişme ve profesyonelleşme gözlemlenmiştir. Araştırma faaliyetlerine, yeni mali tekniklerle, yatırımcılara ve şirketlere yeni imkânlar sağlanmasına önem verilmiştir. 2499 Sayılı SPK ile sermaye piyasası hızlı bir gelişim ve değişim sürecine girmesine rağmen, mevcut düzenlemeler bu gelişmelere ayak uydurmakta yetersiz kalmıştır. Bu yetersizliği gidermek ve piyasanın gelişmesinden doğan yeni ihtiyaçları karşılamak için, 23.04.1992 tarihinde 3794 sayılı kanun yürürlüğe girmiştir.

Kanun değişikliği ile getirilen en önemli yenilik izin sisteminden kayıtlı sermaye sistemine geçilmesi olmuştur. Getirilen diğer yenilikler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

a. Takas ve satın alma ortaklıkları, yatırım danışmanlığı ortaklıkları, portföy yönetim ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumlar,

b. Varlığa dayalı menkul kıymetler, vadeli işlem sözleşmeleri gibi yeni araçlar,

c. Sermaye piyasasının geliştirilmesi ve etkinliğinin artırılması için yapılan sermaye piyasası faaliyetleri, kurumları ve araçlarının çeşitlendirilmesi ile ilgili yeni düzenlemeler,

d. Aracılık yüklenimi kapsamının genişletilmesi, düzenlenecek mali tablo ve raporların standartlaştırılması ve bağımsız denetim şirketlerince denetime tabi tutulması gibi, yatırımcının korunması ve kamunun aydınlatılması konularında düzenlemeler.

İMKB'nin 26.Aralık.1985 tarihinde kurulmasıyla örgütlü hale gelen ikinci el piyasalar, günümüze kadar oldukça önemli bir gelişme göstermiş ve Türk finans piyasaları yeni bir boyut kazanmıştır. Yeni olmasına rağmen aracı kurumların sayıları 1986 yılı sonunda 11 olmuştur. Bankaların da aracı kurum kurmaları sonucu bu sayı, Haziran.1999 tarihi itibarıyla 141 iken 2005 yılı sonu itibarıyla 30'u ticari banka, 11'i kalkınma ve yatırım bankası, 32'si banka kökenli, 69'u da banka kökenli olmayan olarak bu sayı toplam 101'e düşmüştür. 1999'dan bu yana sayı olarak düşüşün en önemli nedeni 2001 krizi ile ödeme güçlüğüne düşen bazı aracı kurumların faaliyetlerine son vermesi ve bazı aracı kurumların birleşmesi olarak görülebilir. Sermaye ve para piyasasının gelişmişliğine bakarak bu sayının daha da azalacağı düşünülebilir.

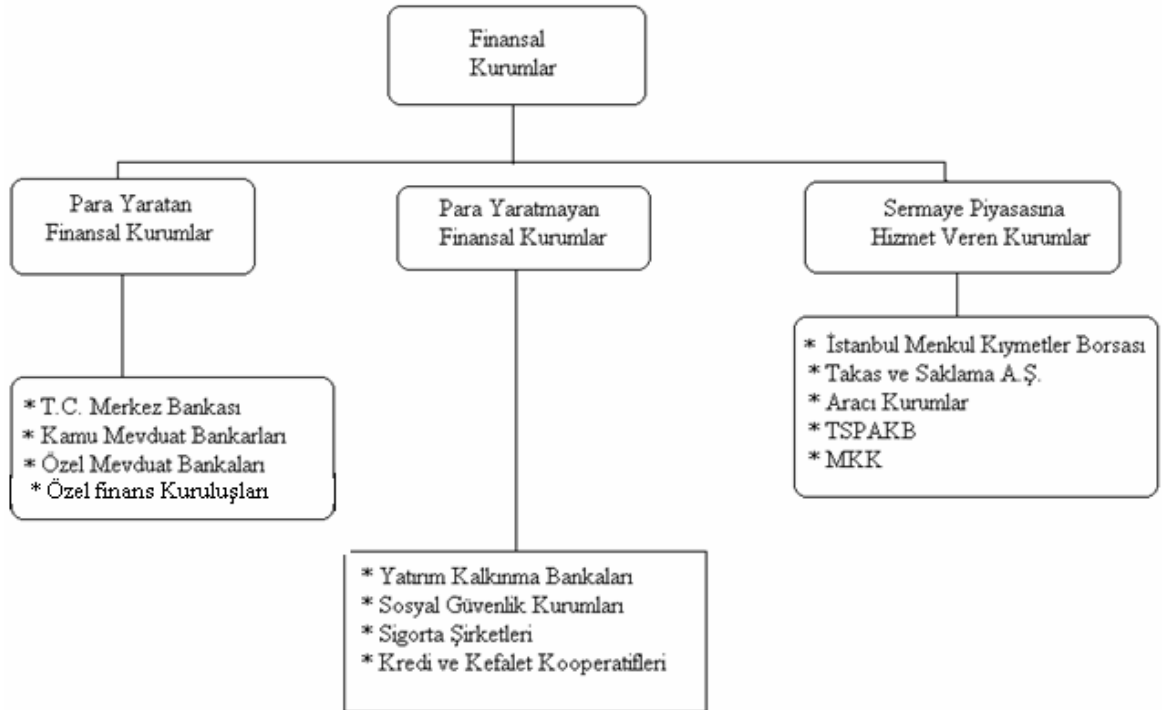
İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KURUMLAR VE ARACILIK

Bu bölümünde mali sistem içindeki finansal kurumların görev ve tanımları, fon kaynak ve arz edenler arasındaki köprü görevi, bunun ekonomik yansımaları ile sermaye piyasalarındaki sonuçlarını anlatılmaktadır.

2.1. FİNANSAL KURUMLAR

Fon arz edenlerle, fon talep edenler arasında bağlantı kuran finansal kurumları Para Yaratın Finansal Kurumlar, Para Yaratmayan Finansal Kurumlar ve Sermaye Piyasasına Hizmet Veren Kurumlar olmak üzere şekilde 1.13'de gösterildiği gibi üç ana başlık altında toplamak mümkündür.



Şekil 1.3. Finansal Kurumlar

Kaynak: Murat Urgan, "Mali Sistem", **Mali Ansiklopedi**, İstanbul, 2006, s. 1.

2.1.1. Para Yaratan Finansal Kurumlar

Para yaratan finansal kuruluşlar temel olarak Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kamu Mevduat Bankaları, Ticaret Bankaları olarak başlıkları altında gruplandırılabilir.

2.1.1.1 T.C. Merkez Bankası

11 Haziran 1930 yılında kabul edilen 1715 sayılı kanunla kurulan Merkez bankası para yaratan finansal kurumların başında gelmektedir. Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. (1211 nolu TCMB Kanunu m.4.) Emisyonla ve reeskont uygulaması ile para yaratmaktadır.

Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 97).

Bankanın para politikası, mevcut şartlara göre ekonominin likiditesini ayarlamaktadır. Ekonominin likiditesinin değiştirilmesi de ya para hacminin değiştirilmesi yoluyla ya da paranın tedavül hızının değiştirilmesi ile gerçekleştirilir.

Merkez bankası aracılığı ile para ve kredi politikası genel ekonominin ihtiyacına uygun bir biçimde yürütülür. Para ve kredi politikasına ilişkin araçlar merkez bankasınca yönetilmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 94).

2.1.1.2.Kamu Mevduat Bankaları

Mevduat bankacılığı yapan kamu bankalarının bir bölümü normal bankacılık faaliyetlerini sürdürürken, öte yandan kuruluş yasaları ile belirlenmiş özel amaçları doğrultusunda hareket etmektedirler. Genel olarak kamu bankalarının sermaye piyasalarına ilişkin önemli işlevleri, iştirakleri ile pay senedi ve tahvil portföylerinin toplam varlıklar içerisinde oldukça yüksek oranlara ulaşmasıdır. Bu bankaların kaynak ve plasmanlarının genellikle uzun süreli oluşları da sermaye piyasasının gelişmesini destekler niteliktedir.

2.1.1.3. Ticaret Bankaları

Ticaret bankalarının tümü mevduat ve kısa vadeli kredi kuruluşlarıdır. Öz sermaye ile mevduatlara dayalı kaynaklarla kâr amacı için kurulmuşlardır. Türk bankacılık sektörü içerisinde çeşitli bankacılık hizmetlerini yürütme yanında, ülkenin gelişmesine uygun olarak sanayi, ulaşım ve ihracat gibi konularda da yatırımlara yönelmişlerdir.

Ödenmiş sermaye, ihtiyatlar ve çeşitli mevduatlardan topladıkları fonlar yanında T.C. Merkez Bankasının reeskont kredilerinden, yararlanmakta, ayrıca uluslar arası finansal piyasalardan krediler kullanarak kaynak sağlamakta ve bunları çeşitli biçimlerde kredi olarak sunmaktadırlar. Ticaret bankaları menkul kıymet ihtiyaçları (Varlığa Dayalı Menkul Kıymet), nakdi teminatlar, borçlu cari hesap alacak bakiyeleri, fatura, senet tahsilatı komisyonları gibi alanlardan da fon sağlarlar.

2.1.2 Para Yaratmayan Finansal Kurumlar

Para yaratmayan finansal kuruluşlar ise yine temel olarak şu şekilde ele alınmaktadır.

2.1.2.1.Kalkınma ve Yatırım Bankaları

Kalkınma bankaları, gelişmekte olan ülkelerde, yatırım sermaye açığını gidermek ve aynı zamanda teknik yardım sağlamak yoluyla girişimcilerin temel sanayi dallarına yatırım yapmaları konusundaki kuşkularını gidermek isteyen ve böylece sanayileşme sürecini hızlandırma görevini üstlen kurumlarıdır.

Yatırım bankaları ise, hisse senedi ve tahvil çıkarmak suretiyle uzun vadeli kaynak sağlamak isteyen işletmelerle, tasarruflarını menkul kıymetlere yatırmak arzusundaki kişi ya da kuruluşlar arasında aracılık yapan mali kuruluşlardır. Yatırım bankaları tasarruf sahiplerine danışmanlık yapmak ve portföylerini yönetmek gibi hizmetleri de yerine getirmektedir.

2.1.2.2. Sosyal Güvenlik Kurumları

Sosyal Güvenlik, kişileri, iradeleri dışında uğradıkları fiziki veya iktisadi tehlikelerin zararlarından kurtarmak veya bu tehlikelerin zararlarını azaltmak, kişiye

bu zararlar karşılığında insanlık onuruna yaraşır asgari bir yaşam düzeyi sağlamayı amaçlayan sosyal devletin görevleri arasında yer alan bir insan hakkı, bu alanda kurulan kurumların ve alınan önlemlerin tümüdür (Arda, 2002: 817).

Mali piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde, sosyal güvenlik örgütleri, sermaye piyasasının önemli kurumlarından. Bu kurumlar önemli boyutlarda hisse senedi ve kısmen de devlet ve şirket tahvili satın alarak üyelerinin paralarını verimli şekilde değerlendirmeye çalışırlar. Sosyal güvenlik kurumları da aslında kamusal yarar için sigorta hizmeti veren işletmelerdir. Etkin çalıştıklarında elde ettikleri fonların, verdikleri fonlardan fazla olması gerekmektedir. Bu fazla fonları da mali piyasalarda veya bazı özel işletmelere ortaklık yolu ile kullanabilirler.

2.1.2.3. Sigorta Şirketleri

Sigorta şirketleri, bir diğer finans kurumudur Sigorta şirketlerinin temel görevi çeşitli riskleri dağıtmak veya azaltmaktır (Büker ve Bayar, 2000: 348). Sigorta şirketleri, sattıkları sigorta primlerini menkul değerlere yatırır. Sigorta şirketleri günümüzde fon yönetim şirketleri gibi çalışmakta elde ettikleri kaynakları verimli yatırım alanlarında değerlendirmektedirler. Yurt dışına bakıldığında finansal piyasalardaki önemi kurumsal yatırımcılar olarak karşımıza çıkan sigorta şirketleri, mali sistemin etkin çalışması konusunda da düzenleyici bir rol oynamaktadırlar.

2.1.2.4. Kredi ve Kefalet Kooperatifleri

Bu kurumlar ortaklarından topladıkları kaynakları düşük faizli işletme kredisi olarak yine ortaklarına sunmakta ya da ortaklarının finansman gereksinimlerini sağlamak amacıyla onlara kefil olarak Kamu Kaynaklı kredilerden yararlanma olanağı sağlamaktadır

2.1.3. Sermaye Piyasasına Hizmet Veren Kurumlar

Finansal kesimde faaliyet gösteren kuruluşların bir kısmı da fon arz edenlerle fon talep edenler arasında hizmetlere yardımcı kuruluşlardır. Bu kuruluşlar doğrudan doğruya fonları kendi nam ve hesaplarına kullanmayıp aracılık faaliyeti görürler. Çeşitli yatırım araçları arasında seçim yapmak durumunda bulunan bir yatırımcının bu kararını yerine getirebilmek aracı kuruluşların varlığını da getirmektedir. Bir ferdi yatırımcının tek başına bir Pazar oluşturması elbette düşünülemez. Ancak mevcut sermaye pazarında hizmet veren kuruluşların faaliyetlerinden yararlanarak pazardan

faydalanır.

Son yıllarda Türk finans piyasasında hizmet gören kurumların çeşitlerini çoğaldığı fonksiyonlarının da eskisine oranla arttığı görülmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 11).

2.1.3.1. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Serbest piyasa ekonomisine dayalı bir toplumda gelirleri harcamalarına yetmeyip başkalarından fon talep etme durumundaki ekonomik birimler ile, gelir fazlası bulunan ekonomik birimlerin fonlarını değerlendirmek için başkalarına arz etmeleri sermaye piyasasını ve bunun içinde menkul kıymetler piyasasını oluşturmuştur.

Fon alışverişinin belli bir düzen içerisinde menkul kıymetler aracılığı ile yapılması zorunluluğu borsaların meydana gelmesine neden olmuştur. Aslında borsa genel olarak Pazar anlamında kullanılmaktadır. Altın borsası, kambiyo borsası ve emtia borsası gibi terimler borsada alınıp satılan kıymetin türüne göre isim alırlar, işte hisse senedi tahvil gibi değerli kâğıtların alınıp satıldığı pazarlara da menkul kıymetler borsası denilmektedir. Sermaye piyasasının gerçek anlamda gelişmişliğinin kabul edilebilmesi de borsanın gelişmesine ve hacmine bağlıdır (Urgan, 2006: 1).

İMKB'nin başışa göre ve yetkileri İMKB Teşkilat Görev ve çalışma Esasları Yönetmeliği'nde aşağıdaki düzenlenmiştir.

a. Menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınması ile ilgili başvuruları, İMKB yönetmeliğinde belirtilen esaslar dahilinde incelemek, ek bilgi ve bilge istemek, başvuruları değerlendirmek ve karar bağlamak,

b. Kanuni gerekler yerine getirilerek Vadeli İşlemlerle ilgili piyasalar açmak,

c. Borsada işlem görebilecek menkul kıymet için türlerine göre menkul kıymet pazarları oluşturmak, oluşturulan Pazar ve buralarda işlem görececek menkul kıymetleri belirlemek ve Borsa Bülten'inde yayınlamak, pazarlara Borsa insan yer tahsis etmek,

d. Borsa pazarların çalışma gün ve saatlerini belirlemek ve Borsa bülteninde ilân, etmek

e. Borsa pazarlarında yapılan işlemler sonunda oluşan fiyatları ve bu fiyatlardan yapılan toplam işlem miktarlarını seans bitiminde ilan etmek,

f. Borsada yapılan alım, satım işlemlerini güven istikrar içinde serbest rekabet şartları altında kolayca ve düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak, bu kuraların dışın çıkan Borsa üyelerine İMKB Yönetmeliği'nde belirtilen müeyyideleri uygulamak,

g. Borsada, olağan dışı menfi gelişmelerin meydana gelmesi halinde, mevzuatın verdiği yetkiler içinde gerek önlemleri almak, ile görevli ve yetkilidirler (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 176).

2.1.3.2. Takas ve Saklama A.Ş.

Takasbank, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) gerçekleştirilen alım/satım işlemlerini menkul kıymet ve nakit takasının yerine getirilmesinden sorumlu merkezi takas kurumudur. Bu konuda İMKB tarafından yetkilendirilmiş olup, ilgi işlev ve faaliyetleri Sermaye Piyasası Kanunu ile İMKB'nin SPK'nın düzenlemelerine tabidir.

Banka olarak sermaye piyasa hizmet vermek olan Takasbank ilgili işlev ve faaliyet açısından Bankalar Kanunu ile TCMB, bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu ve Türkiye Banklar Birliği'nin düzenlemelerine tabidir.

İMKB ile 2005 yılı Şubat ayında faaliyete geçen Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOBAŞ) nezdindeki piyasaların tümünü takas işlemleri Takasbank tarafından sonuçlandırılmakta, bu kapsamda Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. ile aracı kuruluşlara fiziksel saklama hizmeti sunulmaktadır.

Menkul kıymet kredisi ve ödünç pay senedi pay piyasası gibi hizmet ve uygulamaları ile aracı kuruluşlara nakit ve menkul kıymet finansman imkânı sunan Takasbank işletmekte olduğu para piyasası ile aracı kurum ve bankalar arasındaki para alışverişlerinin şeffaf, güvenilir ve sağlıklı bir yapıda gerçekleşmesini sağlamaktadır.

Takasbank'ın bir diğer merkezi fonksiyonu ise, "Ulusal Numaralandırma Kuruluşu" Olarak, Türkiye'de ihraç edilen menkul kıymetlere uluslararası standartlarda tanımlama numarası olan ISIN (International Security Identification Number) tahsisi yapmaktır.

Takasbank ayrıca konumu itibariyle sahip olduğu menkul kıymet bilgi bankasındaki pek çok veriyi işleyerek; piyasa katılımcılarını, düzenleyici kurumların ve yayın kuruluşlarının kullanımına sunan bir kurum olma özelliğine sahiptir (Karapınar, Bayırlı, Bal, Altay ve Çınabal, 2008: 139-140).

