

GÖSTERGE

KIŞ 2017

ARACI KURUMLAR - 2016/09

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ - 2016/09

BANKALAR FAİZ ORANININ DÜŞMESİNİ İSTER Mİ?

FOREKS PİYASASI VE ARACI KURUMLAR

IOSCO FON ÜCRET VE GİDERLERİ EN İYİ UYGULAMALARI

YEŞİL TAHVİLLER




TSPB

GÖSTERGE

TSPB Adına İmtiyaz Sahibi

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

O. İlker Savuran

Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkrıkoca-Asena

Müdür / Araştırma ve İstatistik

Gökben Altaş

Müdür Yardımcısı / Araştırma ve İstatistik

Yayın Türü

Yaygın, süreli

Bu yayınımıza www.tspb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Bilgi için: arastirma@tspb.org.tr

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

İÇİNDEKİLER

Aracı Kurumlar - 2016/09	1
<i>Onur Salttürk - Mustafa Özer</i>	
Portföy Yönetim Şirketleri - 2016/09	23
<i>Mustafa Özer</i>	
Bankalar Faiz Oranının Düşmesini İster Mi?	31
<i>O. İlker Savuran – Onur Salttürk</i>	
Foreks Piyasası ve Aracı Kurumlar	47
<i>O. İlker Savuran – Gökben Altaş</i>	
IOSCO Fon Ücret ve Giderleri En İyi Uygulamaları	65
<i>Onur Salttürk</i>	
Yeşil Tahviller	73
<i>Mustafa Özer</i>	

ARACI KURUMLAR 2016/09

Onur Saltürk - Mustafa Özer

Bu çalışmamızda Birliğimizin aracı kurumlardan topladığı 2016 yılının ilk dokuz ayına ait faaliyet ve finansal verileri önceki

yıllarla karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Bu dönemde 70 şirketin verileri derlenmiştir.

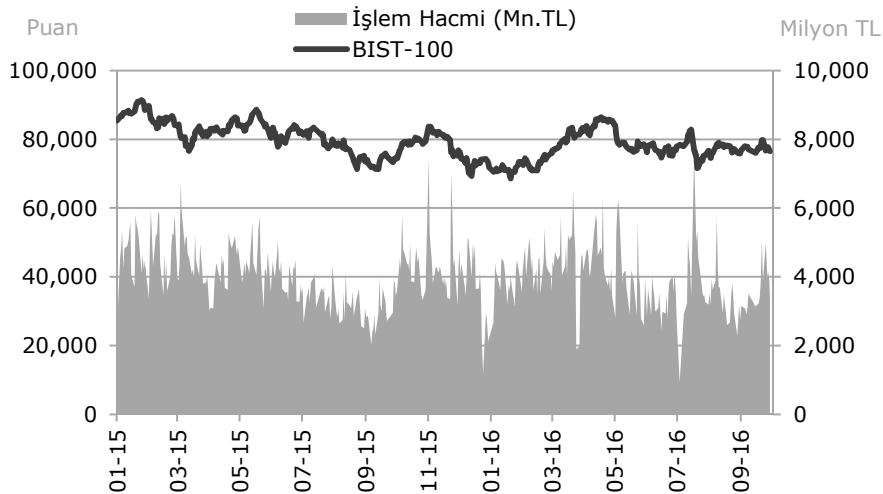
PAY SENETLERİ

Gelişmiş ülkelerde büyümenin düşüklüğü ile negatif getirili devlet tahvillerinin hacmindeki ciddi artış gelişmekte olan ülke varlıklarına olan yatırımcı iştahını artırmıştır. Getiri arayışındaki yabancı yatırımcıların yılbaşından Nisan 2016 sonuna kadar Türk pay piyasalarında 1,8 milyar \$'lık net alım yaptığı ancak Mayıs ayı itibariyle satışa geçerek Temmuz 2016 sonuna kadar 1,4 milyar \$'lık net satış yaptığı gözlenmektedir. 15 Temmuz darbe teşebbüsünün yarattığı belirsizliklere rağmen yabancı yatırımcıların Ağustos ve Eylül 2016'da 151 milyar \$'lık net alım yapması dikkat çekmektedir. Bununla bera-

ber, Eylül sonunda kredi derecelendirme kuruluşu Moody's tarafından Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyesinin altına indirilmesinin ilerleyen dönemde pay piyasalarına olumsuz yansıtacağı düşünülmektedir.

Nisan ayında 86.000 seviyesinin üzerine çıkan BIST-100 ilerleyen dönemde düşüş seyrine girmiştir. 2016 yılının ilk yarısını yılbaşına göre %8 düşüşle 76.817 puandan tamamlayan endeks, siyasi belirsizliklerin devam etmesiyle düşüşünü sürdürmüş, Eylül sonunda 76.488 puana inmiştir.