2.1.3.3. Aracı Kurumlar

Sermaye Piyasası Kanununun 31. maddesine göre aracı kurumlar, menkul kıymetlerin, kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın aracılık amacıyla alım ve satımıyla uğraşan ve menkul değerlerin halka arzına aracılık eden anonim ortaklıklardır.

Aracı kuruluşlar sundukları hizmetlerin yanı sıra menkul kıymetlere likidite kazandırma, tasarruf sahiplerinin yatırımlarının verimliliğini artırma (portföy yöneticiliği faaliyeti ile), menkul kıymet fiyatlarının oluşumuna yardımcı olmak ve piyasa ile ilgili bilgileri toplamak ve işlemek fonksiyonlarını yerine getirirler.

Aracı kuruluşların kuruluş ve faaliyet esasları SPK Seri V No: 46 tebliğinde düzenlenerek Türk sermaye piyasasında aracı kurumlarının yer alması sağlanmıştır. Tebliğde aracı kuruluşların faaliyet esasları kuruluş şartları ve kuruculara ilişkin esaslar/a düzenlenmiştir.

2.1.3.4. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

Türkiye'de sermaye piyasasında aracılık faaliyetinde bulunmaya, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 15.12.1999 tarihli ve 4487 sayılı Kanunla eklenen 40/B ve 40/C maddelerine dayanılarak, Sermaye Piyasası Kanunu ile yetkili kılınmış kuruluşların üye olacağı, tüzel kişiliği haiz kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşu olan Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği kurulmuştur (Karapınar, Bayırlı, Bal, Altay, Çına Bal, 2009: 150).

Birliğin amacı sermaye piyasasının ve aracılık faaliyetlerinin gelişmesini, birlik üyelerinin dayanışma ve sermaye piyasasının gerektirdiği özen ve disiplin içerisinde çalışmalarını, üyelerin iktisadi menfaatlerinin korunmasını, haksız rekabetin önlenmesini, mesleki konularda üyelerin aydınlatılmasını sağlamak üzere Kanun ve bu Statü ile verilen görevleri yerine getirmektir.

2.1.3.5. Merkezi Kayıt Kuruluşu

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 10/A maddesine dayanılarak hazırlanan yönetmelik gereği bir anonim şirket olarak kurulmuştur. İlgili yönetmeliğin 7. maddesinde belirtildiği üzere (Karapınar, Bayırlı: Bal, Altay, Çınabal, 2009: 145);

MKK' nin görev ve yetkileri, Kanuna ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak;

- Sermaye piyasası araçlarını ve bunlara bağlı hakları, bilgisayar ortamında, üyeler ve hak sahipleri itibariyle kayden izlemek,
- Kayıtların üyeler itibariyle tutarlılığını izlemek, tutarsızlık ve kaydi sisteme ilişkin düzenlemelere aykırılık tespiti halinde üyeler nezdindeki gerekli düzeltmelerin yapılmasını istemek ve durumu derhal Kurula bildirmek, sistemin güvenli çalışmasını sağlayacak önlemler almak ve uygulamak,
- Kayıtların mevzuatta öngörülen çerçevede gizliliğini sağlamak,
- Kurul tarafından Kanun'un 10/A maddesine göre kaydı tutulmasına karar verilen sermaye piyasası araçlarının kaydedilmesine ilişkin işlemleri yapmak, öngörülen sürenin sonuna kadar teslim edilmeyen araçların yönetime ilişkin haklarını kullanmak, mali haklarını kullanmak ve izlemek,
- Yatırımcıları Koruma Fonunu idare ve temsil etmek, mevzuat gereğince Fon adına yapılması gereken işlemleri yapmak,
- Kurul tarafından tedrici tasfiyelerine karar verilen aracı kurumların tasfiye işlemlerini Yatırımcıları Koruma Fonu adına ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde yürütmek,
- Kurul tarafından sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde verilen diğer görevleri ve düzenlemelerin gerektirdiği işlemleri yapmaktır.
- MKK üyeleri veya üyelerle MKK arasında sistemin işleyişine ilişkin olarak çıkabilecek uyuşmazlıkların çözümünde tarafların 1086 sayılı Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu çerçevesinde tahkim sistemini kullanabilmektedir.

2.2. SERMAYE PİYASASINDA ARACILIK VE ARACI KURULUŞLAR

Sermaye piyasasında aracılık konusu ve aracı kuruluşlar aşağıda ele alınmaktadır.

2.2.1. Aracılık Kavramı

Aracılık, bir işin çözümünde tarafları bir araya getirmek anlamına gelmektedir. Aracı ise bunu yerine getiren, uzlaştıran, anlaşma sağlayan kimseyi veya kurumu ifade etmektedir.

SPKn 30. maddesinde ise aracılık kavramı, "sermaye piyasası araçlarının Kurul' dan yetki almış kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına veya kendi namına başkası hesabına alım satımı" şeklinde tanımlanmıştır. Tasarrufların doğru ve etkin bir şekilde tasarruf açığı olanlara aktarılamaması kaynakların rasyonel dağılamamasına ve verimli bir şekilde kullanılamamasına neden olmaktadır. Bu bakımdan tasarruf edenler ve yatırım yapanların risk ve karlılık konusundaki tercihlerini bağdaştırmayı ve tasarrufların verimli şekilde dolaşımını sağlayacak bir mekanizmaya ihtiyaç duyulmaktadır. Bu mekanizma ise finansal aracılık sistemi olmaktadır.

Finansal aracılık, bu konuda uzmanlaşmış çeşitli özelliklere sahip kurumların oluşturduğu bir sistemdir. Bu sistemin en önemli özelliği, tasarruf fazlası ekonomik birimlerin tasarruflarını toplarken aracı kuruluşların kendi çıkarmış oldukları birtakım belgeleri tasarruf sahiplerine vermeleri veya satmalarıdır. Öte yandan topladıkları fonları tasarruf açığı olan ekonomik birimlere aktarırlarken bu birimlerin çıkarmış olduğu belgeleri satın alırlar. Söz konusu belgeler sahiplerine ihraç edilen kuruluş üzerinde alacak veya ortaklık hakkı verir.

Gerek tasarruf fazlası olan ekonomik birimlerin gerekse tasarruf açığı olan ekonomik birimlerin bu sistemden yararı, her iki tarafında kısa sürede kendi risk ve karlılıklarına uygun bir şekilde yatırım-finansman işlemlerinin gerçekleşmesini sağlamasıdır. Böylece pazar ekonomisi koşullarının geçerli olduğu bir ortamda tasarruflar, en uygun yatırım alanlarına aktarılmış olur (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 1).

2.2.2. Aracı Kuruluşların Fonksiyonları

Aracı kuruluşlar, Sermaye Piyasası Kurulundan sermaye piyasasında faaliyette bulunmak için yetki belgesi almış banka ve aracı kurumlardan

oluşmaktadır. Aracı kurumlar; sermaye piyasasında aracılık faaliyetinde bulunmak amacıyla kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına veya kendi namına başkası hesabına Kurul kaydına alınmış sermaye piyasası araçlarının alım ve satımını yapan kurumlardır.

Sermaye piyasası araçlarını satın almak ve bunların getirisinden istifade etmek isteyen tasarruf sahipleri genellikle sermaye piyasasının kurallarını tam olarak bilmemekte, şirketleri ve ait oldukları sektörleri yeterince tanıyamamakta, ekonomik ve malî olayları, mevzuat değişikliklerini değerlendirip muhtemel gelişmelere göre doğru karar verememektedir. Aynı zamanda küçük tasarruflar hem güçsüz, hem de riske karşı korunmasızdır. Tasarruf sahipleri sermaye piyasasındaki bu risklerden kaçmakta ve tasarrufları atıl kalmaktadır. Sonuçta da ülke ekonomisi açısından tasarrufların verimsiz atıl kalmasına ve yatırımların istenilen miktarda yapılmamasına yol açmıştır. Küçük fonların büyük fonlar haline dönüşmesi, riskin tasarruf sahipleri için itici güç olmaması ancak sermaye piyasasının gelişmesine, piyasadaki finansal aracı kuruluşların nitelik ve nicelik olarak artmasına bağlıdır. Finansal aracı kuruluşların sayı ve türlerinin artması ve yatırımcı için çok fazla imkânların sunulması, halkı daha fazla birikim yapmaya yönlendirecektir. Tasarruf sahipleri gibi sermaye piyasası araçlarını ihraç eden işletmeler de piyasadaki değişiklikleri izleme ve tedbir almada zorlanır. Örneğin, faiz oranlarındaki değişimler işletmelerin menkul kıymet yoluyla sağlamayı planladıkları fon akışında değişikliklere yol açmaktadır. Fonlar, getirisi fazla olan yüksek faize akar ve dolayısıyla arzu edilen miktarda menkul kıymet ihraç edilemez. Sonuç olarak da işletmelerin finansman programları bozulabilir. Bu gibi daha birçok olumsuzluklar işletmelerin mali yapılarını etkilemektedir. İşte fon arz eden tasarruf sahipleri ile fon talep eden işletmelerin karşılaştıkları sorunların birçoğu aracı kuruluşların devreye girmesiyle çözüme kavuşmuştur.

Tasarruf sahiplerinin tasarruflarının doğrudan sermaye ihtiyacı olan yatırımlara aktarılmasının güçlüğü aracı kuruluşları ortaya çıkarmıştır. Sermaye piyasasının vazgeçilemez bir unsuru olan aracı kuruluşlar bugün için sermaye piyasası faaliyetlerinin birçoğunu gerçekleştirmektedir.

Sermaye piyasasında fon arz edenlerle fon talep edenler arasındaki bilgi, nakit ve menkul kıymetlerin akımını sayılayan aracı kuruluşlar:

- Küçük tasarruf sahiplerine danışma hizmeti sunar ve onları aydınlatır,
- Riski dağıtır, vade ve miktar ayarlaması yapar,
- Menkul kıymetlerin alım satımında likidite sağlar,
- Menkul kıymetleri ihraç eden şirketlere aracılık yapar.

Tasarruf sahipleri, geleceği kesin olarak tahmin edemedikleri için güvenlik ve likidite açısından tasarruflarını kısa vadeli vermek, yatırımcılar ise, duran varlıkların finansmanı için uzun vadeli almak isterler. İki kesimi bir araya getirmek, uzlaştırmak çok maliyetlidir ve uzun zaman alır. Aracı kuruluşlar sayesinde, hem tasarruf sahipleri güven içinde fonlarını değerlendirir, hem de fon talep eden işletmeler uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamış olurlar.

2.2.3. Sermaye Piyasası Kanununda Aracı Mali Kuruluşlar

SPK, sermaye piyasası araçlarının alım satımına yardımcı olacak kuruluşları, "Sermaye Piyasası Kurumları" olarak isimlendirmiş ve dört grupta düzenlemiştir (SPK m.32):

- i. Aracı Kurumlar ve Bankalar
- ii. Yatırım Ortaklıkları
- iii. Yatırım Fonları

Sermaye Piyasasında Faaliyet Gösterilmesine İzin Verilen Diğer Kurumlar; ki bunlar da; portföy yönetim şirketleri, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayri menkul yatırım ortaklıklarıdır.

a. Aracı Kurumlar ve Bankalar

Aracı kurumlar, kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihracına veya halka arz yolu ile satışına aracılık etmek ve/veya daha önce çıkarılmış araçların aracılık amacı ile alım satımını yapmak üzere anonim ortaklık olarak kurulmuş ekonomik birimler şeklinde tanımlanabilir (Karayel, 1994: 21).

SPKn, aracı kurumları tanımlamamış, sadece aracı kurumların "kuruluş ve faaliyet şartlarını" düzenlemiştir (SPKn m.33-34). Ayrıca bankaları, aracı kurumlarla birlikte aracı kuruluşlar içerisinde saymıştır (SPKn m.3).

Aracı kurumlar, SPKn ve bu kanuna dayanılarak çıkarılan tebliğ ve yönetmelik hükümlerine tabidir. Sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankalar

ise, bu faaliyetleri ile sınırlı olarak SPKn hükümlerine tabidirler. Borsada aracılık işlemi yapacak olan aracı kurum ve bankalar, İMKB'ndan Borsa Üyelik Belgesi almak zorundadırlar. Aynı zorunluluk Vadeli İşlemler Opsiyon Borsası A.Ş. (VOBAŞ) içinde geçerli olup vadeli işlemler borsasında çalışmak isteyen aracılar, ayrıca borsa üye belgesi alıp, borsa üyesi olmak zorundadırlar.

Sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankalar için gereken asgari fon miktarı, muhasebe kayıt ve belge düzeni gibi hususlar Hazine Müsteşarlığının uygun görüşü alınarak Kurul tarafından çıkarılacak bir yönetmelikle düzenlenir.

Bankalar, genel olarak kuruluş, denetim, gözetim, muhasebe, mali tablo ve rapor standartları konularında kendi özel kanunlarındaki hükümlere tabidir (SPKn m. 50).

Kurul, sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankaların faaliyetlerini 1997 yılından itibaren mevcut aracı kurumlardan mevzuat çerçevesinde birini satın almak veyahut mevcut yetki belgelerini bir aracı kurum kurarak bu aracı kuruma devretmek suretiyle yürütebilir. Bunun için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan ayrıca yetki belgesi alması gerekir (Tebliğ, Seri: 5, No: 46, m.5). Alınan bu karar doğrultusunda birkaçı hariç İMKB'nda işlem yapacak bütün bankalar, aracı kurum kurarak yetkilerini devretmiş ya da mevcut aracı kurumlardan birini satın almışlardır. Böylece, 1997 yılından itibaren İMKB'nda aracılık işlemleri, aracı kurumlar ve banka kökenli aracılar tarafından yapılmaya başlanmıştır. Bankalar kendileri için de repo ve ters repo faaliyetlerinde bulunabilmek için ön şart olan borsa dışında alım satıma aracılık yetki belgesini ve repo ve ters repo yetki belgesini almışlardır.

b. Yatırım Ortaklıkları

2499 Sayılı SPK'nun 35. Maddesinde menkul kıymet portföyü işletmek üzere kurulan anonim ortaklık şeklinde tanımlanan menkul kıymetler yatırım ortaklığı, 31.12.1992 tarihli resmi gazetede yayımlanan Seri VI, No: 4 tebliğ ile ayrıntılı biçimde düzenlenmiştir. Buna göre yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslar arası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumları olup tüzel kişiliğe haizdirler.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı; gayrimenkul ve gayri menkule dayalı

sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayri menkule dayalı projelere yatırım yapmak suretiyle faaliyet gösteren özel bir portföy yönetim şirkettir. Amacı ise; getirisi yüksek olan gayrimenkullere ve gayrimenkullere dayalı projelere yatırım yapmak, portföydeki gayrimenkullerden kira geliri elde etmek ve bu şekilde kira ve alım satım kazançları yoluyla gayrimenkullerin yüksek rantına ulaşmaktır.

Büyük miktarlarda finansman kaynağı isteyen iş merkezleri veya alışveriş merkezlerine kaynak sağlamada başvurulan bir yatırım ortaklığı türüdür. Böyle bir yatırımın finansmanı, şirketlerin kendi öz kaynaklarından karşılanması çok maliyetli, kredi yoluyla karşılanması ise, faiz yükünden dolayı çok pahalıdır. Gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senetlerinin satılması sonucunda para temin etmek, büyük projeleri gerçekleştirmek isteyen şirketlerin finansman yükünün üstlenilmesinde ideal bir çözüm olmuştur.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı; kayıtlı sermaye sistemine tabi olan ve başlangıç veya çıkarılmış sermayelerini sermaye kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırımlarına yönlendiren halka açık anonim ortaklıklardır (İMKB, 2002: 103).

Yatırım ortaklıklarının; kuruluş ve faaliyet izni şartları, yapamayacakları işlemleri, portföylerindeki menkul kıymet türleri ve değerlendirme esasları, yönetim ilkeleri, kâr dağıtım esasları, Kurula bilgi verme esasları gibi hususlar Kurul tarafından belirlenir ve denetlenir.

Anonim şirket statüsünde olan yatırım ortaklıklarının katılımcıları şirketlerin ortaklarıdır. Bu nedenle şirket ortakları oy hakkına sahiptir ve şirketin yatırım kararlarını etkilerler. Tasarruf sahipleri, fon arzında gerçek kişi iken yatırım ortaklıkları sayesinde örgütlenmekte ve kurumsallaşmaktadır.

Yatırım ortaklıklarına ihtiyaç duyulmasının nedeni; ortaklığa katılan tasarrufluların tek bir işlemle geniş bir portföyün kazancına sahip olmak istemeleridir. Küçük tasarruflar bir havuzda toplanmakta ve getirisi maksimum olan bir portföy olarak sunulmaktadır. Riski azaltılmış ve en yüksek getiriye sağlayan sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak isteyen tasarruf sahibi, araştırma ve işlemler için yeterli zamana ve tecrübeye sahip değildir. Tasarruf sahiplerine ait

birikimlerin güvenli ve kârlı bir şekilde yatırımlara dönüştürülmesi, tasarruf sahiplerine yeterli bilgi ulaştırılabilmesi gibi hizmetlerin yapılabilmesi; bazı teminatları beraberinde getiren ve uzmanlaşmış yeterli kadroya sahip yatırım ortaklıkları ile gerçekleştirilebilir.

c. Yatırım Fonları

Batı ülkelerinde bir asır gibi uzunca süre önce ortaya çıkan ve gelişen yatırım şirketleri ve fonları ülkemizde son yılların tartışılan konuları içinde yer almıştır. Yatırım fonları Sermaye Piyasası Kanunu ile de Türk mali sistemine kazandırılmış bir ortaklık türü olmuştur. Fakat bu ortaklık sermaye şirketi olmayıp, hukuki özellikleri bakımından adi ortaklığa ve kısmen vakıf yapısına benzemektedir.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda belirtildiği gibi, menkul kıymetler yatırım fonları halktan katılma belgeleri karşılında toplanacak paralarla belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inancılı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlıkları olup tüzel kişilikleri yoktur.

Menkul kıymetler yatırım fonları tanımda da belirtildiği gibi riskin dağıtılması ve inancılı mülkiyet esasına göre portföy işletmek amacı ile bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 Sayılı Kanun'un geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıkların kurduğu mal varlığıdır. Türkiye'de ilk olarak vergi muafiyeti tanınarak 1987 yılında kurulmuştur.

Gerçek ve tüzel kişilerin fondaki ortaklık haklarını gösteren belgeler katılma belgeleri olarak belirtilen nama ve hamiline yazılı olabilen bir kıymetli evrak türü olmaktadır.

Yatırım Fonlarının başlıca özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Yatırım fonunun tüzel kişiliği yoktur.
- Fonun mal varlığı kurucularının mal varlığından ayrıdır.
- Fon kurucusu katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil eder, yönetir ve yönetimi denetler.
- Fon varlığının korunması ve saklanması kurucu sorumludur.

- SPK' da hüküm bulunmayan durumlarda kurucu ile katılma belgesi sahipleri arasında Borçlar Kanunu' nun "Vekâlet Akdi Hükümleri" uygulanır.
- Fon mal varlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.
- Yatırım fonlarının oluşturup işletebileceği fon türleri belirli özelliklere göre sınıflandırılabilir.

Fon Portföyünün En Az %51'ini Devamlı Olarak;

- Kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlar "Tahvil ve Bono Fonu",
- Özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil Türkiye' de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar "Hisse Senedi Fonu",
- Belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerinde yatırmış fonlar "Sektör Fonu",
- Kurul' un Seri: XI, No: 1 Tebliği' nin 3 nolu ekinde tanımlanan iştiraklerce çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış fonlar "İştirak Fonu",
- Seri: XI, No: 10 Tebliği' nin 2' inci maddesinde tanımlanan belli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatırılan fonlar "Grup Fonu"
- Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlar “Yabancı Menkul Kıymetler Fonu”,
- Ulusal ve uluslar arası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar "Kıymetli Madenler Fonu", ulusal ve uluslar arası borsalarda işlem gören altın ile altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar “Altın Fonu”,

Portföyün tamamı;

Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli maddeler ile bunlar dayalı sermaye piyasası araçlarında en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20’sinden az olmayan fonlar “Karma Fon”,

Vadesi 180 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlar”
Likit Fon”,

Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar” Değişken Fon”,

Portföyün en az % 80'i devamlı olarak,

Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değer ile fonu birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısmında oluşan fonlar "Endeks Fon" olarak adlanılır.

Diğer yatırım fonlarını ve borsa yatırım fonlarını katılma paylarından oluşan "Fon Sepeti", fon içtüzüklerinde belirtilmek suretiyle, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınan Kit'ler dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar a tipi diğerleri B tipi olarak adlandırılır ve bu tipler fon türleri ile birlikte belirtilir (Karapınar, Bayırlı, Bal, Altay ve Çına Bal, 2008: 359-360).

d. Sermaye Piyasasında Faaliyet Gösterilmesine İzin Verilen Diğer Kurumlar

SPKn, sermaye piyasası kurumlarını sayarken "diğer sermaye piyasası" kurumları ifadesini kullanarak bu kurumları saymamış ve gelişen piyasanın ihtiyacının I giderecek yeni kurumların Kurul tebliğleriyle yeniden belirlenmesine imkân tanımıştır. Kanuna göre diğer sermaye piyasası kurumları aşağıdaki gibidir (SPKn m.39):

Sermaye piyasası araçlarının takas ve saklama, derecelendirilmesi ile ilgili kuruluşlar,

- i. Sermaye piyasası araçlarının ihraç eden ortaklık ve kuruluşlarla sermaye piyasası kurumlarının denetlenmesi ile uğraşan kurumlar,
- ii. Yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi gibi sermaye piyasası faaliyetlerini yerine getiren şirketler,
- iii. Ortaklık ve kuruluşlara ait alacakları temellük ederek sadece kanunun 13/a maddesinde belirlenen varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmek amacıyla teşkil edilen genel finans ortaklıkları,
- iv. İpoteğe dayalı menkul kıymetler merkezleri,
- v. Sigorta şirketleridir.

2.3. Borsa Aracı Kurumları Kavramı ve Fonksiyonları

Aracılık sermaye piyasası araçlarının Sermaye Piyasası Kanun'un 30 ve 31 inci maddeleri çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına

ticari amaçla alım satım olup, hakla arza, aracılık alım satıma aracılık hesabına ticari amaçla alım satımı olup , halka arza aracılık, alım satıma aracılık ve türev araçların alım satımının yapılmasına aracılıktan oluşmaktadır. Sermaye piyasasında faaliyet göstermek isteyen bütün aracı kuruluşlar öncelikle Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmelidir. Sermaye Piyasası Kurulur tarafından yetkilendirilmeyen aracı kurulmuşlar borsa ve piyasalara üye olamaz ve işlem yapamazlar.

Borsa üyesi olan aracı kuruluşlar sermaye piyasası faaliyetlerinden birincil ve ikincil piyasa işlemleri, portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı hizmetleri ters repo işlemleri, kredili alım satım açığa satış ve menkul kıymet ödünç verme ve türev araçların alım satımına aracılık işlemleri yapabilmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 112).

2.3.1 Borsa Aracı Kurumu Kavramı

SPKn, İngiliz hukukundaki "underwrite", "issuing house", ABD hukukundaki "undervvriter", "broker". "investment banker" olarak anılan kuruluşların aracılık işlemlerini aracı kurum" olarak ifade etmiştir (Kocahanoğlu, 1993: 67).

Aracı kurumlar, doğrudan doğruya SPKn tarafından öngörülen ve sadece sermaye piyasasında faaliyet gösterebilecek olan aracılarıdır.

Aracı kurum kavramı, ne SPKn' nda, ne de Kurul tebliğlerinde tarif edilmiştir. SPKn, yalnızca sermaye piyasası kurumları arasında saydığı aracı kurumların kuruluş ve faaliyet şartlarını düzenlemiştir. Böylece aracı kurum kavramının tanımı, SPKn 30. ve 34. madde hükümleri çerçevesinde doktrine bırakılmıştır. Bu kanunlara göre aracı kurumlar; aracılık amacıyla, kendi nam ve hesabına veya başkası nam ve hesabına yahut kendi namına başkası hesabına sermaye piyasası araçlarının alım satımını yapan, yatırım konusunda müşterilerine danışmanlık, hizmeti sunan, piyasa araştırmaları yapan anonim ortaklıklar şeklinde tanımlanabilir.

2.3.2. Borsa Aracı Kurumlarının Temel Fonksiyonları

Aracı kurumlar, her şeyden önce nitelikleri gereği diğer sermaye piyasası aracı kuruluşlarından beklenen fonksiyonlarla birlikte kendilerine özgü fonksiyonları da yerine getirirler.

a. Aracılık ve Pazarlama Fonksiyonu

Finansman ihtiyacında olan işletmeler, aracı kurum kanalıyla fon temin etmek isterler ise, ihraç ettikleri menkul kıymetleri satılmak üzere aracı kuruma verirler.

Aracı kurum da bu menkul kıymeti yatırımcıya satar. Bu satış işlemi aracı kurumun başkası nam ve hesabına yaptığı bir aracılık faaliyetidir. Aracı kurum bazen de ihraççı şirketten tüm ihracı kendi nam ve hesabına satın alır, daha sonra da elden çıkarır. Aracı kurum, bu menkul kıymeti yatırım düşüncesiyle değil, ilk elverişli fırsatta elden çıkartma niyetiyle almaktadır. Burada aracı kurum, alıcı olmaktan ziyade bir aracı olup "aracılık amacıyla" alım satım yapmak düşüncesindedir (Manavgat, 1988: 82-83).

Tanınmış ve mali yapısı güçlü olan bazı şirketler, usulüne uygun olarak çıkarttıkları menkul kıymetleri, kendi imkânlarıyla bir aracı kurumun yardımı olmaksızın halka arz edebilmektedir. İhraç edilen menkul kıymetlerin sahipleri büyük ve itibarlı şirketler olsalar dahi, alıcıların sayısı, coğrafi dağılımı, satışın yaygınlaştırılması açısından bir aracı kurumun yardımını gerekli kılmaktadır. Aynı zamanda menkul kıymetlerin pazarlanması şirketlerin esas faaliyet konularının dışındadır.

Fazlaca tanınmamış ya da yeni kurulan ve faaliyet alanları iyi bilinmeyen şirketler, yatırımcıya yabancıdır. Bu nedenle yatırımcı, ihraç edilen menkul kıymetleri satın almakta tereddüt etmektedir. İhracın başarıyla sonuçlanabilmesi için aracı kurumların, sermaye piyasasındaki şöhretlerinden, yurt çapına yayılmış teşkilatlarından ve aracılık yüklenimi ile verecekleri güvencelerden faydalanmak gereklidir.

Menkul kıymetlerin halka arzında, aracı kurumların aracılıklarından yararlanmanın maliyeti, şirketlerin kendi imkânları ile menkul kıymetleri ihraç etme maliyetinden daha düşüktür. Örneğin yıllık faiz oranı % 20 olan tahvilleri satmak isteyen bir şirket için iki alternatif söz konusudur.

Birincisi, kendi imkânları ile borç alabileceği tasarruf sahiplerini bulmak ve tahvilleri bunlara satmaktır. Tasarrufçuyu bulma ve diğer araştırma maliyetlerinin

(reklâm gideri gibi) %5 olduğunu kabul edilirse bu satışta %5 araştırma maliyeti ilave etmek gerekecek ve tahvillerin şirket için toplam maliyeti %25'e çıkacaktır.

Borç verecek tasarruf sahipleri de tahvillere ulaşmak için belirli bir maliyete katlanacak ve %20'lik faiz geliri kendi araştırma giderinden dolayı %15'e düşecektir.

İkinci alternatif ise, menkul kıymet satışında aracı kurum hizmetinden yararlanmaktır. Araştırma maliyeti ile aracı kurum kârı toplamının, tahvil başına düşen oranı %2'lere çekildiğini varsayarsak; ihraççı şirket %22'lik bir maliyete katlanacak, tasarrufçu ise %18'lik bir gelire sahip olacaktır. Görüldüğü gibi ikinci alternatifte aracı kurum her iki tarafa %2'lik bir ilave kazanç sağlamakta ve ihraçtaki zaman kaybını önlemektedir.

b. Aydınlatma Fonksiyonu

Genel bilgi toplama imkânları ile aracı kurumlar, tasarruf sahiplerinden yatırımcılara kadar uzanan geniş bir kesimi sermaye piyasası ile ilgili haber ve gelişmeler konusunda aydınlatırlar. Kamuyu aydınlatma sermaye piyasasının vazgeçilmez bir gereksinimidir. Kamuyu aydınlatmak hususunda bir takım düzenlemelerin yapılmamış olması sermaye piyasasının büyük eksikliğidir. Bu eksiklik 1980'lerden sonra ülkemizde de hissedilmiş ve 2499 sayılı SPKn' da bu konuda da düzenlemeler yapılmıştır. Getirilen düzenlemelere göre kamuyu aydınlatma iki şekilde olmaktadır. Birinci şekil, gerektiğinde bilgilerin kamuoyuna ulaştırılması, ikinci şekil ise periyodik olarak bilgilerin yayınlanmasıdır (Sarıkamış, Ceylan, Aydın ve Coşkun, 2004: 273).

Tasarrufu ile menkul kıymet olarak bir kazanç elde etmek isteyen yatırımcılar, genellikle yatırım yapacakları şirketlerin ve sektörlerin finansal yapılarını tam bilemezler. Bundan dolayıdır ki doğru karar vermede zorlanırlar. Aynı şekilde yatırım yapacakları menkul kıymetlerin seçilmesi de zordur ve uzmanlık isteyen bir iştir. Fiyat hareketlerini izleyerek, geleceğe yönelik tahminler ancak uzmanlar tarafından yapılabilir. İşte aracı kurumlar, yetişmiş ve uzman personeliyle tasarruf sahiplerine yatırım yapacakları şirketlerin ve menkul kıymetlerin, seçiminde yol gösterme ve onları aydınlatma fonksiyonunu üstlenmiştir.

Gerek birincil piyasa işlemlerinde, gerekse ikincil piyasa işlemlerinde aracı kuruluşlar ve halka açık diğer işletmeler, kendi durumları ile ilgili her türlü niteliksel ve niceliksel bilgiyi kamuya paylaşmak zorundadırlar. Sermaye Piyasası Kurumu özellikle AB mevzuatına uygunluk sağlanması ve sermaye piyasasının saydamlaşması adına bu konuda çeşitli düzenlemeler yapmaktadır.

Menkul kıymet ihraç eden şirketler sermaye piyasasına yabancısıdır. Bu piyasadaki derişmeleri izleme ve tedbir alabilme imkânlarından yoksundurlar. Piyasalarda meydana gelebilecek en ufak bir kriz, anında şirketlere yansımakta ve telafisi zor olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Aracı kurumlar piyasa ile ilgili bilgiler toplayarak, bunları işleyerek fon arz edenler ile fon talep edenleri sermaye piyasası ile ilgili gelişmeler, fiyat endeksleri, ülkenin ekonomik gidişi, şirketlerin finansal yapıları, başarı ve karlılık durumları ve bunlar gibi bilgiler ile ilgili olarak aydınlatırlar ve danışmanlık hizmeti sunarlar (Demirkan, 1992: 26).

Aracı kuruluşlar, Aracı Kurumlar Tarafından Düzenlenecek Kamuyu Aydınlatma Formu'nda, bankalar ise Bankalar Tarafından Düzenlenecek Kamuyu Aydınlatma Formu'nda yer alan açıklamalar ve esaslar çerçevesinde düzenleme yapmak zorundadırlar (Karapınar, Bayırlı, Altay ve Çına Bal, 2008: 86).

c. Portföy İşletmeciliği ve Risk Dağıtım Fonksiyonu

Tasarruf sahipleri, aracı kurumlardan yardım almadan portföy oluşturabilmektedir. Fakat küçük portföyler hem güçsüzdür hem de riski yeterince dağıtamadıklarından tehlikelere maruzdur. Önemsiz kısa süreli krizler bile bu tür portföyleri zarara uğratabilmekte, hatta tamamen değersiz duruma düşürebilmektedir. Zarara uğrayan tasarruf sahibi ise sermaye piyasasını terk etmekte, ekonomi için istenmeyen fakat kendi açısından güvenceli bulduğu gayrimenkul, altın, döviz gibi yatırım alanlarına yönelmektedir. Bu nedenle tasarruf sahipleri kendileri için riski dengeli dağıtılmış bir Portföyü oluşturamadıkları sürece aracı kurumlara başvurmaları gereklidir. Sermaye piyasasında menkul değerlerin arz ve talebine göre fiyatlar sürekli değişir. Bu neden ile sermaye piyasası riskler ile dolu bir alandır. Fon arz edenler ile fon talep edenler her zaman risk ile karşılaşabilirler. Aracı kuruluşlar bilgi ve tecrübeleri ile onların değişik yatırım araçlarına yönlendirilmelerini sağlayarak riski dağıtılması hizmetini sunarlar (Demirkan, 1992: 26).

Yurtdışındaki yatırımcıların pek çoğu profesyonel portföy yönetimlerini seçerek olası dalgalanmalardan en az etkilenmek veya karlarını artırmak istemektedirler. Sermaye piyasası kültürü artıkça yatırımcı davranışları da bu yöne doğru kaymaktadır.

2.4. SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA ARACI KURUMLARIN KURULUŞ VE FAALİYET ŞARTLARI

Bankalarda dâhil olmak üzere, sermaye piyasasında faaliyet göstermek isteyen bütün aracı kuruluşlar, SPKn ve SPK tebliğlerinde belirtilen nitelikleri sağlamak zorundadır. Asgari sermaye kriterine ilaveten, SPK tarafından istenen diğer şartlarında sağlanması gerekir.

Bankalar ile kuruluş işlemlerini tamamlamış olan aracı kurumların baş vuru konusu faaliyete geçmek üzere kuruldan izin alabilmeleri için bu tebliğice öngörülen genel şartlar ile faaliyet konularına ilişkin özel şartları yerine getirmeleri ve faaliyetlerini ilgili Kurul düzenlemelerine uygun şekilde yürütebilecek nitelik ve yeterlilik de olduklarını Kurul'ca kabulü gerekir. Kurul, yapacağı incelemeler sonucunda uygun gördüğü takdirde faaliyet iznini verir (Aksoy, Tanrıöven, 2007: 113).

2.4.1. Aracı Kurumlarda İzin Yetkisi ve Kuruluş Şartları

Aracı kurumlar, SPKn hükümlerine tabi olduklarından bu kanuna göre kurulacaktır. Aracı kurumların kuruluş şartları SPKn 32. maddesinde ve 01.03.1995 tarih ve 22217 mavili Resmi Gazete'de yayınlanan "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar" tebliğinin 5. maddesinde yer almaktadır. Ancak bu kanun ve tebliğlerde hüküm bulunmadığı hallerde TTK hükümleri uygulanacaktır. Bu nedenle aracı kurumların kuruluş şartları TTK hükümlerine tabi diğer anonim şirketlerin kuruluş şartlarına göre bazı farklılıklar göstermiştir. Anonim şirket kuruluşlarına göre özellik arz eden ve SPKn'na göre Kurul'dan izin alınabilmesi için gerekli şartlar şunlardır (Karapınar, Bayırlı, Altay ve Çına Bal, 2008: 84).

- i. Anonim ortaklık şeklinde kurulma mecburiyeti,
- ii. Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- iii. Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,

- iv. Sermayelerinin yapacakları aracılık faaliyetinin türüne göre Kurul tarafından yayınlanan tebliğde belirtilen miktardan az olmaması (ödenmiş sermayelerinin asgari 500.000TL olması ve sermayesinin %50 sinin İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş nezdinde hazine bonusu ve devlet tahvili şeklinde bloke edilmesi gerekir).
- v. Ana sözleşmenin SPKn'na ve Kurul düzenlemelerine uygun olması,
- vi. Kurucuların müflis olmadığı veya yüz kızzartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının tespit edilmiş olması gerekir.

Kurucuların, aracı kurum kurma teşebbüslerinde aşağıdaki işlemleri sırasıyla yerine getirmeleri gerekmektedir (İMKB, 2002: 56).