Grafik 1: Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100



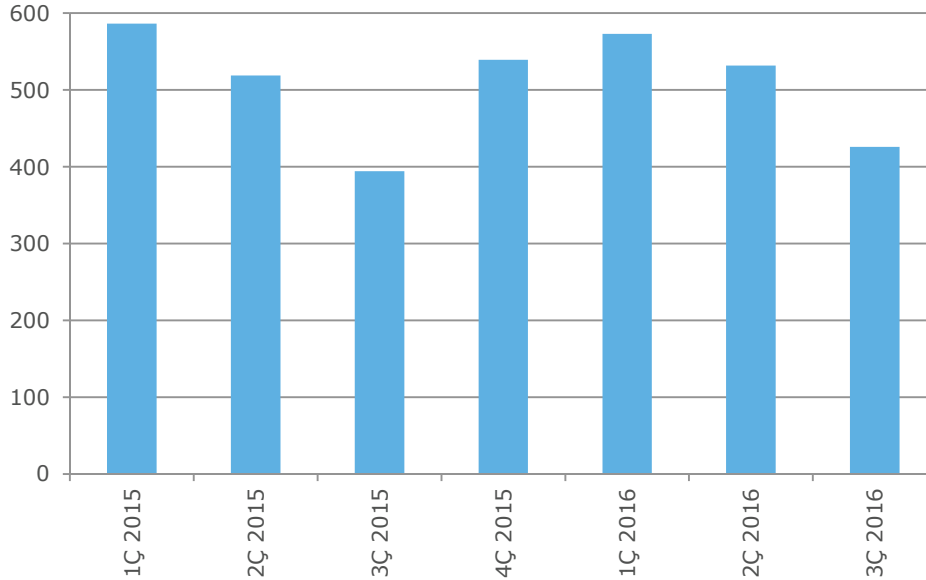
Kaynak: Borsa İstanbul

Üçüncü çeyrekte aracı kurumların pay senedi işlem hacmi bir önceki çeyreğe göre %20 azalarak 426 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2016 yılının ilk dokuz ayında ise hacmin bir önceki senenin aynı dönemine göre %2 artarak 1,5 trilyon TL olarak gerçekleştiği görülmektedir. Pay senetleri işlem hacminde sırasıyla Garanti, İş, Yapı Kredi ve Gedik Yatırım'ın diğer kurumların hayli önünde bulunduğu ve bu kurumların pay senedi toplam işlem hacminin %30'unu gerçekleştirdiği görülmektedir. Sektörde yılın ilk dokuz ayında 63 kurumun işlem hacmi varken toplam hacimdeki payı %1'in altında kalan 56 ku-

rumun toplam işlemlerin yalnızca %8,8'ini oluşturduğu anlaşılmaktadır.

İşlemlerin yatırımcı bazında dağılımına bakıldığında, yurtiçi yatırımcıların pay senedi işlem hacminin %1 azalarak 1,1 trilyon TL olduğu, yurtdışı yatırımcı pay senedi işlem hacminin ise %17 artarak 384 milyar TL olarak gerçekleştiği görülmektedir. Pay senedi işlem hacminin % 75'inin yerli yatırımcılar tarafından yapıldığı görülse de MKK verilerine göre yabancı yatırımcıların Eylül 2016 itibariyle işlem gören payların yalnızca %37'sine sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Grafik 2: Aracı Kurumların Pay Senedi İşlem Hacmi (milyar TL)



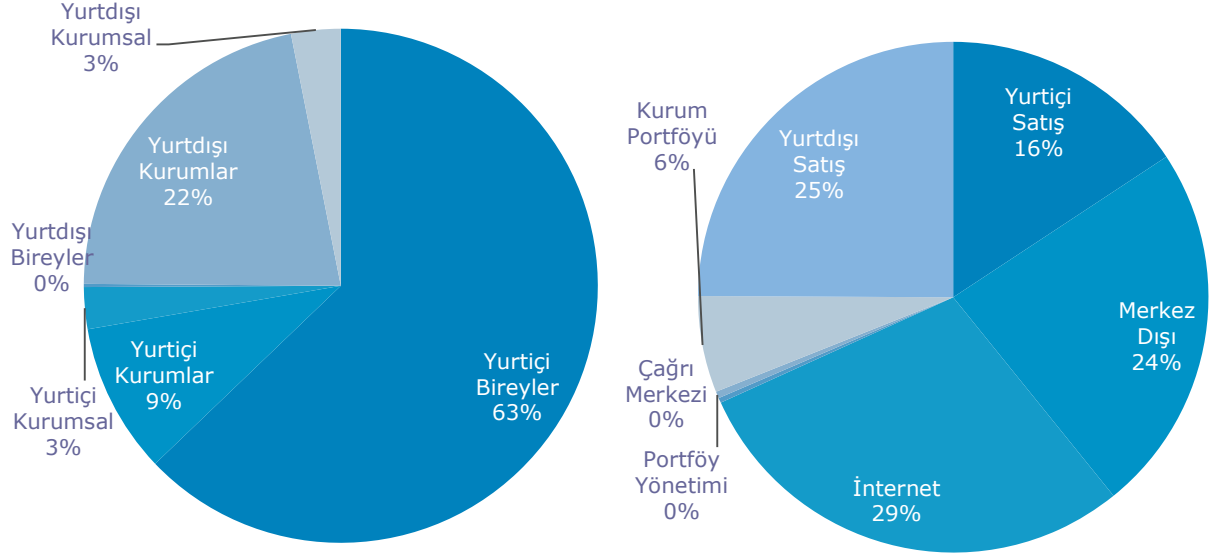
Kaynak: Borsa İstanbul

2016'nın ilk yarısında, çoğunlukla yurtiçi yatırımcılar tarafından tercih edilen internet kanalı üzerinden gerçekleştirilen işlemlerin toplam işlem hacminin ilk kez %29'una çıktığı, bu oranın 2016'nın üçüncü çeyreğinde de aynı seviyede kaldığı görülmektedir. Bu pay 2011 yılından 2014'e kadar ortalama %24 civarında seyretmekteydi. 2015 yılından itibaren ise, bir artış gözlenmiştir.