- i. SPKn ve TTK hükümlerine uygun, ortaklar tarafından imzalanmış bir şirket ana sözleşmesinin hazırlanıp notere tasdik ettirmeleri,
- ii. Sermayelerinin % 50'sini İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'nde Hazine Bonusu veya Devlet Tahvili olarak bloke ettirmeleri,
- iii. Müflis olmadıklarının veya yüz kızzartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığını kanıtlayan belgeler ve yine Kurul'un gerekli göreceği ek bilgi ve belgelerle Kurula başvurmaları,
- iv. Kurul'un kuruluş için uygun görüşü alındıktan sonra, TTK hükümlerine göre aracı kurumlarının anonim şirket statüsünde kurulabilmesi için Sanayi ve Ticaret Bakanlığına müracaat etmeleri,
- v. Sermayelerinin % 02 oranındaki bir tutarı, TCMB Ankara Şubesindeki Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Tüketicinin Korunması Hesabına yatırmaları,
- vi. Tüketicinin Korunması Hesabına yatırılan parayı gösterir banka dekontu ve Kurul tarafından verilen belgelerle birlikte Adalet Bakanlığına bağlı Ticaret Siciline Tescil ettirmeleri ve Türk Ticaret Sicil Gazetesinde ilan ettirmeleri gerekmektedir.

a. Anonim Ortaklık Şeklinde Kurulma Mecburiyeti

SPKn' na göre aracı kurumun anonim ortaklık şeklinde kurulması şarttır. Gerçek kişiler ve anonim şirket statüsü dışındaki diğer şirketler sermaye piyasasında aracı kurum olarak faaliyet gösteremezler. SPKn' nun aracı kurumların anonim ortaklık şeklinde kurulmasını şart koşmasının sebebi, bir taraftan sınırlı sorumluluğu

diğer taraftan piyasada güveni sağlamaktır. Ülkemizde sermaye piyasasının gelişmesinde bir tepki yasası niteliğinde ortaya çıkan SPKn, hemen hemen bütün tercihlerinde yatırımcının güvenliğini esas almıştır. Buda anonim ortaklık şeklinin tercihine yol açmıştır. Diğer taraftan sermaye piyasası araçlarının birkaç istisna dışında anonim ortaklıklar tarafından ihraç edilebilir olması anonim ortaklık şeklinde kurulma mecburiyetinin bir diğer sebebi olmuştur (Manavgat, 1988: 48).

b. Hisse Senetlerinin Tamamının Nama Yazılı Olması

Aracı kurumlar için sermaye piyasası yapısına uygun, en güvenilir kuruluş tipi olmaları nedeniyle tercih edilen Anonim Ortaklık modelinde etkin denetimin yapılabilmesinde, yönetim üstünlüğünü elinde bulunduran hisse senedi sahiplerinin bilinmesinin rolü büyüktür (Manavgat, 1988: 57-58). Anonim ortaklıkların hisse senetleri, TTK 409 ve 410. maddesi hükümlerine göre hamiline veya nama yazılı olabilir. Fakat aracılık faaliyetinde bulunacak aracı kurum anonim ortaklıkların hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması şarttır (SPKn m.33).

Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması hükmünün amacı, aracı kurumların kuruluş ve faaliyetinde belli kişilere ayrıcalık tanımak değil, hisse senetleri elden ele geçerken, mülkiyeti elinde bulunduran kişilerin yakından izlenmesine imkân sağlamaktır. Şirket yönetim ve denetim organlarının tespitinde yetkili ortakların bilinmesi ile aracı kurum faaliyetlerinin SPKn'nın amaç ve ilkelerine uygun yürütülüp yürütülmediği hususunda ortaklara gizli bir sorumluluk yüklenmiştir.

c. Hisse Senetlerinin Nakit Karşılığı Çıkarılması

SPKn 33. maddesi hükmünce aracı kurumların faaliyet konularına göre istenen sermaye tutarları için çıkarılan hisse senedi bedellerinin tam ve nakden ödenmesi şarttır. Faaliyetlerini sürdürmeleri nakit varlığını gerçekleştiren aracı kurumlarda, kuruluş için aranan asgari ödenmiş sermaye koşulu da esasen, aracılık işlemlerini yürütebilmek için yeterli nakit birikimini sağlayarak, piyasada maceracı kuruluşların türemesini önlemek amacını gütmektedir.

Aracı kurumların faaliyet konusu itibariyle nakit dışı sermayeye ihtiyaç duyacak bir özelliği olmadığı varsayımından, aynı sermaye koyması Kurul tarafından

sakıncalı görülmüştür. Özellikle aracılık işlemlerinin aksatılmadan yürütülebilmesi için yeterli nakit birikiminin sağlanması mecburiyeti, maceracı aracı kurumların çoğalmasını önlemiştir.

Aracı kurumlar malî güçlerinin zayıflamasıyla varlıklarının büyük ölçüde nakit olmasından dolayı Kurul tarafından öngörülen tedrici tasfiyeyi kolayca tamamlayabilirler. Aracı kurumların varlıkları aynî sermaye olsaydı mal varlıklarının zamanında gerçek değeriyle paraya çevrilememe olasılığından tasfiyeleri kısa sürede ve alacaklıların haklarını koruyacak şekilde gerçekleşemeyecekti (Manavgat, 1988: 151).

d. Sermaye Miktarı

SPKn, aracı kurumların asgarî sermaye miktarlarının Kurul'ca belirleneceğini hükme bağlamıştır (SPKn m.33). Buna göre Kurul, aracı kurumların kuruluş izni alabilmeleri için, ödenmiş sermayelerinin asgarî 500.000 YTL olması ve sermayenin %50' sinin İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'nde hazine bonosu veya devlet tahvili şeklinde bloke edilmiş olması şartını getirmiştir (Seri: V, No: 19, m.5).

Asgarî sermaye miktarı, 1997 yılından başlamak üzere Maliye Bakanlığınca her yıl bir önceki yıl için tespit ve ilan olunan yeniden değerlendirme katsayısı oranının %20'sinin altına inmemek kaydıyla Kurul'ca belirlenir ve ilgili yılın Haziran ayının sonuna kadar aracı kurumlar tarafından ödenir (Karapınar, Bayırlı, Altay ve Çine Bal, 2008: 91). Görüldüğü gibi Kurul, asgarî sermaye miktarlarını kanun değişikliğine gerek duymadan yüksek enflasyon gibi sermayenin anlamını kaybetmesine yol açan ekonomik şartlara göre yeniden tespit etmektedir. Yalnız asgarî sermaye miktarları tespitinde uluslararası uygulamalar da dikkate alınmaya başlanmıştır.

e. Esas Sözleşmenin SPKn'na ve Kurul Düzenlemelerine Uygun Olması

Aracı kurumlar, esas sözleşmelerini TTK'na göre hazırlayacak, ancak bu sözleşme SPKn hükümlerine aykırı hususlar içermeyecektir. Bu bakımdan, TTK ve SPKn'nun aracı kurumlar için belirlediği diğer hususlar esas sözleşmede yer almalıdır. SPKn, aracı kurumlara has bazı özel şartlar yanında aracı kurum ticaret unvanlarının çekirdek kısmında sermaye piyasası faaliyetlerinin çeşidini gösteren bir veya birkaç kelime ile anonim şirket kelimelerinin bulunmasını zorunlu kılmıştır.

Aracı kurum unvanlarına, "Menkul Kıymet Ticareti A.Ş", "Menkul Değerler A.Ş", "Menkul Değerler ve Yatırım A.Ş." gibi şirket statüsü ve aracılık faaliyetini gösteren ticaret unvanları örnek verebilir (TTK m.279).

f. Kurucularda Aranılan Özel Şartlar

SPKn, sermaye piyasasında faaliyet gösterecek aracı kurumların kurucularında bulunması gereken nitelikleri açıkça belirlemiştir. Aracı kurum ve kurucuları Sanayi ve Ticaret Bakanlığına izin için başvururken gerekenler aşağıdaki gibidir:

1. İflas etmemiş olduklarını ve ağır hapis, sahtekârlık, zimmet, rüşvet, emniyeti suiistimal, hırsızlık, dolandırıcılık, kaçakçılık ve hileli iflas gibi yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığını Cumhuriyet Savcılıklarından alacakları belge ile belgelendirmelidir.

2. Tüzel kişi kurucuların ise;

i. Kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmediğini, Tasarrufları Koruma Fonu Başkanlığından alacakları belge ile tevsik etmeleri,

ii. Faaliyet yetki belgelerinden biri veya birden fazlası iptal edilmiş yahut borsa üyeliğinden çıkarılmış kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması ve noter tasdiki ile belgelendirmesi,

iii. SPKn'na muhalefetten dolayı mahkûmiyetlerinin bulunmamış olması gerekir.

Bu özel şartlar sadece kurucular için değil, aracı kurumun tüm ortakları yöneticileri, denetçileri ve tüm çalışanları için de öngörülmüştür (Tebliğ, Seri 5, No: 19).

g. Diğer Mevzuatın Kuruluşa İlişkin Öngördüğü Şartlar

Aracı kurumlar, 4077 sayılı "Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun" un 29. maddesi uyarınca, sermayelerinin % 02 nispetinde bir meblağı, TC. Merkez Bankası Ankara Şubesi nezdinde ki Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Tüketicinin Korunması Hesabı'na yatırmakla yükümlüdür.

2.4.2. Aracı Kurumların Faaliyet Şartları

Aracı kurumların faaliyet şartları aşağıda ele alınmaktadır.

a. Faaliyet İzni Esasları

Sermaye Piyasası Kurulunun kuruluş işlemleri sırasında verdiği izin, bir "ön izin" mahiyetindedir. Çünkü bu izin, sadece kuruluş işlemleriyle sınırlıdır. Bunun için kuruluş işlemlerini tamamlayan aracı kurumlar hemen aracılık işlemlerine başlayamaz. Faaliyet ve aracılık için, SPKn'nun Seri: V, No: 19 tebliğinde öngörülen genel şartları ve faaliyet konularına ilişkin özel şartları yerine getirerek Kurula tekrar başvurmak zorundadır.

Kurul, faaliyet izni için başvuruları inceler ve ilgili mevzuatlara uygunluğunu tespit eder.

Faaliyet izin başvuruları en çok 30 gün içinde incelenerek uygun görülen kuruluşa, yapacağı faaliyeti gösteren bir Yetki Belgesi verilir. Yetki belgelerinin verilme tarihini izleyen 15 gün içinde aracı kurum faaliyetlerinin Ticaret Siciline Tescil ettirilmesi gerekir. Tescili yapılan aracı kurum, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi ile ülke çapında yayımlanan en az iki gazetede ilan ettirilir. Bu belgeye ilişkin her türlü değişiklik aynı şekilde tescil ve ilan edilir (Kocahanoğlu, 1993: 120).

Genel Şartlar

Aracı kurumların faaliyete geçebilmesi ve dolayısıyla Sermaye Piyasası Kurulundan izin alabilmesi için aşağıdaki şartlara uyması gerekmektedir (Seri: V, No: 19):

i. Faaliyet konularına göre öngörülen asgari sermaye tutarlarının, tam ve nakden ödenmiş bulunması,

ii. Kuruluş şartlarını kaybetmemiş olmaları,

iii. Aracı kurumların kuruluşları sırasında ortaklarında, yönetici ve ihtisas personeli ile denetçilerinde bulunması gerekli şartlar faaliyet izninde de aranmaktadır. Bu şartların ilgili makamlarca belgelendirilmesi,

iv. Tercih edilen faaliyet konularına uygun hizmet birimlerinin kurulmuş, bu birimler için yeterli personel kadrosunun oluşturulmuş olması, iç kontrol ve denetim sisteminin kurulması ve personelin buna uygun görev tanımları ile yetki ve

sorumluluklarının belirlenmiş olması,

v. Aksi mevzuatta belirtilmedikçe yöneticilerin yüksek öğrenim kurumlarından, ihtisas personelinin ise en az liseden mezun olmaları, malî piyasalarla ilgili bilgi ve mesleki tecrübeye sahip bulunmaları, ancak genel müdürün ise malî piyasalarla ilgili en az yedi sene mesleki tecrübeye sahip bulunması ve sadece bu görev için istihdam edilmiş olması,

vi. Yönetim Kurulu üyelerinin yarıdan bir fazlasının yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmaları,

vii. Faaliyet konularına uygun sağlıklı bir yönetim, Kurul'ca yapılan düzenlemelere uygun muhasebe kayıt, bilgi ve belge sistemi ile düzenli iş akışı ve haberleşmeyi sağlayacak yeterli bir organizasyonun kurulmuş, teknik donanımının sağlanmış ve kurum uhdesinde bulunacak nakit ve kıymetli evrak ile diğer bütün varlıkların asgarî yangın ve hırsızlık rizikolarına karşı sigorta ettirilerek bu konuda gerekli güvenlik önlemlerinin alınmış olması,

viii. Aracılık teminatlarının Kurul adına TCMB'na yatırılmış olması,

ix. Mali kuruluşlar dışında kalan ortaklarının gerçek kişi olması zorunludur.

- Yukarıda sayılan şartlar yönetmelikte faaliyet şartları olarak sayılmıştır. Fakat bütün bu şartlar aynı zamanda kuruluşta aranan şartların genişletilmiş şekli olarak ortaya çıkmaktadır.

Bankaların aracılık faaliyetlerinde bulunabilmelerinde 1, 2, 3, 6, 8, 9, maddelerindeki şartlar aranmaz.

Özsermaye Miktarlarıyla İlgili Özel Şartlar

Sermaye Piyasası Kurulu, öz sermayenin kullanımının ilişkin esasları yeniden düzenlemiştir. Asgari öz sermaye yükümlülüğü olarak da adlandırılabilen bu hususta, aracı kurumların alım satım aracılığı faaliyeti için sahip olmaları gereken öz sermaye tutarı 90. 000 TL dir. Ayrıca aracı kurumlar yapılan her bir sermaye piyasası faaliyeti için öz sermayelerini aşağıda belirtilen oranda hesaplanarak ilave edilmek sureti ile arttırmak zorundadır (Karapınar, Bayırlı, Bal, Altay ve Çına Bal, 2008:91).

- Halka arz aracılık faaliyeti için, alım satım aracılığı faaliyeti için sahip olunması gereken öz sermaye tutarının %50' si.
- Menkul kıymetleri geri alma veya satma taahhüdü ile alım satımı faaliyeti

için, alım satım aracılığı faaliyeti için sahip olunması gereken öz sermaye tutarının %50' si.

- Portföy yöneticiliği faaliyeti için, alım satım aracılığı faaliyeti için sahip olunması gereken öz sermaye tutarının %40' ı.
- Yatırım danışmanlığı faaliyeti için, alım satım aracılığı faaliyeti için sahip olunması gereken öz sermaye tutarının %10' u.

Bu maddeye göre belirlenen asgari öz sermaye tutarları, Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %20 sinin altına inmemek kaydıyla her yıl kurulca belirlenir. Aracı kurumlar, belirlenen yeni öz sermaye tutarını ilgili yılın en geç altıncı ayı sonu itibariyle sağlamak zorundadır.

Ancak bu şekilde hesaplanmış öz sermayenin en az %25'nin ödenmiş veya çıkarılmış sermaye olarak sağlanması zorunludur.

b. Faaliyete Geçme Başvurusu Belgeleri ve Süre

Kurul, SPKn'nun kendisine verdiği görev ve yetkiye dayanarak aracı kurumların başvuru prosedürü ile bunlarla ilgili süreleri düzenlemiştir. Faaliyete geçmek üzere Kurul'dan izin almak için aşağıda sıralanan belgeleri eksiksiz tamamlayarak bir dilekçe ile Kurula başvururlar (Kocahanoğlu, 1993: 123).

1. Tercih ettikleri faaliyet konularını açıklayıcı bilgiler ile tebliğde öngörülen şart ve nitelikleri yerine getirdiklerini belgeleyen evrak
2. Faaliyet konusuna ilişkin potansiyel iş hacmini gösteren bir etüdü
3. Yönetici ve diğer ihtisas personelim tanıtıcı bilgileri
4. Teşkilat şemaları
5. İş akışı ve iç kontrol sistemine ilişkin prosedürü
6. Muhasebe hesap planı ile işlemlerde kullanacakları belgelerin örnekleri
7. Yerleşim planı, teknik donanım ve organizasyonunu tanıtıcı bilgiler
8. Esas sözleşmeleri
9. Ortakları tanıtıcı bilgiler
10. Başvuru tarihinden en çok yedi gün öncesinin tarihini taşıyan mizanlarını ve Kurulca istenebilecek diğer belgeler

Kurul, aracı kuruluşların faaliyet izni başvurularında özel olarak Bağımsız Dış Denetini yaptırma şartını arayabilir. Aracı kurumların kuruluş için izin almalarını takip eden en geç altı ay içinde Kuruca başvuruları zorunludur. Söz konusu süre içinde Kurul' a başvurmayan veya başvuru sonucu faaliyet izni alamayan kuruluşların bu başvuruya ilişkin izin alma hakkı düşer. Faaliyet izni alamayan aracı kurumlar, Kurul tarafından kendilerine bildirilen olumsuz cevaptan sonraki üç ay içerisinde esas sözleşmelerinde Kurul'un istediği düzeltmeleri yapmak ve değişiklikleri yayımlandığı Ticaret Sicil Gazetesi'ni Kurula göndermek zorundadır (Seri: V, No: 19, m. 13).

d. Yetki Belgesi ve Borsa Üyelik Belgesi

Sermaye piyasasında faaliyette bulunacak aracı kuruluşlara, sermaye piyasası faaliyetlerinden hangilerini yapabileceklerini gösteren Yetki Belgesi verilir. Yetki Belgesi, aracı kurumların SPKn çerçevesinde faaliyette bulunabilme yetkisini, izin verilen faaliyetleri ve aracılık suretiyle yüklenebileceği sorumluluğun azamî sınırını gösteren bir çalışma ruhsatıdır. Yetki Belgesi olmayanlar veya belgeleri iptal olunanlar sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunamazlar (Kocahanoğlu, 1993: 124). Alınan bu Yetki Belgesi'nin işyeri merkezinin görünür bir yerine asılması zorunludur.

Yetki belgesi alan aracı kurumların İMKB' nin kayıtlı üyesi olma zorunluluğu yoktur. Yalnızca İMKB' nda işlem yapacak olanlar, İMKB' ndan Borsa Üyelik Belgesi (BÜB) almak zorundadırlar (SPKn, m.34).

e. Faaliyet İzni ve Yetki Belgesinin İptali ve Faaliyetin Geçici Olarak Durdurulması

Aracı kurumların faaliyet izinlerinin ve yetki belgelerinin iptaline ilişkin esaslar, SPKn'nda ayrı bir başlık altında düzenlenmemiştir. Sadece bazı hükümlerde Kurul'un yetkisinden bahsetmiştir. "Bir işlem veya karar yahut bir ruhsat, başka bir merci gösterilmemişse, onu yapmaya veya izin vermeye yetkili merci tarafından kaldırılır veya iptal edilir" kaidesi birçok uygulamada kanunların boşluklarını doldurduğu gibi bu konuda da tatbik edilebilir. SPKn, faaliyet izninin ve yetki belgesinin verilmesinde aranacak şart ve niteliklerin tespitinde, aracılık faaliyetleri sırasında uyulacak kuralların düzenlenmesinde Kurul'u yetkili kılmıştır. Bu nedenle Kurul, aracı kurumların faaliyet ilanlarını gösteren yetki belgesini iptal edebilmekte

veya faaliyetlerini geçici bir süre durdurabilmektedir (Seri: V, No: 19, m.57).

Ayrıca aracı kurumların uluslararası pazar faaliyetlerinin geçici veya sürekli olarak durdurulması İMKB Uluslararası Piyasası Yönetmeliği'nce düzenlenmiştir. Buna göre İMKB Yönetim Kurulu, Uluslararası Pazar İşlem Yetkisi'ni iptal edebilir veya işlemleri geçici olarak durdurabilir. İşlem yetkisi kaldırılan aracı kuruluşların tekrar işlem yapabilmeleri için aranacak şartlar ile diğer esas ve usuller İMKB Yönetim Kurulunca belirlenir.

f. Uluslararası Pazarda İşlem Yapacak Aracı Kurumların Faaliyet Şartları

Uluslararası pazarda işlem yapacak aracı kurumlar sırasıyla aşağıdaki işlemleri yaparlar (İMKB, 2002: 428).

- Pazar işlem yetkisi için bir dilekçe ile İMKB Başkanlığına başvururlar.
- İşlem yetkisini müteakip Dış Ticaret Müsteşarlığı Serbest Bölgeler Genel Müdürlüğünden Faaliyet Ruhsatı alırlar.
- Önceden belirlenmiş olan bir banka veya Takasbank'ta gerekli hesapları açtırır ve İMKB Yönetim Kurulunca belirlenen teminatları açtırılan bu hesaplara yatırır.
- İMKB Serbest Bölge Müdürlüğünden veya noterden tasdikli Faaliyet Ruhsatı'nın bir sureti, her bir pazar işlemi için aracı kurum yetkilisinin imzaladığı Uluslararası İşlem Yapma Taahhünamesi ve imza sirküleri ile birlikte İMKB Başkanlığına başvururlar.

2.5 ARACI KURUMLARIN MERKEZ DIŞI ÖRGÜTLERİ

Anonim şirketlerin herhangi bir merkez dışı örgüt oluşturarak faaliyet Göstermelerinde kanuni bir sınırlama yoktur. Aynı şekilde SPKn, aracı kurumlarının merkez dışı örgüt oluşturarak faaliyette bulunmalarına bir sınırlama getirmemiş yalnızca Kurula bildirimde bulunulmasını zorunlu tutmuştur. SPKn mevzuatına ve yayınlanan tebliğlere uygun hareket etmeyen aracı kurumların merkez dışı örgütleri, yalnız o aracı kuruma mahsus olmak üzere sınırlandırılabilir. Seri: V, No: 19, tebliği m.18'e göre aracı kurumların merkez dışı örgütleri; şubeleri, acenteleri ve bürolarından oluşur.

Alım satım aracılığı yetki belgesi almış aracı kurumlar, söz konusu tebliğde öngörülen faaliyet şartlarını yerine getirerek merkez dışı örgütleri Kurula bildirmek

şartıyla açabilirler. Bunun için şube, irtibat büroları ve acentelerinin açılması için alındıkları yönetim kurulu karar ile Kurula başvururlar. Başvurular 30 işgünü içinde Kurul tarafından sonuçlandırılır (Tebliğ, Seri 5, No:30). Başvurular olumlu neticelenirse aracı kurumların merkez dışı örgütleri faaliyete geçebilirler. İlgili merkez dışı örgütlenmede personelin sahip olması gereken eğitim şartları ve lisanslar mutlaka bulunmalıdır (Karapınar, Bayırlı- Altay ve Çına Bal, 2008: 92).

2.5.1. Aracı Kurum Şubeleri

Aracı kurumların şube açmaları, Kurul iznine, tabi olmayıp yalnızca Kurula bildirimde bulunulması yeterlidir. İlk yapılacak şey aracı kurumların, kendi ticaret unvanları altında şube açılmasına ilişkin yönetim kurulu kararını Ticaret Sicili'ne tescil ve ilân ettirmeleridir. İlanı müteakip 10 gün içinde de tescil ve ilâna tabi tüm belgelerle Kurula bildirimde bulunmaları gereklidir. Kurul olumsuz bir görüş bildirmediği veya aracı kurumun şube açmasına bir sınırlama getirmediği takdirde, şube tebliğde yer alan esaslar çerçevesinde faaliyete geçebilir (Seri: V, No: 19, m. 18).

Aracı kurumların şube açabilmeleri için şu şartları yerine getirmeleri gerekir (Seri: V, No: 19, m. 19):

- a. Hizmetin gerektirdiği yeterli mekân ve teknik donanımın sağlanmış olması,
- b. Merkez ile irtibatlı ve Kurul düzenlemelerine uygun muhasebe sistemi ile kayıt ve düzeninin, süratli bir iş akışı ve haberleşmenin kurulmuş; şube uhdesinde bulunacak nakit ve kıymetli evrak ile diğer varlıkların asgarî yangın ve hırsızlık rizikolarına karşı sigorta ettirilmiş ve bu konuda diğer güvenlik önlemlerinin alınmış bulunması,
- c) Faaliyete geçiş şartlarındaki ortak, yönetici, denetçi ve çalışanlarda istenen niteliklere sahip, mali piyasalarda ilgili bilgi ve deneyimi bulunan yüksek okul mezunu bir şube müdürü ile şubenin ihtiyacına uygun yeterli ihtisas personeli ve diğer personelin sağlanmış olması şarttır.

Aracı kurumun şubesi faaliyete geçtikten sonra, Kurul'ca yapılacak incelemeler sonucunda şubenin mevzuata aykırı iş ve işlemlerinin tespiti halinde, şubenin faaliyetleri durdurulur ve yeni şube açmalarına kısıtlama getirilebilir (Seri: V, No: 19, m. 19).

Şubeler, aracı kurumun tüm yetkilerine sahiptir. Şubelerin kayıtları merkezde tutulur; ancak şube isterse kendi kayıtlarını tutabilir. Şube kayıtlarının merkezde tutulması halinde yalnızca günlük kasa defteri şubede tutulur.

Aracı kurumların örgütlenme esnasında herhangi bir noktada şube olarak faaliyet göstermek istemelerinin önemli nedenleri bulunmaktadır. Bunların neden; Şube olmaları sebebiyle daha fazla donanımlı personel çalıştırabilmeleridir, bu da finansal aracılık ve finansal hizmetlerin pazarlanmasında sektördeki diğer rakiplerine karşı ciddi bir avantaj sağlamaktadır. Ayrıca ilgili noktalarda irtibat bürosu yerine şube olarak faaliyette bulunmak ilgili aracı kurum için büyük bir prestij kaynağıdır.

2.5.2. Aracı Kurum Acenteleri

Aracı kurumların acentelik tesisi, Kurul iznine tabi olmayıp yalnızca Kurula bildirimde bulunulması yeterlidir. Acenteler, sözleşme yaptığı aracı kurumların ticaret unvanı ile faaliyet göstereceği yeri içeren işletme adını ve acente tesisine ilişkin yönetim kurulu kararını Ticaret Sicili'ne tescil ve ilân ettirerek faaliyete geçebilirler. İlanı müteakip 10 gün içinde de tescil ve ilâna tabi tüm belgelerle Kurula bildirimde bulunmaları gereklidir. Kurul olumsuz bir görüş bildirmediği veya aracı kurumun acentelik sözleşmesi yapmasına bir sınırlama getirmediği takdirde, acenteler tebliğde yer alan esaslar çerçevesinde faaliyetine devam ederler (Seri: V, No: 19, m. 18).

Sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık yetkisine sahip aracı kurumlar, acentelik sözleşmesinde belirlenecek yerler içinde acenteleri aracılığıyla alacakları emirler doğrultusunda aracılık faaliyeti çerçevesinde sadece sermaye piyasası araçlarının alım satımında bulunabilirler. Acenteler, aracı kurum ile imzaladıkları yazılı acentelik sözleşmesi çerçevesinde faaliyet gösterdikleri yerde, sadece sermaye piyasası araçlarına alım ve satım emirlerinin aracı kuruma iletilmesine ve gerçekleşen emirlerin tasfiyesine aracılık eden gerçek kişi veya ticaret şirketleridir.

Aracı kurum ile acente arasında yazılı bir acentelik sözleşmesi yapılması zorunludur (Seri: V, No: 19, m. 20). Acente aracılığı yapılan işlemler ve bu işlemlerle ilgili olarak müşteriyle kurulan ilişkilerden doğan hukukî sorumluluk, acentelik sözleşmesi yapılan aracı kuruma aittir. Aracı kurumlar ise, yasa ve

sözleşmelere dayanarak acente aleyhine dava açarak hakkını arayabilmektedir (İMKB, 2002:61).

Acenteler, para tahsiline ve menkul kıymet teslimine yetkili değildir. Ödemeler bankalar aracılığı ile doğrudan aracı kuruma yapılır (İMKB, 2002: 62). Bunun yanında acenteler, Vergi Usul Kanuna göre 1. sınıf tacir olma sıfatlarının gerektirdiği tüm defter ve kayıtları aracı kurumlardan bağımsız olarak tutarlar.

2.5.3. Aracı Kurum İrtibat Büroları

İrtibat büroları, aracı kurumu ve aracı kurumun yetkili olduğu sermaye piyasası faaliyetlerinin tanıtımını yapmak amacıyla aracı kurumu temsil etmekle görevli ve Kurula bildirimde bulunmak kaydıyla kurulan hizmet birimleridir. İrtibat büroları sadece müşteri emirlerini aracı kuruma iletebilirler (Seri: V, No: 19, m. 28).

Aracı kurumların irtibat bürosu açmaları için aşağıdaki koşullar geçerlidir (Seri: V, No: 19, m. 28);

- a) Hizmetin gerektirdiği mekân ve teknik donanımın sağlanmış, işyerinin amaca uygun olarak tefriş edilmiş olması.
- b) Kurul tarafından belirlenen niteliklere haiz en az lise mezunu bir büro sorumlusu ile yeterli sayıda personelin sağlanmış olması.

Aracı kurumlar, kendi ticaret unvanı altında irtibat bürosunun adını ve büronun kurulmasına ilişkin yönetim kurul kararını ilgili Ticaret Sicili'ne tescil ve ilân ettirerek bürolarını faaliyete geçirebilirler. Aracı kurum irtibat büroları, günlük kasa defteri haricinde defter ve kayıt tutmazlar.

Tablo 2.2 : Aracı Kurumların Şubeleri, Acenteleri ve İrtibat Büroları Arasındaki Farklar

	ŞUBELER	ACENTELER	İRTİBAT BÜROLARI
MUHASEBE KAYITLARI	Kayıtlar merkezde tutulur. Ancak şube isterse kayıtlarını kendi de tutabilir	Tüm kayıtlarını kendisi tutar	Muhasebe kaydı tutmazlar
YETKİLERİ	Aracı kurumun tüm yetkilerine sahiptir	Sadece alım-satıma aracılık hizmeti verirler. Diğer aracı kurum işlemlerini	Sadece müşteri emirlerini aracı kuruma iletirler.
HUKUKİ BAĞLILIKLAR	Aracı kurumun bir organıdır.	Aracı kurumdan bağımsızdır ve sadece bir sözleşmeyle bağlıdır.	Aracı kurumu ve faaliyetlerini tanıtmak için kurulan hizmet birimidir. Aracı kurumun bir

Kaynak: İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, 17. Basım, İstanbul, 2002, s. 60-63.

2.6. ARACI KURUMLARIN ORGANİZASYON YAPISI VE İŞLEYİŞİ

Türk sermaye piyasasının gelişimine önemli katkıları olan aracı kurumların, Finansal piyasaların olumlu gelişimi performansı doğrultusunda organizasyon yapısı olarak kendilerini geliştirme zorunluluğu kaçınılmaz olmuştur. Aracı kurumlarca sunulan finansal hizmetlerin, finansal ürünlerin çeşitliğinin artması ile birlikte istihdam edilen personel sayısı ve personel donanımı sürekli artma eğilimi içerisinde olmuş ve kurumsal kimlik oluşturma önemli hedefleri arasında yer almıştır.

2.6.1. Aracı Kurumların Organizasyon Yapısı

Aracı kurumlarda diğer kurumlarda görüldüğü gibi organizasyon ağı yaygınlaştıkça ve personel sayısı arttıkça kurumsallaşma ihtiyacı artmıştır. Karar alma süreçleri, yetki ve sorumluluklar anlık karar alma ihtiyacının daha da fazla hissedildiği finans sektöründe önem kazanmıştır. Önemli finansal kararların kısa sürede alınması zorunluluğu bazı durumlarda bütün işletmenin geleceğini de doğrudan etkiler. Yetki ve sorumluluk ile birlikte denetim görevi de son derece yüksek önem taşımakta olup, ING BARINGS'in bir borsa temsilcisinin 1995 yılında yaptığı bir hata yüzünden şirket sermayesinin çok üstünde zarara uğratılması buna güzel bir örnektir.

Aracı kurumların son derece sıkı yasal bir denetime tabi olmasına rağmen bazı şirket sahiplerinin kendi menfaatleri doğrultusunda şirket öz kaynaklarından yararlandıkları da rastlanmaktadır.

Finansal piyasalarda birçok değişkenin aynı anda izlenmesi zorunluluğu ve Türkiye'deki gibi bir menkul kıymetler piyasasının oynaklığının son derece fazla olduğu durumlarda işin stresinin de organizasyon içi ilişkilerin daha çok informal ilişkilere dayanmasına yol açmıştır. Özellikle piyasa ile doğrudan ilişki içinde olan dealer, broker, yatırım uzmanı, portföy yöneticisi gibi personeller bu informal ilişkinin daha çok yaşandığı alt pozisyonlardır.

2.6.2. Aracı Kurumlarda İş Akışı ve Karar Mekanizması

Müşteri alım ya da satım için önce bir aracı kuruma ya da merkez dışı örgütlerinden birine başvurur. Alım satım kararı konusunda ilgili yatırım uzmanına danışır ve yardımcı olmasını ister. Yatırım uzmanı da müşteriyi teknik olarak aydınlatır. Müşterinin talebi doğrultusunda ne zaman alım yapması ve ne zaman satım yapması gerektiği konusunda tavsiyelerde bulunur.

İkinci aşamada müşteri, müşteri hizmetleri birimine gelir. Burada müşteri adına yazılı bir sözleşme yapılır ve bir nüshası müşteriye verilir. Müşteri alım ya da satım yapacağı hisse senedinin bedelini kurum nezdinde de bir hesap açtırarak belge karşılığında parasını yatırır ve kararı doğrultusunda bir alım satım emri verir. Şayet herhangi bir menkul kıymetin satılmasını istiyorsa menkul kıymeti aracı kuruma teslim eder ve karşılığında menkul kıymet bordrosu ile menkul kıymet giriş fişi alır. SPK iç kontrol ve teftiş mevzuatı gereği ordinoların yazılı olması ve bunların teftiş birimlerince kontrolü gerekir (İMKB, 2002: 63).

Alınan emirler iki nüsha olarak düzenlenen müşteri emri formuna kaydedilir ve imzalatılarak bir nüshası müşteriye verilir. Bu forma müşterinin adı, alım ya da satım emirlerinden hangisinin yapıldığı ve alım ya da satımın limitli mi yoksa serbest fiyatlı mı olduğu yazılır. Limitli emir, kabul edilen alıcı için en yüksek alış fiyatını, satıcı için en düşük satış fiyatını, serbest fiyatlı emir ise müşteri menfaati gözetilecek şekilde serbestçe alım satımını ifade eder.

Verilecek emirlerin yazılı olması esastır. Bazı durumlarda müşteri emri, telefonla ve benzeri iletişim araçlarıyla ya da kendileri tarafından sözlü olarak verilebilmektedir. Sözlü emirler anında sıra numarası takip eden listelere kaydedilerek yazılı hale dönüştürülür. Müşteri emri daha sonra borsa işlemleri birimine gelir. Gelen bütün müşteri emirleri burada toplanır.

İMKB'nda seanslarda müşteri emri doğrultusunda işlem gerçekleşir ya da gerçekleşmez. İMKB'nda işlemler emirlerin karşılaştırılması yöntemiyle gerçekleşir. Fiyat önceliği ile düşük fiyatlı satım emirleri ve yüksek fiyatlı alım emirleri, zaman önceliği ile önce kaydedilen emirler, müşteri emirlerinin önceliği kuralı ile de müşteri adına yapılan işlemler gerçekleştirilir (İMKB, 2002: 500).

Seans bitiminden sonra, gerçekleşen işlemler borsa işlem defterine geçirilir. Limitli ya da serbest fiyatlı verilen alım-satım emirleri sonucunda gerçekleşen işlemler saptanır. Emri veren müşterinin kartı çıkarılır ve işlem aynen karta geçer. Müşteri, menkul kıymet almış ve hesaptaki bakiyesi yetersizse muhasebeye para ödemesi yapar. Bu işlemde müşteriden sözleşmede belirlenen oran üzerinden kürtaj (komisyon; genellikle %1 ile %4 arasındadır) tahsil edilir ya da hesabından mahsup edilir. Müşteri hizmetleri birimi müşterinin isteği doğrultusunda o anki nakit-menkul kıymet stoku durumunu bildirir.