Yabancı yatırımcıların işlemlerindeki artışa paralel olarak yurtdışı satış ve pazarlama

departmanının işlem hacmi payı bir önceki yılın aynı dönemine göre 3 puan yükselerek %25'e çıkmıştır. Bu oran 2008 yılından beri gözlenen en yüksek rakamdır. Bu işlemlerde yabancı kökenli aracı kurumların işlemlerin yaklaşık %65'ini gerçekleştirdiği görülmektedir. Diğer taraftan şube, acente ve irtibat bürolarından yapılan işlemlerdeki azalışla birlikte merkez dışı birimlerdeki işlem hacmi payının 6 puan birden düşerek %24'e gerilediği anlaşılmaktadır.

Grafik 3: Yatırımcı ve Departman Bazında Pay İşlem Hacmi



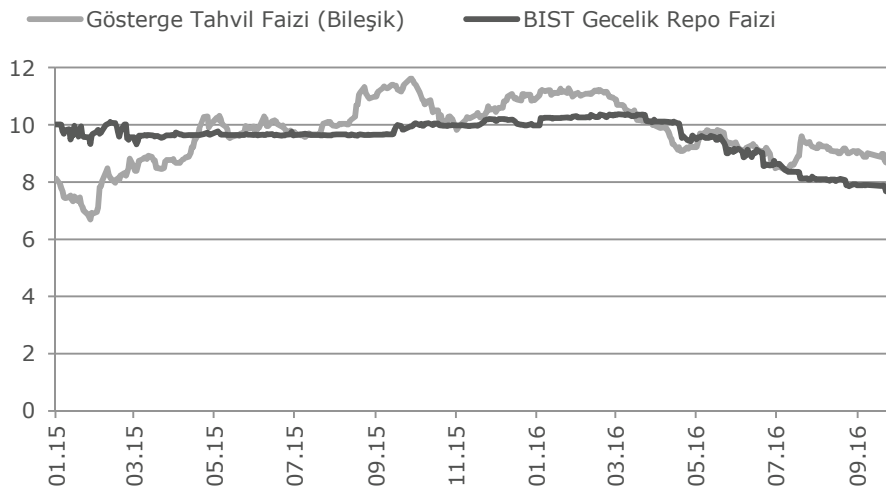
Kaynak: TSPB

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

2016 yılının üçüncü çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının temkinli duruşlarını korudukları, büyüme endişeleriyle faizlerini rekor düşük seviyelerde tutmayı sürdürdükleri görülmektedir. FED'in faiz artırımından kaçınması küresel sermayenin gelişmekte olan piyasalara yönelmesine neden olmaktadır. TCMB'nin Mart sonundan başlayarak kademeli şekilde faiz indirimine gitmesi BIST Gecelik Repo Faizinin 2016 yılının ikinci ve

üçüncü çeyreğini düşüşle seyrederken Eylül sonu itibarıyla %8'e, 2016 Ocak başında %11'in üzerine çıkan gösterge tahvil faizinin ise %9 seviyelerine gerilemesine sebep olmuştur. 15 Temmuz darbe teşebbüsünün ardından gösterge niteliğindeki devlet tahvili faizinin hızla %9,5 seviyelerine yükseldiği ancak sonra tekrar düşüş eğilimine geçtiği dikkat çekmektedir.

Grafik 4: Faiz Oranları



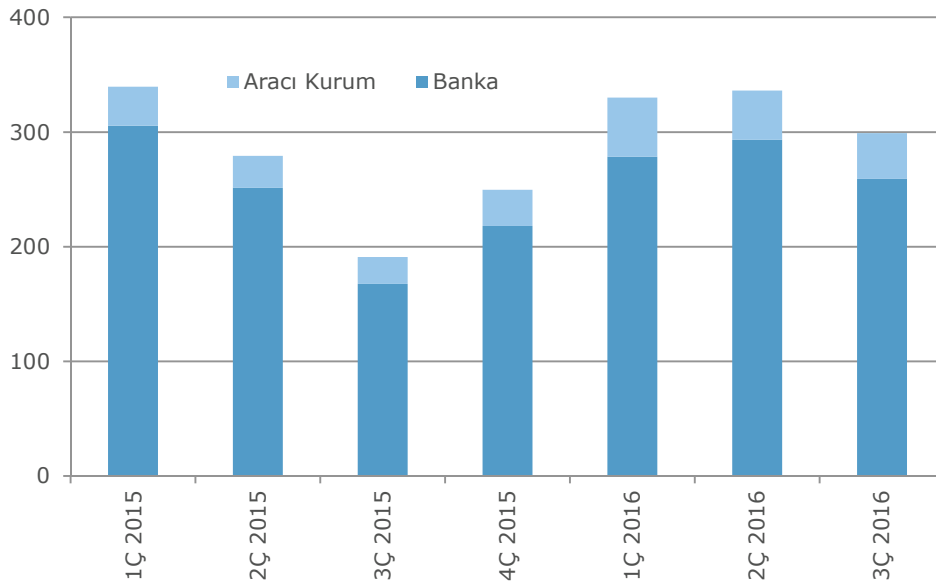
Kaynak: Borsa İstanbul, Bloomberg

Sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) piyasasında hem aracı kurum hem de bankalar faaliyet göstermektedir. Aşağıda gösterilen işlem hacimleri aracı kurum ve bankaların, Borsa İstanbul ve borsa dışındaki (tescil) kesin alım-satım ve repo/ters-repo işlemlerini kapsamaktadır. Merkez Bankası ve Ta-kasbank'a ait işlemler toplama dâhil edil-memiştir.

Hem kesin alım-satım işlemlerinde, hem de repo ters repo işlemlerinde hâkim yatırım kuruluşları bankalar olup aracı kurumların bu piyasadaki payları genel olarak %10 se-viyesinde kalmaktadır.

2016 yılının ilk dokuz ayında 55 aracı kuru-mun işlem yaptığı tahvil/bono kesin alım-satım işlemleri bir önceki yılın aynı dönemi-ne göre %57 artarak 134 milyar TL olmuş-tur.

Grafik 5: Yatırım Kuruluşlarının SGMK İşlem Hacmi (milyar TL)



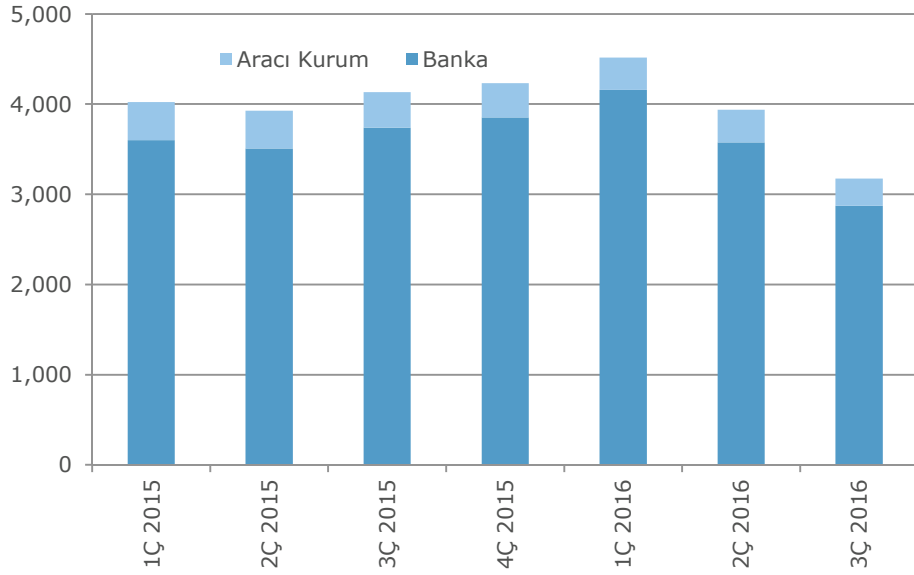
Kaynak: Borsa İstanbul

SGMK işlemlerinde aracı kurumlar arasındaki yoğunlaşmanın hayli fazla olduğu, 2016'nın ilk dokuz ayında aracı kurumların işlemleri-nin üçte ikisini Yapı Kredi ve Ak Yatırım'ın gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır. Aracı ku-rumlar SGMK işlemlerinin yaklaşık %70'ni yurtiçi satış ve pazarlama departmanları

vasıtasıyla yapageldiyse de bu oran 2016 Eylülünde ilk kez %81'e çıkmıştır.

2016 yılının ilk dokuz ayında aracı kurumla-rın SGMK işlemlerinin %84'ünün yurtiçi ku-rumsal yatırımcılar tarafından yaratıldığı görülmektedir.

Grafik 6: Yatırım Kuruluşlarının Repo/Ters-Repo İşlem Hacmi (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

Repo/ters-repo işlemleri incelendiğinde, 41 aracı kurum tarafından 2016'nın ilk dokuz ayında gerçekleştirilen işlemlerin 2015'in aynı dönemine göre %17 düştüğü görülmektedir. Repo/ters-repo pazarında da SGMK piyasasında olduğu gibi yüksek yoğunlaşma olduğu görülmektedir. 40'tan fazla aracı kurum bu piyasada işlem yapmış olmasına rağmen, Halk, Vakıf, Yapı Kredi ve Ak Yatı-

rım'ın aracı kurumlarca yapılan işlemlerin %62'sini gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır.

SGMK piyasasına benzer olarak repo/ters-repo piyasasında da aracı kurum müşterilerinin neredeyse tamamının yurtiçi yatırımcılardan oluştuğu görülmektedir. 2016'nın ilk dokuz ayında aracı kurum işlem hacminin %77'sinin yurtiçi kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiştir.