Müşteriden alınan komisyon, müşterinin işlem hacmi, portföy büyüklüğü ve itibarıyla doğrudan ilişkili olup aracı kurumlar tarafından 2006 yılı başından bu yana serbestçe belirlenmektedir. Satın alınan menkul kıymetler; fiziki teslimi istenmediği müddetçe 1995'ten beri saklama hizmeti veren İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) tarafından saklanır. Aracı kurumun Takasbank'ta ki hesabının alt hesabı olacak şekilde saklama hesabı açılır ve belli bir kod numarası verilir. Alo takas sistemi ile de yatırımcının her an hesap bakiyesini öğrenmesi sağlanır.

Türk finans sektörü 32 sayılı kararname ile düzenlenen Türk parasını koruma kanunu ile 1980'lerde serbestleşme eğilimine girmiş ve bu aşamadan sonra başta bankacılık kesimi olmak üzere diğer sektör aktörlerinde hızlı bir değişim yaşanmıştır. Yurtdışından gelen fonların artması, şubeleşme, insan kaynakları, karlı bir piyasa oluşu gibi özellikler sadece yerli yatırımcıyı değil yabancı yatırımcıyı da Türkiye'ye çekmiştir.

1982 yılında Sermaye Piyasası Kanununun yürürlüğü girmesi ve Sermaye Piyasası Kurumunun faaliyetlerine başlamasını takiben, 1986 yılında İstanbul menkul Kıymetler Borsası da faaliyete geçmiştir. Sermaye Piyasalarında gerek bankalar gerekse aracı kuruluşlar, gerekse uzun vadeli fon sağlayan kuruluşların sayısı hızla artarak piyasayı genişletmişlerdir. Ancak ard arda yaşanan ekonomik

krizler, devletin yüksek borçlanma ihtiyacı ve yüksek faiz politikası henüz gelişme çağındaki Türk Sermaye Piyasalarını olumsuz yönde etkilemiştir.

Bunu takip eden süreçte pek çok halka açık şirketin faaliyetlerine son vermesi veya borsa kotundan çıkarılması aracı kurumların bazılarının yetkilerinin iptal edilmesi gibi süreçler kısa sayılabilecek bir zamanda yaşanmıştır. İzleyen bölümde Türk sermaye Piyasasında çalışan aracı kuruluşların ne derece etkin ve verimli çalışabildiklerine dair bir kantitatif analiz yapılmıştır. Analizde 2005 ile 2008 yılları arasında faaliyet gösteren 78 aracı kuruluşun etkinliği ölçülmeye çalışılmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE DE ARACI KURULUŞLARIN ETKİNLİĞİNİN ÖLÇÜLMESİ

Finansal kurumların etkinliğinin ölçülmesi, oldukça ilgi gören bir alan olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle 70’li yılların sonlarından itibaren finansal sistemlerin serbestleşmeye başlamasıyla birlikte artan finansal krizler finansal kurumların etkinlik ve verimliliğinin ölçümüne olan ilgiyi arttırmıştır. Sektörlerin etkinliğinin ölçülmesine gösterilen ilginin sermaye piyasasının vazgeçilmez unsurlarından biri olan aracı kuruluşlara hem ulusal hem de uluslar arası literatürde yeterince yer verilmediği anlaşılmaktadır (Aktaş ve Kargın, 2007: 103).

Konu ile sınırlı çalışmalar bulunmaktadır. Fukuyama ve Weber (1999) 1988-1993 döneminde Japonya’daki aracı kurumların etkinlik ve verimliliğini kurumların etkinlik ve verimliliğini VZA kullanarak ölçmüştür. Bulgular dört büyük aracı kurumunun (firmanın) küçük aracı kurumlara göre maliyet etkinliğinin daha yüksek olduğunu ortaya koymakta ve dönem içinde etkinliğinin daha yüksek olduğunu ortaya koymakta ve dönem içinde etkinlik düzeyinin sabit kaldığını, değişmediğini göstermektedir. Türkiye’de ise Gündüz,ve diğerleri (2001) tarafından “Türkiye’de aracı kurumların performans analizi (1993-1998)”; Aktaş, ve Kargın (2007) tarafından da “Türk sermaye piyasasındaki aracı kurumların etkinlik ve verimliliği” başlıklı çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalarda, likidite ve aktif yapısı bakımından değerlendirildiğinde yıllar itibari ile likidite sektör ortalamasının yükseldiği buna paralel olarak standart sapmanın da artmakta olduğu, sektör ortalamasında bir iyileşme söz konusu olsa da standart sapmanın yüksekliği dikkate alınınca bazı aracı kurumlar için likidite probleminin büyümüş olabileceği; kaldıraç oranının incelendiğinde 1993 yılında çok yüksek olan bu oranın 1998 yılına gelindiğinde büyük ölçüde düştüğü standart sapmasının da azaldığı, 1993 yılındaki yüksek kaldıraç ve yüksek standart sapmanın 1994 yılındaki kriz sırasında batan aracı kurumlara işaret ettiği, düşünerek öz sermaye açısından aracı kurumların sektör olarak daha iyi olduğu sonuçlarına ulaşmışlardır.

Bu bölümde Türk Sermaye Piyasasında faaliyet gösteren Aracı Kuruluşların ne derece etkin çalışabildiklerine dair bir kantitatif analiz yapılmıştır.

İzleyen bölümde ilk olarak Türkiye deki Aracım Kuruluş sektörünün yapısı ve gelişimi değerlendirilmiştir. Diğer bölümlerde araştırmaya konu olan 2005 ile 2008 yılları arasında, faaliyet gösteren 78 aracı kuruluş için metodoloji, veri seti ve değişkenlerin belirlenmesi ile ilgili bilgiler verildikten sonra analiz sonuçları elde edilmesi ve yorumlanması yapılmıştır.

3.1. TÜRKİYE’DE Kİ ARACI KURULUŞ SEKTÖRÜ YAPISI VE GELİŞİMİ

Aracı Kuruluşlar, borsa adı verilen örgütlenmiş bir piyasada menkul kıymetleri alma ve satma yetkisi verilmiş kişi ya da kurumları ifade etmektedir. Türk sermaye piyasasında faaliyette bulunmak üzere yetki belgesi almış banka ve aracı kurumlar” aracı kuruluşları oluşturmaktadır. Piyasayı örgütleyen bu özel girişimciler menkul kıymet almak ve satmak için dışarıdan gelenlere aracılık ederek komisyon geliri elde etmektedirler. Aracı kuruluş tanımı, aracı kurum ve banka kökenli aracılara kapsamaktadır. Aracı kuruluşlar Sermaye Piyasası Kanunu’nda belirtilen aracılık faaliyetlerinde bulunabilmektedir. Aracı kuruluşlar her bir aracılık faaliyeti için Sermaye Piyasası Kurulundan yetki belgesi almak zorundadırlar.

Türkiye de 1981 yılındaki Sermaye Piyasası Kanunu ve aynı yıl oluşturulan Sermaye Piyasası Kurulu ile, 1986 yılında faaliyetine başlayan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, aracı kuruluş faaliyetlerinin temelini oluşturmuştur.2009 yılı itibariyle, aracılık faaliyetlerini yürüten ve resmi olarak Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği ne üye 144 aracı kuruluş bulunmaktadır.

Tablo 3.1 Aracı Kuruluş Sayıları 1990-2009

	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2006	2007	2008	2009
Aracı Kurum	48	103	129	126	119	118	106	104	104	103
Banka Kökenli Aracılar	51	62	73	58	48	44	40	41	41	41
Toplam	99	165	202	184	167	162	146	145	145	144

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr>

Tablo 3.1. yıllar itibariyle aracı kuruluş sayısının gelişimini göstermektedir. Tablodan izlenebileceği gibi aracılar, aracı kurum ve banka kökenli aracılar olmak üzere 1990 yılından 2000 yılına kadar aracı kuruluş sayısında sermaye piyasasının olumlu gelişimine paralel olarak artış gözlenmektedir. Daha sonra ise Türkiye de yaşanan 2000 ve 2001 krizleri ile beraber finansal piyasalar ve aktörleri sistem tarafından tekrar sorgulanmış ve sektörün yeniden yapılandırılması programından sonra, sorunlu bankaların çözümlenmesine yönelik uygulamalar nedeniyle faaliyet gösteren aracı kuruluş sayısı azalmış ve 2009 yılı itibariyle 144 e inmiştir. Ancak azalışın banka kökenli aracılar da daha fazla olduğu gözlenmektedir. Burada etkili olan etkenler 2001 krizi sonrası yansımalar, sektör içerisinde uzmanlaşma gerekliliği ve bankaların alternatif gelir kanallarını tercih etmeleridir.

Tablo 3.2. Aracı Kuruluşlarla İlgili Veriler

	AKTİF TOPLAMI	ÖZSERMAYE TOPLAM	ÖZSERMAYE/AKTİF TOPLAM	NET KOMİSYON GELİRLERİ	ESAS FAALİYET KARI	NET KAR	NET KAR /ÖZSERMAYE	PERSONEL SAYISI	ŞUBELER	İRTİBAT BÜROLARI	ACENTE ŞUBELERİ
1999	454.821.671	187.389.632	41,20%	136.132.913	37.879.003	74.710.395	39,87%	6.650	162	75	3.232
2000	669.094.810	325.281.880	48,60%	376.516.277	94.639.547	117.361.515	36,08%	8.336	211	88	3.412
2001	949.963.220	573.903.074	60,41%	340.915.902	92.893.321	218.349.801	38,05%	7.156	219	88	3.948
2002	1.009.6896.473	719.647.176	71,27%	387.241.312	-2.657.124	104.562.735	14,53%	6.626	243	96	3.813
2003	1.295.321.785	895.570.112	69,14%	515.061.214	63.868.823	137.448.113	15,35%	6.035	227	73	3.688
2004	1.026.574.963	810.180.458	78,92%	537.270.103	67.363.464	86.672.722	10,70%	5.906	224	67	4.450
2005	2.563.550.886	1.500.873.956	58,55%	672.914.01	301.830.251	273.193.594	18,20%	5.916	234	69	4.406
2006	2.684.842.872	1.499.548.359	55,85%	692.084.346	176.727.913	187.850.501	12,53%	5.899	246	64	4.514
2007	3.808.563.671	2.152.576.180	56,52%	845.762.933	333.550.224	356.284.166	16,55%	5.861	231	52	4.775
2008	4.162.750.963	2.149.710.452	51,64%	714.174.789	72.702.934	177.008.998	8,23%	5.102	185	44	5.664

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası ve Aracı Kuruluşlar Birliği

Tablo 3.2. Aracı kuruluşlara ait bazı finansal ve ekonomik veriler 1999 yılından 2008 yılına kadar 10 yıllık süredeki gelişimi göstermektedir. Sektöre ait Aktif toplam, Özsermaye Toplamı, Net Komisyon Gelirleri, Esas Faaliyet Karları ve Net Kar kalemleri sektörün yıllar itibariyle gösterilmektedir. Ayrıca, tablo 2 de organizasyon yapısını oluşturan, acente, irtibat bürosu, şube ve personel sayıları verilmektedir.

Aracı kuruluş sektörüne ait Özsermaye kalemine dönemsel olarak bakıldığında 1999 yılından bu yana kuruluşların özsermayelerinin sağlıklı olarak artış gösterdiği gözlenmektedir. Aynı şekilde aktif toplamlardaki düzenli artışta Türk sermaye piyasasının gelişimine paralel olarak görülmektedir. Örneğin 1999 da sektöre ait özsermaye toplamı 187.389.632 TL iken 2005 yılında 1.500.873.956 TL, 2008 yılında ise 2.149.710.452 TL olarak gerçekleşmiştir. İlgili tabloda varlıkların ne kadarının özsermaye ile finanse edildiğini gösteren Özsermaye / Aktif Toplam oranı analiz edildiğinde 1999 yılında bu oranın %41.20 olduğu 2004 yılında analizi konu alan yıllar içerisinde %78.92 ile en yüksek orana ulaşıldığı ancak 2004 yılından sonra oranın %50 ile 60 rakamları hedeflediği görülmektedir. Sektörde, dönemsel krizler sonrası yaşanan yorgunluk özsermaye miktarlarını arttırmak yerine alternatif gelir kanallarını değerlendirmek ve dışarıdan borçlanmayı tercih etmek olarak kendisini göstermiştir. Sektörün gelişmelere verdiği tepki Net kar / Özsermaye oranında çok net görülmektedir. Net kar / Özsermaye oranı 1999 yılında %39.87 iken 2001 yılında %38,05, 2002 yılında ise %14,53 düşmüştür. Bunun sebebi 2001 yılında yaşanan kriz sonrası finansal yeniden yapılandırma çalışmaları ile aracı kuruluşların özsermayelerin artırmalarıdır. 2008 yılı sonunda ise Net Kar / Özsermaye oranı %8,23'e düşmüştür.

Sektörün Net komisyon gelirleri ise 2000 yılının başlarından itibaren artış göstermeye başlamış ancak son yıllarda artış eğiliminde azalma görülmüştür. 2000 yılında sektöre ait Net Komisyon geliri 376.516.277 TL, 2005 yılında 672.914.010 TL, 2008 yılı sonunda 714.174.789 TL'dir. Net komisyon gelirleri aracılık faaliyetinin doğal sonucu olarak önemli bir veridir. Net komisyon gelirlerindeki olumlu yada olumsuz gelişimi etkileyen etkenler para ve sermaye piyasasındaki gelişmeler, piyasalarda yaşanan konjonktürel dalgalanmalar, ekonomik ve politik gelişmeler olarak sıralanabilir. Bu konuda son yıllarda finansal ürünlerin pazarlanması ve aracılık faaliyetlerinde yaşanan kuruluşlar arasındaki yoğun rekabette göz ardı edilmemelidir. Rekabet sebebiyle aracılık faaliyetinden alınan

komisyon oranları geçmiş yıllara oranla çok düşmüştür. Bu gelişme beraberinde esas faaliyet karı ve net kar kalemlerinde düşüğe sebep olmuştur. Ayrıca Tablo 3.2 incelediğinde Türkiye de yaşanan 2001-2002 yılı krizi sebebiyle sektörün esas faaliyet karı ve net kar kalemlerinde ciddi düşüşler olduğu görülmektedir.

Organizasyon yapısı değerlendirildiğinde, sektörde istihdam edilen personel sayısında yıllar itibariyle iş hacminin artmış olmasına rağmen ciddi düşüşler görülmektedir. Bunun sebebi sermaye piyasasının teknik altyapısının hızla gelişmesi ve teknolojik yeniliklerden faydalanılmasıdır. Teknolojik gelişim sektörde kendisini o kadar geliştirmiştir ki İstanbul Menkul Kıymetler Borsası işlemlerin hızlı gerçekleşmesi ve faaliyetle ilgili olarak teknoloji kullanımı anlamında dünyanın önde gelen borsaları arasında bulunmaktadır.

Türk sermaye piyasasında aracılık hizmetleri 1998 yılından sonra internet aracılığıyla da sunulmaya başlanmıştır. Bu gelişme sonrası aracı kuruluşlar pazarlama faaliyetlerinde, müşterilerine ulaşımlarında ciddi bir avantaja sahip olmuşlar ve uzaktan erişim sayesinde daha çok kişiye ulaşıp komisyon gelirlerini arttırmayı başarmışlardır. Bu gelişmenin olumsuz yansıması sosyal anlamda kendisini göstermiş ve sektörde çalışan personel sayısında düşüşler olmuştur.

Tablo 3.3. Hisse Senedi Alım Satımına İlişkin İnternet İşlemleri

	ARACI KURUM SAYISI	İŞLEM YAPAN MÜŞTERİ SAYISI	İLETİLEN EMİR SAYISI	GERÇEKLEŞEN İŞLEM SAYISI	İLETİLEN EMİR HACMİ (BİN TL)	GERÇEKLEŞEN HACİM (BİN TL)
1999	10	8.248	287.748	164.378	222.411	100.577
2000	20	167.959	1.847.009	1.308.952	1.237.311	729.379
2001	35	64.654	4.907.892	2.668.815	3.908.708	2.397.047
2002	42	77.367	7.361.641	3.650.861	9.607.078	4.437.113
2003	47	85.836	8.991.490	4.715.364	16.554.790	8.715.017
2004	50	128.266	16.777.374	9.191.243	39.109.516	20.130.516
2005	61	118.800	19.410.605	10.858.346	58.901.301	30.285.230
2006	61	181.801	-	13.018.098	-	43.333.890
2007	68	186.622	-	15.339.686	-	15.339.686
2008	69	202.700	-	18.853.084	-	61.612.375

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası ve Aracı Kuruluşlar Birliği

Tablo 3.3. hisse senedi alım satımına ilişkin internet işlemleri ile ilgili verileri göstermektedir. 2000 yılında 20 aracı kuruluş internet üzerinden hisse senedi alım satımına ilişkin hizmet sunarken, bu sayı 2005 yılında 61, 2008 yılında 69 kuruluşa yükselmiştir. Online hizmet sunan aracı kuruluş sayısındaki artış ile birlikte 1999–2008 yılları arasında, bu hizmetleri kullanan müşteri sayısında, gerçekleşen işlem sayısında ve gerçekleşen işlem hacminde önemli artışlar kaydedilmiştir. Ancak 2008 yılında 144 aracı kuruluştan sadece 69 adedinin online hizmet sunuyor olması etkinlik ölçümü açısından dikkat çekicidir, bu sayının artması etkinliği arttırıcı bir faktör olarak değerlendirilmelidir.

3.2. ANALİZ, VERİ SETİ, METODOLOJİ VE DEĞİŞKENLER

Çalışmada kullanılan veri seti, metodoloji ve değişkenler aşağıda ele alınmaktadır.

3.2.1. Veri Seti

Analizimizde 2005 ile 2008 yılları arasında faaliyet gösteren, banka kökenli araçlar ve aracı kurumlar olmak üzere 78 aracı kuruluşun etkinliğini ölçebilmek için özsermaye, satışların maliyeti, faaliyet giderleri ve net satış değerleri kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan finansal tablolar Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliğinin açıkladığı, ilgili yılları kapsayan, UFRS sistemine göre düzenlenmiş bilanço ve gelir tablolarıdır.