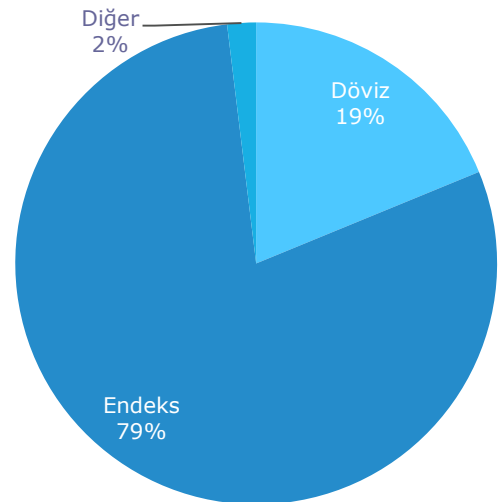
VADELİ İŞLEMLER

Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP) banka ve aracı kurumlar faaliyet göstermektedir.

Başta endeks ve döviz olmak üzere toplam 10 ayrı varlık sınıfında vadeli işlem yapılmaktadır.

Ancak endeks ve döviz vadeli işlem pazarları toplam işlem hacminin %98'ini oluşturmakta olup diğer dayanak varlıkların hacmi hayli sınırlı kalmaktadır.

Grafik 7: Ürün Bazında Vadeli İşlem Hacmi

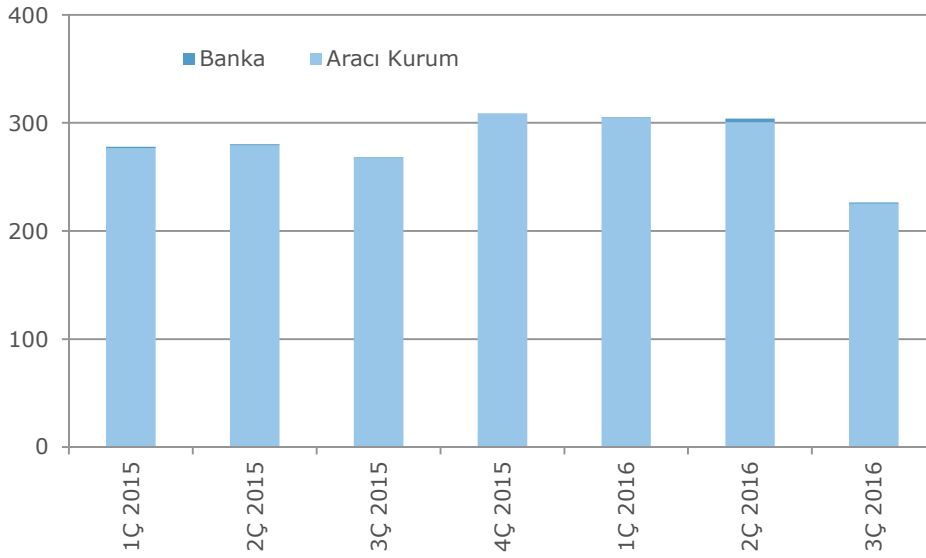


Kaynak: Borsa İstanbul

58 aracı kurum tarafından gerçekleştirilen vadeli işlem toplam hacmi, 2016'nın ilk dokuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre yalnızca %1 yükselerek 830 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2016'nın üçüncü çey-

reğinde işlem hacminin 300 milyar TL seviyelerinden 225 milyar TL'ye gerilemesi, diğer yatırım araçlarında olduğu gibi, yurtiçi ve yurtdışındaki siyasi belirsizliklerdeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Grafik 8: Yatırım Kuruluşlarının Vadeli İşlem Hacmi (milyar TL)