3.2.2. Metodoloji

Çalışmada aracı kuruluşların etkinliğinin ölçülmesi için veri zarflama analizi (VZA) kullanılmıştır.

3.2.2.1. Veri Zarflama Analizi

Bir karar verici için birden çok karar noktası varsa, bu karar noktalarının etkinliklerini tahminlemek ve kararını bu etkinlikler ölçüsünde şekillendirmek önem taşır. Gerçektende karar noktalarının etkinlik sıralaması karar verici açısından önemlidir ve karar verici diğerlerine nazaran daha az etkin olan karar noktalarının etkinliklerinin arttırılmasını sağlayacak senaryoların kararın bütününe etkinliğini nasıl değiştireceğini bilmek ister.

Bu noktada Veri Zarflama Analizi, benzer girdiler kullanarak çıktı ya da çıktılar ortaya koymakla sorumlu karar noktalarının göreceli etkinliklerini değerlendirmek için kullanılan ve doğrusal programlama tabanlı bir yöntem olarak tanımlanabilir. Veri Zarflama Analizini benzer amaçlı diğer yöntemlerden ayıran temel özellik, çok sayıda girdi ve çıktının olduğu durumlarda değerlendirme yapılabilmesini sağlamasıdır. Analiz sonucunda, her karar noktasının etkinlik değeri, etkin olmayan karar noktalarının hangi girdi/çıktı oranlarında etkinliklerinin nasıl artırılabilir (senaryolar) ve referans olarak kullanılabilir karar noktalarına ilişkin bilgiler elde edilir (Karakoç, 2003; 18).

VZA, Etkinlik ölçümü ile ilgili özel bir alan oluşturmaktadır ve Farrell'in (1957) parçalı doğrusal üretim teknolojisini kullanmaktadır. İlk çalışma Charnes vd. (1978) tarafından ve ölçeğe göre sabit getiri varsayımları altında yapılmıştır. Charnes vd. (1981)'deki çalışmada ise ölçeğe göre değişken getiri varsayımları dikkate alınmıştır. Bu çalışmada ölçeğe göre değişken getiriye dayalı DEA kullanılmıştır. Dolayısıyla aşağıda bu yaklaşım anlatılmış gerektiği zaman ölçeğe göre sabit getiri yaklaşımına gerektiğinde atıf yapılmıştır.

a. Ölçeğe Göre Değişken Getiriler ve Ölçek Etkinliği

Ölçeğe göre sabit getiri varsayımları optimal koşulları dikkate alır. Bu nedenle optimal durumlardan sapma varsa ölçeğe göre değişken getiri varsayımlarını dikkate almak daha anlamlıdır.

Bu nedenle, ölçeğe göre sabit getirili doğrusal programlama problemi VRS doğrusal programlama problemine $NI'\lambda = 1$ konvekslik kısıtının eklenmesi yoluyla dönüştürülebilir ve aşağıdaki şekilde tanımlanır:

$$\begin{aligned}
 & \min_{\theta, \lambda} \theta, \\
 & \text{kısıt} \quad -y_i + Y\lambda \geq 0 \\
 & \quad \theta x_i - X\lambda \geq 0, \\
 & \quad NI'\lambda = 1 \\
 & \quad \lambda \geq 0
 \end{aligned} \tag{3.1}$$

Burada N sayıdaki her bir firmanın F girdisi ve T çıktısı olduğu ve i'inci firma için girdi ve çıktı sütun vektörleri x_i ve y_i 'dir. Tüm firmalar için FxN girdi matrisi X olarak, TxN çıktı matrisi Y'dir. Her firma için $u'y_i / v'x_i$ şeklinde, girdiler aracılığıyla

tüm çıktılarının oranı ölçülmektedir. Burada $F \times N$ çıktı ağırlıklarının, v ise $K \times I$ girdi ağırlıklarının vektörüdür. Burada, NI , birlerin ($N \times I$) vektörüdür. Etkinlik ölçümlerinde, VRS teknik etkinlik değerleri CRS'de elde edilenlere eşit veya daha büyük olduğu için daha yaygın kullanılmaya başlanmıştır (Coelli vd., 2005).

3.2.2.2. Veri Zarflama Analizinin Avantajları ve Dezavantajları

Veri Zarflama Analizi, doğru şekilde kullanıldığı zaman çok etkin bir araçtır. Veri Zarflama Analizinin avantajları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Veri Zarflama Analizi, çok girdi ve çok çıktıyı işleyecek yetenektedir.
- Veri Zarflama Analizi, doğrusal form dışında, girdi ve çıktıları ilişkilendiren bir fonksiyonel forma ihtiyaç duymaz.
- Veri Zarflama Analizi ile etkinlikleri hesaplanan karar birimleri görel olarak tam etkinliğe sahip olanlarla kıyaslanır.
- Girdiler ve çıktılar çok farklı birimlere sahip olabilirler. Bu durumda, onları aynı biçimde ölçebilmek için çeşitli varsayımlar kullanmaya, dönüşümler yapmaya gerek yoktur (Tarım, 2001: 23).

Veri Zarflama Analizinin dezavantajları ise aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Veri Zarflama Analizi, ölçüm hatasına karşı çok duyarlıdır.
- Veri Zarflama Analizi, karar noktalarının performansını ölçmek açısından yeterlidir, fakat bu değerlendirmenin mutlak etkinlik bazındaki yorumu ile ilgili ipucu vermez.
- Veri Zarflama Analizi, parametrik olmayan bir teknik olduğu için, sonuçlara istatistiksel hipotez testlerinin uygulanması zordur.
- Veri Zarflama Analizi, statik bir analiz şeklindedir, bir tek dönemdeki karar noktası verileri arasında bir kesit analizi yapar. Analiz sonucunda her karar noktası için tek bir etkinlik tahminleyicisi elde edilmektedir ve bu tahminleyicinin istatistiksel özelliklerinin elde edilmesi çok zordur.
- Her karar noktası için ayrı bir doğrusal programlama modelinin çözümü gerektiğinden, büyük boyutlu problemlerin Veri Zarflama Analizi ile çözümü, hesaplama açısından zaman alıcı olabilir (Tarım, 2001; 24).

3.2.3. Çalışmada Kullanılan Değişkenler Ve Analiz Yöntemler

Aracı Kuruluş etkinliklerinin analizinde Tablo 3.4’de gösterilen değişkenler Girdi ve Çıktı olarak analize dâhil edilmiştir.

Tablo 3.4 Etkinlik Analizinde Kullanılan Girdiler ve Çıktı

Girdi	Çıktı
Özsermaye	Net Satışlar
Faaliyet Giderleri	
Satışların Maliyeti	

Yukarıda da belirtildiği gibi ekonomide optimal durumlardan sapma olduğundan ölçeğe göre değişken getiri varsayımlarını içeren VZA kullanılmıştır. Ayrıca VZA çözümleri girdi odaklı ve çıktı odaklı olarak yapılabilmektedir. Ancak çalışmaya konu olan işletmelerde girdiler üzerinde kontrol olduğu için girdi odaklı VZA kullanılmıştır. Analizler Coelli (1996) tarafından geliştirilen DEAP paket programı ile yapılmıştır. VZA ile yapılan analizi sonuç ve bulguları tablo 3.5 de verilmiştir.

Tablo 3.5.Veri zarflama analizi sonrası aracı kuruluş bazında etkinlik skorları

		2005	2006	2007	2008	Ort.
1	Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,996	0,999	0,993	0,987	0,994
2	Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,999	1,000	1,000	0,974	0,993
3	Akdeniz menkul Değerler A.Ş	0,958	0,978	0,978	1,000	0,979
4	Alan Menkul Değerler A.Ş	1,000	0,999	1,000	1,000	1,000
5	Alternatif Yatırım A.Ş	1,000	1,000	0,804	1,000	0,951
6	Anadolu Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş	0,990	0,998	0,993	0,958	0,985
7	Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş	0,999	0,999	0,991	0,989	0,995
8	Ataonline Menkul Kıymetler A.Ş	0,985	0,994	0,921	1,000	0,975
9	Ayborsa Menkul Değerler A.Ş	0,995	0,996	1,000	0,995	0,997
10	Bahar Menkul Değerler A.Ş	1,000	0,995	1,000	1,000	0,999
11	Bgc Partners Menkul Değerler A.Ş	0,999	0,993	0,974	0,938	0,976
12	Camiş Menkul Değerler A.Ş	0,998	0,999	0,993	0,978	0,992
13	Censa Menkul Değerler A.Ş	0,899	0,984	0,957	1,000	0,960
14	Cıttı Menkul Değerler A.Ş	0,948	0,977	0,997	1,000	0,981
15	Credit Agricole Cheuvreux Menkul Değerler A.S	0,988	0,990	0,999	1,000	0,994
16	Daruma Menkul Değerler A.Ş	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
17	Deha Menkul Kıymetler A.Ş	0,999	0,999	1,000	1,000	1,000
18	Delta Menkul Değerler A.Ş	0,986	0,988	0,975	0,959	0,977
19	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş	0,998	0,999	0,993	0,998	0,997
20	Deniztürev Menkul Değerler A.Ş	0,857	0,959	0,883	1,000	0,925
21	Deutsche Securities Menkul Değerler A.Ş	0,998	0,997	0,997	0,999	0,998

Tablo 3.5. Veri zarflama analizi sonrası aracı kuruluş bazında etkinlik skorları (Devamı)

22	Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş	0,998	0,998	0,996	0,994	0,997
23	Efg İstanbul Menkul Değerler A.Ş	0,983	0,993	0,983	1,000	0,990
24	Egemen Menkul Kıymetler A.Ş	0,986	0,998	0,999	0,979	0,991
25	Ekinciler Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,999	0,999	0,996	0,991	0,996
26	Ekspres Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,800	0,933	0,168	0,794	0,674
27	Entez Menkul Değerler A.Ş	0,989	0,996	0,996	0,996	0,994
28	Eti Yatırım A.Ş	0,994	0,997	0,991	0,946	0,982
29	Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş	1,000	1,000	0,902	0,659	0,890
30	Evgin Menkul Değerler A.Ş	0,997	0,999	0,991	0,984	0,993
31	Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,999	1,000	0,997	0,986	0,996
32	Fortis Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,947	1,000	1,000	1,000	0,987
33	Galata Menkul Değerler A.Ş	1,000	0,992	0,975	0,934	0,975
34	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş	0,999	0,997	0,949	0,938	0,971
35	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,997	0,997	0,996	0,993	0,996
36	Gfc General Finans Menkul Değerler A.Ş	0,998	0,999	0,990	0,912	0,975
37	Global Menkul Değerler A.Ş	1,000	1,000	0,999	1,000	1,000
38	Güney Menkul Değerler A.Ş	0,996	0,996	0,997	0,995	0,996
39	Güven Menkul Değerler A.Ş	0,993	0,996	0,997	1,000	0,997
40	Hak Menkul Kıymetler A.Ş	0,992	0,997	0,997	0,997	0,996
41	Hedef Menkul Değerler A.Ş	0,994	0,976	0,971	1,000	0,985
42	Hsbc Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,873	0,940	0,737	1,000	0,888
43	İfo Yatırım A.Ş	0,999	0,999	0,996	0,995	0,997
44	Ing Menkul Değerler A.Ş	0,986	0,978	0,999	1,000	0,991
45	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
46	J.P. Morgan Menkul Değerler A.Ş.	1,000	1,000	0,999	0,986	0,996
47	Kalkınma Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,981	0,996	0,143	0,997	0,779
48	Kapital Menkul Değerler A.Ş	1,000	1,000	0,998	0,999	0,999
49	Kare Yatırım Menkul Değerler A.Ş	1,000	1,000	1,000	0,964	0,991
50	Lehman Brothers Menkul Değerler A.Ş	0,994	0,999	1,000	0,956	0,987
51	Marbaş Menkul Değerler A.Ş	0,970	0,971	0,771	0,979	0,923
52	Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,996	0,999	0,998	0,999	0,998
53	Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,994	1,000	0,930	0,863	0,947
54	Mira Menkul Değerler A.Ş	0,999	0,993	0,983	0,958	0,983
55	öner menkul kıymetler a.ş	0,902	0,974	0,861	0,953	0,923
56	Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,999	1,000	1,000	1,000	1,000
57	Pay Menkul Değerler A.Ş	0,999	1,000	0,980	0,995	0,994
58	Polen Menkul Değerler A.Ş.	0,970	1,000	0,957	0,980	0,977
59	Pozitif Menkul Değerler A.Ş	0,939	0,930	0,609	0,826	0,826
60	Prim Menkul Değerler A.Ş	0,963	1,000	0,802	0,883	0,912
61	Sardis Menkul Değerler A.Ş	0,996	0,987	0,812	0,957	0,938
62	Sayılğan Menkul Değerler A.Ş	1,000	0,990	1,000	1,000	0,998
63	Standard Ünlü Menkul Değerler A.Ş	0,996	0,992	0,910	1,000	0,975
64	Strateji Menkul Değerler A.Ş	1,000	0,994	0,972	0,985	0,988
65	Tacirler Menkul Değerler A.Ş	0,999	1,000	0,999	0,998	0,999
66	TAKSİM YATIRIM A.Ş	0,851	1,000	0,665	0,904	0,855
67	Teb Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,992	0,995	0,992	0,992	0,993
68	Tera Menkul Değerler A.Ş	0,995	0,989	0,834	1,000	0,955
69	Ticaret Menkul Değerler A.Ş	0,983	0,991	0,954	0,481	0,852
70	Turkish Yatırım A.Ş	0,998	0,999	0,997	0,946	0,985
71	Ubs Menkul Değerler A.Ş	1,000	0,958	1,000	1,000	0,990
72	Ulus Menkul Değerler A.Ş	0,964	0,981	0,949	0,981	0,969

Tablo 3.5. Veri zarflama analizi sonrası aracı kuruluş bazında etkinlik skorları (Devamı)

73	Unicorn Capital Menkul Değerler A.Ş	0,992	0,990	0,893	0,699	0,894
74	Unicredit Menkul Değerler A.Ş	1,000	1,000	1,000	0,423	0,856
75	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,997	0,999	0,992	0,986	0,994
76	Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,998	0,998	0,998	1,000	0,999
77	Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş	1,000	0,999	0,997	0,992	0,997
78	Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş	0,999	1,000	0,999	0,999	0,999
	ORTALAMA	0,982	0,992	0,937	0,956	0,966
	STANDART SAPMA	0,038	0,015	0,150	0,103	

Tablo 3.5. incelendiğinde 2007 ve 2008 yıllarındaki standart sapma verilerinin 2005 ve 2006 yıllarındaki verilerden daha yüksek olması dikkat çekici bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır. 2007 ve 2008 yıllarında etkinliğe doğru yönelen aynı zamanda etkinlikten oldukça uzaklaşan aracı kuruluşların varlığından söz edilebilir. Bu yıllarda kuruluşlar arası etkinlik makasının gittikçe açıldığı gözlenmektedir. Buna etki eden faktörlerin başında Aracılık Sektörünün finansal organizasyon içerisinde bulunduğu yeri yeniden yorumlaması gelmektedir. Türk Sermaye Piyasasının hızla gelişmesi sonrası yaşanan olumlu ve olumsuz gelişmeler aracı kuruluşları buldukları yeri tekrar sorgulamaya götürmüş ve bu sorgulama sonrası kuruluşlar arası farklılıklar ortaya çıkmıştır. Öncelikle, Türk Sermaye Piyasasında yaşanan tecrübeler sonrası uzmanlaşmanın, kurumsallaşmanın ve teknolojik yenilenmenin beraberinde etkinliği arttıracığı ortaya çıkmış, bu etkenlere önem veren aracılardan konjonktürel dalgalanma ne olursa olsun sektör ortalamasının üzerinde seyrettiği gözlenmiştir. Tabloda da etkinlik skorları incelendiğinde son iki yıla ait standart sapma verilerinin yüksek olması değişen koşullara ayak uydurabilen ve etkin olmak adına yönetim stratejisini geliştiren kuruluşların varlığı ile ve etkin olmayan kuruluşların varlığı ile ifade edilebilir.

Etkinlik skorları incelendiğinde diğerlerine göre daha etkin olan aracı kuruluşlar arasında; Alternatif Yatırım A.Ş., Daruma Menkul Değerler A.Ş., Deha Menkul Kıymetler A.Ş., Global Menkul Değerler A.Ş., İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bulunmaktadır.

Türk Sermaye Piyasasındaki olumlu gelişmeler sonrası Yabancı Yatırımcılar tarafından aracı kuruluşların satın alınmaları ve yönetim stratejilerindeki değişikliklerde etkinliği arttırıcı bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır. Bazı

kuruluşlara ait etkinlik skorlarının düşük olmasının sebebi de yeniliklere ayak uyduramamış kuruluşların pasif şekilde faaliyetlerini devam ettirip yabancı bir kuruluş tarafından satın alınmayı beklemeleridir. Bu kuruluşların etkin çalışmamlarına rağmen gerçekleşebilecek yabancı satın almasında pazarlık güçlerini arttırabilmeleri için muhtemel bir satış öncesi hızla şubeleştikleri bundan dolayı olabilir.

Tablo 3.6. Analizde Kullanılan Aracı Kuruluşlara Ait İşlem Hacimleri ve Bakiyeli Hesap Sayısı Tablosu.