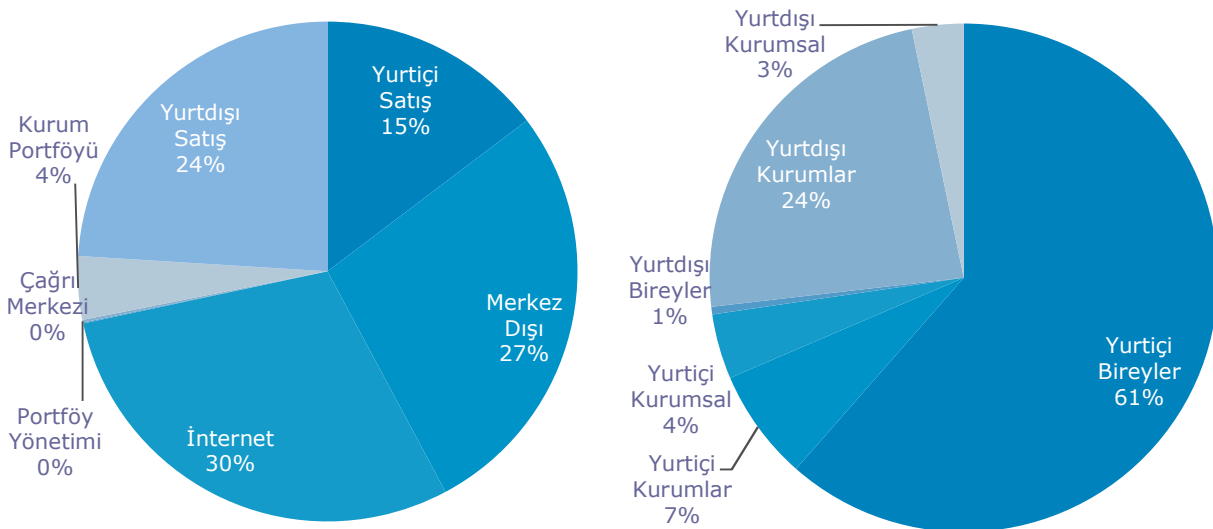


Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı kurumların vadeli işlemler pazarının neredeyse tamamına sahip olmasının nedeni, 2013 yılında türev işlemlerinin Borsa İstanbul'da yapılmaya başlanmasıyla beraber Sermaye Piyasası Kurulu'nun yapmış olduğu

düzenleme nedeniyle bankaların işlemlerin en fazla yapıldığı ürün olan pay senedi endeksine dayalı sözleşmelerde işlem yapamıyor olmasıdır.

Grafik 9: Yatırımcı ve Departman Bazında Vadeli İşlem Hacmi



Kaynak: TSPB

Vadeli işlemler toplam işlem hacmindeki en yüksek ağırlığa sahip olan yurtiçi bireysel yatırımcıların payının 2016'nın ilk dokuz ayında geçen yılın aynı dönemine göre değişmeyerek %61'de kaldığı, diğer yandan yurtiçi kurumların 2 puan artarak %7'e yükseldiği görülmektedir.

2016'nın ilk üç çeyreğinde vadeli işlemler toplam işlem hacminin %14'ünü gerçekleştiren TEB Yatırım bu işlemlerde birinci sırada yer almaktadır. Sırasıyla %11 ve %10 pazar payıyla İş ve Garanti Yatırım bu kategoride ikinci ve üçüncü sırada bulunmaktadır.

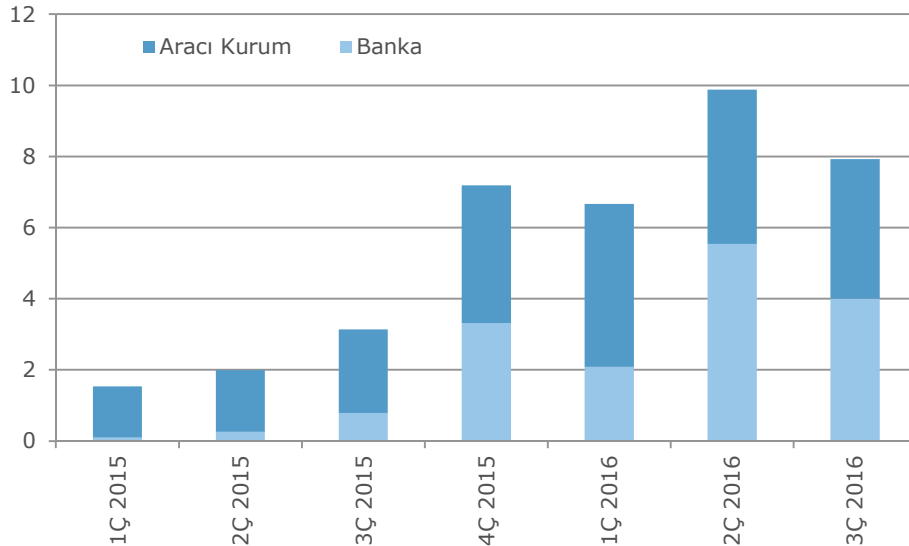
OPSİYONLAR

2012 yılı sonunda ilk kez Borsada işlem görmeye başlayan opsiyonlarda 2016'nın ilk dokuz ayında 33 aracı kurum ve 3 banka tarafından toplamda 24 milyar TL'lik işlem

Vadeli işlemlerin yoğunlukla internet, merkez dışı birimler ve yurtdışı satış ve pazarlama departmanları tarafından yapıldığı görülmektedir. İnternet üzerinden yapılan işlemlerin 2015 Eylülünde %33 ağırlığı varken, bu rakam 2016 Eylülünde %30'a gerilemiştir. Merkez dışı birimler ile internet işlemlerindeki azalışa paralel olarak, yurtiçi satış ve pazarlama departmanı ağırlığının aynı dönemde 7 puan birden yükselerek %8'den %15'e çıktığı anlaşılmaktadır.

hacmi gerçekleştirilmiştir. Bu dönemde aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlem hacmi 13 milyar TL olduğundan toplam işlem hacminin %53'ünün aracı kurumlar tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

Grafik 10: Yatırım Kuruluşlarının Opsiyon İşlem Hacmi (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

Piyasaya sürüldüğü tarihten itibaren hızlı bir çıkış yakalayan opsiyonlar 2015 Eylülünden bu yana %133'lük büyüme göstermiştir.

Opsiyon hacmi ürün bazında incelendiğinde dövizli dayanak alan opsiyon işlemlerinin toplam hacmin %73'ünü oluşturduğu görülmekte olup bu rakamın 2014 sonunda sade-

ce %5 olduğu dikkat çekerken, kurdaki hareketlilik, yatırımcıların bu ürüne rağbet göstermesinde etkili olmuştur.

Garanti Bankası ile Akbank'ın döviz opsiyon işlemlerindeki artan faaliyetleri neticesinde bankalarca yapılan opsiyon işlem hacmi 2016'da önemli artış sergilemiştir.

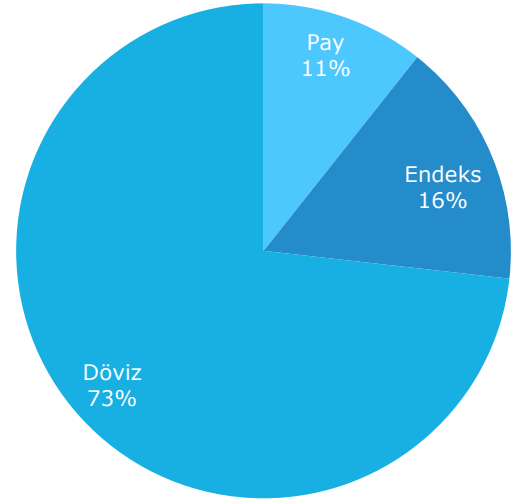
Bununla beraber aracı kurumlarca gerçekleştirilen işlemlere çeyrekler itibarıyla bakıldığında ikinci ve üçüncü çeyrekte gerileme gözlenmektedir.

2016 yılının ilk dokuz ayında aracı kurumlarca gerçekleştirilen opsiyon işlem hacminin %54'ü yurtiçi bireyler tarafından gerçekleştirilmiştir.

Aynı dönemde gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin %30'u kurum portföyüne yapılmıştır.

Aracı kurumlarca yapılan opsiyon işlem hacminde %17'lik payla İş Yatırım'ın lider pozisyonunda bulunduğu % 15'er payla Osmanlı ve Ak Yatırım'ın ikinci ve üçüncü sırada yer aldıkları görülmektedir.

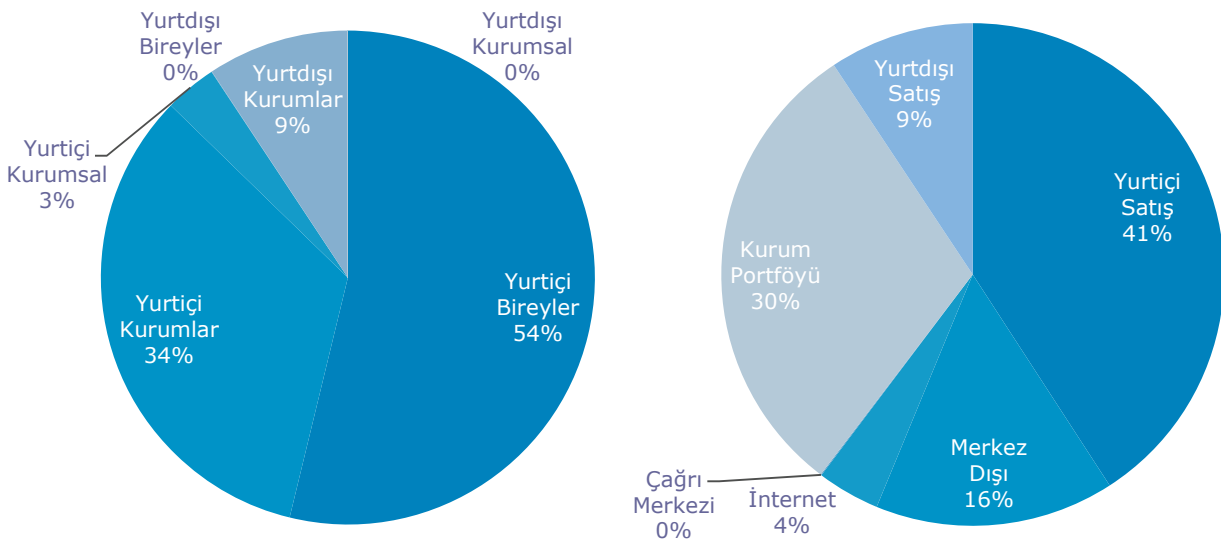
Grafik 11: Ürün Bazında Opsiyon İşlem Hacmi



Kaynak: Borsa İstanbul

Yoğunlaşmanın yüksek olduğu piyasada ilk 8 aracı kurumun 11,7 milyar TL'lik hacimle aracı kurumlarca gerçekleştirilen işlemlerin %91'ine sahip olduğu anlaşılmaktadır.