	2005	2006	% Artış	2007	% Artış	2008	% Artış
Toplum Hisse Senedi İşlem Hacmi	450.104.081.783	563.993.338.622	25,30%	671.254.443.730	19,02%	560.611.443.303	-16,4%
Toplam SGM İşlem Hacmi	667.315.956.976	1.021.590.402.103	53,09%	1.042.156.928.374	2,01%	1.168.908.912.715	12,16%
Toplam Vadeli İşlem Hacmi	2.913.908.229	26.266.962.964	801,43	179.147.757.489	582%	327.263.517.616	82,68%
Toplam Bakiyeli Hesap Sayısı	446.562	509.538	14,10%	450.720	-11,54%	470.545	4,38%

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası ve Aracı Kuruluşlar Birliği

Yıllar itibari ile sermaye piyasasına konu olan menkul kıymet alım ve satımında konjonktürel dalgalanmalar söz konusu olsa da olumlu gelişmeler gözlenmiştir, aracı kuruluşların hisse senedi işlem hacimlerinde, sabit getirili menkul kıymet işlem hacimlerinde artışlar kaydedilmiştir. Tablo 3.6. da ilgili işlem hacimlerindeki yüzdesel değişimler incelendiğinde, analize dâhil ettiğimiz aracı kuruluşların toplam hisse senedi işlem hacminde 2006 yılında 2005 yılına göre %25.30 artış gözlenmesine rağmen 2008 yılındaki işlem hacmindeki yüzde değişimin 2007 yılına göre %-16.48 olduğu görülmektedir. Bunun sebebi de 2008 yılında yaşadığımız ve halen yansımalarını hissettiğimiz global krizin varlığı şeklinde açıklanabilir. Yine bu gelişmeye paralel olarak analizdeki kuruluşların toplam sabit

getirili menkul kıymet işlem hacimlerindeki yüzdesel artış 2006 yılında 2005 yılına oranla %53.09 olarak gerçekleşirken, 2008 yılının 2007 yılına oranı %12.16 olarak gerçekleşmiştir. Tablo 3.6 dikkat çekici bir konuda Toplam vadeli işlem hacminin 2006 yılında 2005 yılına göre %801.43 oranında artış göstermesidir. Bunun altında yatan nedende, yatırımcı açısından değerlendirildiğinde vadeli işlemler piyasasının yeni algılanıyor olması, aracı kuruluşlar açısından değerlendirildiğinde vadeli işlemlerin faaliyet hacimlerini ve gelirlerini arttıran yeni bir piyasa oluşudur. Bu işlem hacimlerindeki değişimler aracı kuruluş etkinlikleri üzerinde etkili olabilecek bir değişken olarak düşünülebilir.

Menkul kıymet alıp satabilmek için aracı kuruluşların müşterileri için Takasbank nezdinde açtırmakla yükümlü oldukları bakiyeli hesap sayısının ne durumda olduğu da sermaye piyasasındaki gerçek fotoğrafı yansıtmaktadır. Olması gereken yıllar itibari ile bakiyeli hesap sayısının artmasıdır ancak Türkiye deki durum farklılık arz etmektedir. Bakiyeli hesap sayısı 2005 yılında 446.562 iken bu sayı 2006 yılında 509.538'e yükselmiştir. 2008 yılında bir önceki yıla göre %11.4 azalarak 450.720 olmuştur. 2008 yılındaki baki hesap sayısı ise 470.545 olarak gerçekleşmiştir. Yıllar itibari ile bakiyeli hesap sayısında ciddi bir artış sağlanamamıştır. Buradaki en önemli etkenler Türkiye de dönem dönem yaşanan yapısal krizler ve bu krizler sebebi ile yerli yatırımcının kayba uğraması, yaşanan kötü tecrübeler sebebi ile piyasalara sıcak bakamamasıdır. Sermayenin tabana yayılması hedefi kısmi olarak gerçekleşebilmiştir. Yıllar itibari ile piyasalara gelen talep miktar olarak artış sağlasa da bakiyeli hesap sayısı para girişine paralel artmamıştır, bunun da sebebi yabancı yatırımcıların yüksek miktarda para girişi sağlamasıdır. Yerli yabancı takas miktarı veya oranı diye ifade edilen rakamlar ve orandan da halen yabancıların Türk Sermaye Piyasasındaki pozisyon artılarının yüksek olduğu görülür. 2007 yılında yabancı yatırımcılara ait takas saklama oranı %72.5 oranı ile rekor seviyeye ulaşmıştır. 2010 yılı ocak ayı başında da takas saklamadaki yabancı yatırımcı payı %67.02 iken yerli yatırımcı payı %32.98 olarak gerçekleşmiştir (www.takasbank.org.tr).

Tablo 3.7. Yaş Aralığına Göre Aracı Kuruluş Sayıları

Aracı Kuruluş Sayıları				
Yaş Aralığı	2005	2006	2007	2008
5-10	22	20	6	3
11-15	43	7	17	19
16-20	7	43	48	47
21-üstü	6	8	7	9

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr>

Kurum Yaşı aracı kuruluşun sermaye piyasasında ne süredir faaliyette bulunduğunu göstermektedir. Kurumun faaliyet süresinin uzun olması hem sermaye piyasasına olan katkısının önemli olduğunu hem de ilgili kuruluşun uzun süredir piyasada olması sebebiyle tecrübesinin arttığını ve kurum kültürünün geliştiğini gösterir.

Tablo 3.8. Yıllar İtibarı ile Aracı Kuruluş Çalışan Sayıları

Yıllar	Çalışan sayısı
1999	6.650
2000	8.336
2001	7.156
2002	6.626
2003	6.035
2004	5.906
2005	5.916
2006	5.899
2007	5.861
2008	5.102

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası ve Aracı Kuruluşlar Birliği

Aracı kuruluşların 2001 yılında yaşanan krizin ardından, çalışan sayısında başlayan düşüş trendi 2005 yılında durmuş, çalışan sayısı az da olsa artmaya başlamıştır. Finans sektöründe 2001 krizi ile gelinen nokta asgari personelle en yüksek verim sağlama, bu yolla maliyetleri düşük tutma stratejisinin benimsenmesine neden olmuştur. Bu gelişmelere teknolojik altyapının hızla gelişmesinde eklenince personel sayısı beklenen düzeyde artmamıştır.

Lisans belgesi alınması zorunluluğunun getirilmesinden sonra özellikle teknik olarak nitelendirebileceğimiz personel yapısında (yatırım uzmanları, araştırma departmanında görevli çalışanlar, portföy yöneticileri, fon yöneticileri gibi) niteliksel olarak önemli değişiklikler meydana gelmiştir.

Bu üzerinde durulan değişkenler ile etkinlik arasındaki ilişki ileriki çalışmalarda önemli bir araştırma alanı olarak, ilgili araştırmacılara bırakılmıştır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Türkiye de son yıllarda yaşanan ekonomik liberalizasyon politikasındaki gelişmelere paralel olarak 1980 sonrası sermaye piyasasında önemli gelişmeler olmuştur. Borsa sermayenin tabana yayılması ve bireysel tasarrufların değerlendirilmesi konusunda önemli rol oynamıştır. Bunun sonucu olarak da sermaye piyasasının en önemli aktörlerinden olan aracı kuruluşlar sektörü gelişmeye başlamıştır. Ancak, sektöre ait altyapı çalışmalarının yetersizliği kendisini, yaşanan yapısal krizler sonrası çok net göstermiş ve sektör sorgulanması ve finansal yapılandırma gündeme gelmiştir. Türk Sermaye Piyasası'nın gelişimi ile beraber sektör ayrı bir uzmanlık isteyen alana dönüşmüştür. Çalışmada ortaya koyulmaya çalışan etkinlik ve etkinliği etkileyen faktörler aracı kuruluşlar sektörünün önemli gündem maddeleri haline gelmişlerdir.

Türk Sermaye Piyasasında faaliyette bulunan 78 aracı kuruluşun 2005 ile 2008 yılları arasında ne derece etkin ve verimli çalışabildiklerine dair bir kantitatif analiz yapılmıştır. Analizde etkinlik ve etkinliği etkileyen faktörler vurgulanmaya çalışılmıştır.

İlgili yıllarda bazı rakam ve oran analizlerinde Türk Sermaye Piyasasının gelişmesine paralellik arz etmeyen durumlarla karşılaşmıştır. Hedef olan etkinlik ölçülmesinde de aynı bulgulara rastlanılmıştır. Her ne kadar yapısal krizler bu konuda çok etkili olsa da, kurumsallaşma, uzmanlaşma, sahip olunan kaynakların varlığı ve doğru yönetilmesi eksikliğinde aracı kuruluşların çok iyi performans gösterememesine neden olmuştur. Etkin olup almama konusunda analizdeki son iki yıldaki standart sapmalarla kendisini göstermiştir. Etkinliği yakalamış ve etkinlikten çok uzak olan Bazı aracı kuruluşların varlığı bize sektörde faaliyet gösteren aracı kuruluşların, bu faaliyeti etkin sürdürme veya sektörü terk etme yol ayrımında olduğunu göstermektedir. Etkin olarak çalışabilen Aracı Kuruluşların; yatırımcı açısından hizmet kalitesini, kendileri açısından karlılığı yakalamaları kaçınılmaz hale gelmektedir.

Sermaye yeterliliği, bir aracı kuruluşun başarıya ulaşması veya bir başarısızlık ile karşılaşmaması bakımından yapmaması gereken işlerden uzak durması gerektiği kadar önemlidir. Gerek öz sermaye, gerekse aktif büyüklüğü açısından ilk 20 sırada yer alan aracı kurumlar, sektör net kârının yaklaşık %85'ini oluşturmaktadır. Bu mutlak parametrelere dayanan değerlendirmelerin yanı sıra, sermaye piyasasının evrimsel enstrümanlarını kullanabilme becerisi gösterebilen bir aracı kuruluş yüksek başarılar elde edebilir. Bu enstrümanlardan birisi zaman diğeri ise doğru bilgidir. Hem hizmeti zamanında sunabilmek hem de zamana yaygın enstrümanları yönetebilmek becerisi bir aracı kuruluş için önemli olabilmektedir. Bilginin doğruluğu ise doğrusal bir parametre değildir. Sermaye piyasası, uzmanları için asimetrik ama dışarıdan gözlemleyenler için simetrik bilgiler demetini kapsar. Bu bilgiler içerisinden doğru bilgiyi çıkarabilmek ve bunu yönetebilmek bir aracı kuruluş için de deneyim ve beceri gerektirir.

Aracı kuruluşların sermaye piyasasında doğru ve düzgün roller üstlenmeleri ile hem kendileri için hem de aracılık kurumu ile sermaye piyasaların gelişmesi sonucu oldukça yüksek düzeyde ekonomik bir olumluluk ortaya çıkmaktadır. Öyle ki, küresel rekabette bu olumluluğu arkasına almayan fertler, kurumlar veya bloklar kendilerini çok önemli bir üstünlükten mahrum bırakmış olmaktadır.

Yetişmiş nitelikli personel gereksinimi aracı kuruluşlar için çok büyük bir önem arz etmektedir. Aracı kuruluşlar ancak böylece kendilerinden daha çok aracılık işi yapabilen bankalar ile boy ölçüşebileceklerdir. Ayrıca, yabancı ortaklı aracı kurumların kârlılıklarının yerli özel sektör kurumlarının üzerinde olduğu da görülmektedir. Sektörde etkinliği yakalama çabaları ve daha etkin olabilme mücadelesi iyi kuruluş, kötü kuruluş ayrımına sebep olacak ve bu gelişmeler sonrası aracı kuruluş sektörü yatırımcısına teknolojik destekle en iyi hizmeti sunabilen, etkinliğin sonunda karlılığın kaçınılmaz olduğunu gösteren, doğru yönetim stratejileri ile kendine ve Türk Sermaye Piyasasına daha fazla katkıda bulunan sektör haline gelecektir.

KAYNAKLAR

- Akkaya, C., Taner, Berna: (2004) Sermaye Piyasası Faaliyet alanı ve Menkul Kıymetler Birleşik Matbaacılık, İstanbul.
- Aksoy, A., Tanrıöven, C. (2007). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Aktaş, H., Kargın, M. (2007) *Türk Sermaye Piyasasındaki Aracı Kurumların Etkinlik ve Verimliliği*, İktisat İşletme ve Finans sersisi No: 258.
- Aran, M. (1994) *Türkiye 'de Sermaye Piyasasına Genel Bir Bakış ve Aracı Kurumlar* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Arda, E. (2002). *Ekonomi Sözlüğü*, 1.Baskı, Alfa / Aktüel Kitabevi, İstanbul.
- Bolak, M. (1991). Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, Beta Yayınları, İstanbul.
- Budak, A., Emre, Z., Fıkrkoca, E., (2009). *Türkiye Sermaye Piyasası* (2008), Türkiye.
- Budak, A., Emre, Z., Fıkrkoca, E., (2008). *Türkiye Sermaye Piyasası* (2007), Türkiye.
- Budak, A., Emre, Z., Fıkrkoca, E., (2007). *Türkiye Sermaye Piyasası* (2006), Türkiye.
- Budak, A., Emre, Z., Fıkrkoca, E., (2006). *Türkiye Sermaye Piyasası* (2005), Türkiye.
- Büker, S., Bayar, D., (2000). *Finansal Yönetim*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:875,Eskişehir.
- Ceylan, A., Korkmaz, T., (2000). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi*, Ekin Yayınları, Bursa.
- Charnes, A., W. W. Cooper ve E. Rhodes (1981). *Evaluating Program and Managerial Efficiency: An Application of Data Envelopment Analysis to Program Follow Through*, Management Science, Vol. 27, No: 6, Jun.
- Charnes, A., W. W. Cooper ve E. Rhodes (1978). *Measuring the Efficiency of Decision Making Units*, European Journal of Operational Research, 2:429-444.

- Coelli, T., D. S. P. Rao, C. J. O'Donnell and G. E. Battase (2005). *An Introduction to Efficiency and Productivity Analysis*, Springer.
- Coelli, T. (1996). *A Guide to DEAP Version 2.1*, CEPA Working Paper.
- Demirkan, Ş. (1992). *Aracı Kurumların Sermaye Piyasasının Gelişmesindeki Rolü*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, Ankara.
- Farrel, M. J. (1957). *The Measurement of Productive Efficiency*, Journal of Royal Statistical Society, Series A, Vol. 120, No: 3.
- Fertekligil, A. (2000). *Türkiye'de Borsanın Tarihiçesi*, İMKB Yayınları, İstanbul.
- Fukuyama, H., Weber W. L. (1999). *The Efficiency and Productivity of Japanese Securities Firms, 1988-93*, Japan and the World Economy.
- Gönenli, A. (1991). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, İ.Ü. İşletme Fakültesi Yayını, No:230, İstanbul.
- Gündüz, L. Yılmaz, C. Ve Yılmaz, M.K. (2001), *Türkiyedeki aracı kurumların performans analizi (1993-1998); Kantitatif Bir Değerlendirme*, Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi, 38-53
- İMKB, (2002). *Sermaye Piyasası ve Borsa Bilgiler Kılavuzu* KB Yayınları, 17. Basım, İstanbul.
- İMKB, (2002). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İMKB Yayınları, 17. Basım, İstanbul.
- Karakoç, N. (2003). *Yönetim ve Organizasyon (Ders Notları)*, Balıkesir.
- Karapınar, A., Bayırlı, R. Bal, H., Altay, A., ve Bal, E. (2006). *İleri Düzey SPK Lisanslama Sınavlarına Hazırlık*, 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Karayel, E. (1994). *Finansal Aracılık ve Türkiye'deki Aracı Kurumların Sermaye Piyasasındaki Faaliyetleri* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Tez) T.C. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para Banka Ana Bilim Dalı, İstanbul.
- Karluk, R. (1996). *Avrupa Birliği ve Türkiye*, İMKB Yayınları, 4. Basım, İstanbul.
- Karlı, M. (2003). *Sermaye Piyasası, Borsa ve Menkul Kıymetler*, Alfa Yayınları, 5. Baskı. İstanbul,
- Kocahanoğlu, O, S. (1993), *Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu ve Uygulaması*, Temel Yayınları, İstanbul.
- Manavgat, Ç. (1988). *Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

- Sarıkamış, C., Ceylan A., Aydın, N, ve Çoşkun, M. (2004). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 1581, Eskişehir.
- Sarıkamış, C. (1998). *Sermaye Pazarları*, Genişletilmiş 3. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, TSPAKB, Yayın No:17, İstanbul.
- Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, TSPAKB, Yayın No:12, İstanbul.
- Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, TSPAKB, Yayın No:8, İstanbul.
- Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, TSPAKB, Yayın No:15, İstanbul.
- Sermaye Piyasası Kanunu.
- Sermaye Piyasası Kurulu, SPK, www.spk.gov.tr.
- Tarım, A. (2001). *Veri Zarflama Analizi: Matematiksel Programlama Tabanlı Görelî Etkinlik Ölçüm Yaklaşımı*, Sayıştay Yayınları, Araştırma/İnceleme/Çeviri Dizisi, No: 15, Ankara.
- Taşkıran, S. , Erkan, N. (1995). *Aracı Kurumların Performans Değerlendirilmesi*, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi. Yayın No: 17, Tisimat Basım, Ankara.
- T.C. Merkez Bankası, www.tcmb.gov.tr.
- Tebliğ Seri V, Sayılar: 19–30–46.
- Tekbaş, M. Ş. (1996). *Banka ve Sigorta Sektörü ile Sermaye Piyasasında Aracıların Rolü*, Tebliğ, Prof. İsmail Türk'e Armağan, SPK, Yayın No: 54, Ankara.
- Türk Ticaret Kanunu.
- Türkiye İstatistik Kurumu, TÜİK, www.tuik.gov.tr.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, (2006). TSPAKB, www.tspakb.org.tr.
- Uludağ, İ. (1990). Türkiye Ekonomisi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayın No: 2, İstanbul.
- Urgan, M. (2006). "Mali Sistem", *Mali Ansiklopedi*, İstanbul.
- Ülken, Y. (1984). *Fiyat Teorisi*, Filiz Kitabevi, İstanbul.
- Ünal, T, (1995). *Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar*, İMKB Araştırma Yayınları No: 7, İstanbul.

ÖZGEÇMİŞ

Araştırmacı 1972 yılında Burdur’da doğmuştur. İlkokulu Hacı Halil Bektaş İlkokulunda Orta ve Lise öğrenimini ise Denizli Anadolu Lisesinde tamamlamıştır. 1990 yılında İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi, Maliye Bölümünü kazanmış ve 1994 yılında mezun olmuştur.

1995–1999 yılları arasında Global Menkul Değerler Pazarlama Müdürlüğü yapmıştır. 2000–2006 yılları arasında Tacirler Menkul Değerler. A.Ş Denizli Şube Müdürlüğü görevinde bulunmuştur.

2006–2008 yılları arasında Global Menkul Değerler A.Ş Denizli Şube Müdürlüğü görevinde bulunmuştur. 2008–2009 yılları arasında Pamukkale Üniversitesinde Konuk Öğretim Görevlisi olarak görev yapmıştır. Şu an Denizbank A.Ş Karadeniz Bölgesi Özel Bankacılık Müdürü olarak görev yapmaktadır.