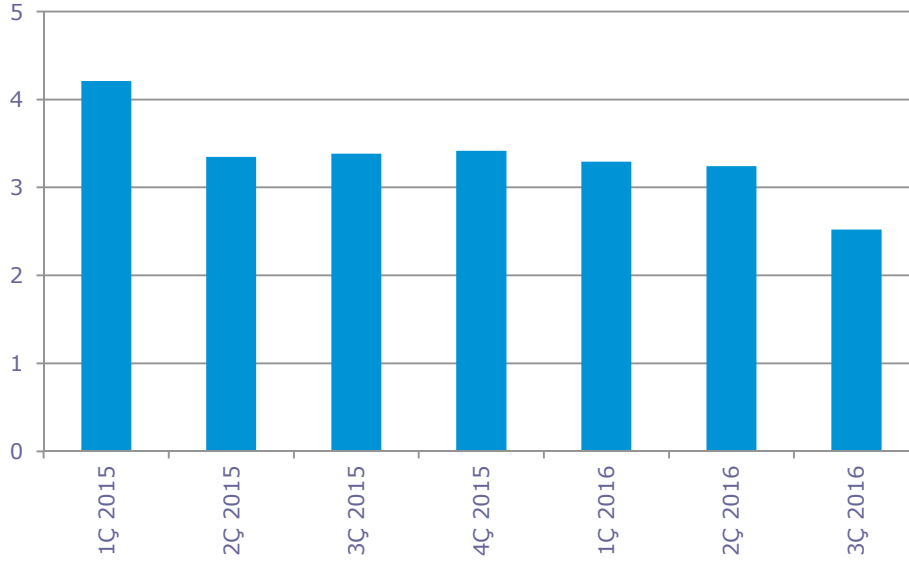
Grafik 12: Yatırımcı ve Departman Bazında Opsiyon İşlem Hacmi



Kaynak: TSPB

VARANTLAR

Grafik 13: Aracı Kurumların Varant İşlem Hacmi (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

2016 yılının ilk dokuz ayında 47 aracı kurum 9 milyar TL'lik varant işlemi gerçekleştirmiştir. Varant işlem hacmi 2015 yılının aynı dönemine göre %17 düşüş kaydetmiştir.

Pay senetlerinde olduğu gibi varant işlemlerinde de hacim ağırlıklı olarak yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. Bu üründe yabancı işlemlerinin tamamı ihraççı yabancı kurum ile piyasa yapıcılığı çerçevesinde yapılan iş-

lemlere ait olup, bu işlemlerin toplamdaki payı %29'dur.

Varant piyasalarında yoğunlaşmanın hayli fazla olduğu görülmektedir. Sırasıyla %32 ve %29 işlem hacmi payı ile piyasa yapımcıları olan İş Yatırım ile Deutsche Securities'in piyasanın çoğunluğuna sahip olduğu ve 2016'nın ilk dokuz ayında 5,5 milyar TL'lik hacim gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır.

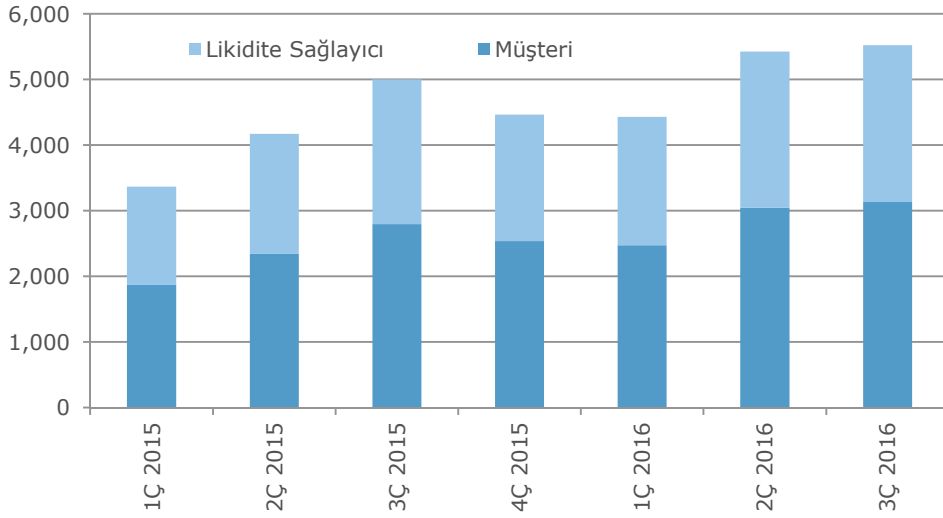
KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Döviz, emtia ve kıymetli madenlere dayalı olarak gerçekleştirilen ve yatırımcılar arasında "foreks" olarak bilinen kaldıraçlı alım-satım işlemlerini sadece aracı kurumlar yapabilmektedir. 2016 yılının ilk dokuz ayında 43 aracı kurum toplam 15 trilyon TL değerinde kaldıraçlı işlemde bulunmuştur. Hızlı büyüyen bir piyasa olan kaldıraçlı işlemler 2016 yılının ilk dokuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %23 artmıştır. Bununla beraber, hacimler çeyreklik dönemler itibarıyla incelendiğinde, 2015'in son çeyreği ile

2016'nın ilk çeyreğindeki yavaşlamanın ardından işlemlerin tekrar arttığı ve 2016'nın üçüncü çeyreğinde bugüne kadarki en yüksek hacmin gerçekleştiği görülmektedir.

Kaldıraçlı işlemler piyasasında parçalı bir piyasa yapısı karşımıza çıkmaktadır. Pek çok kurumun birbirine yakın paya sahip olduğu piyasada Işık Yatırım %10'luk pazar payıyla piyasa öncüsü konumunda olup, onu %8'er payla Sanko, GCM, İş ve Invest-AZ takip etmektedir.

Grafik 14: Aracı Kurumların Kaldıraçlı İşlem Hacmi (milyar TL)



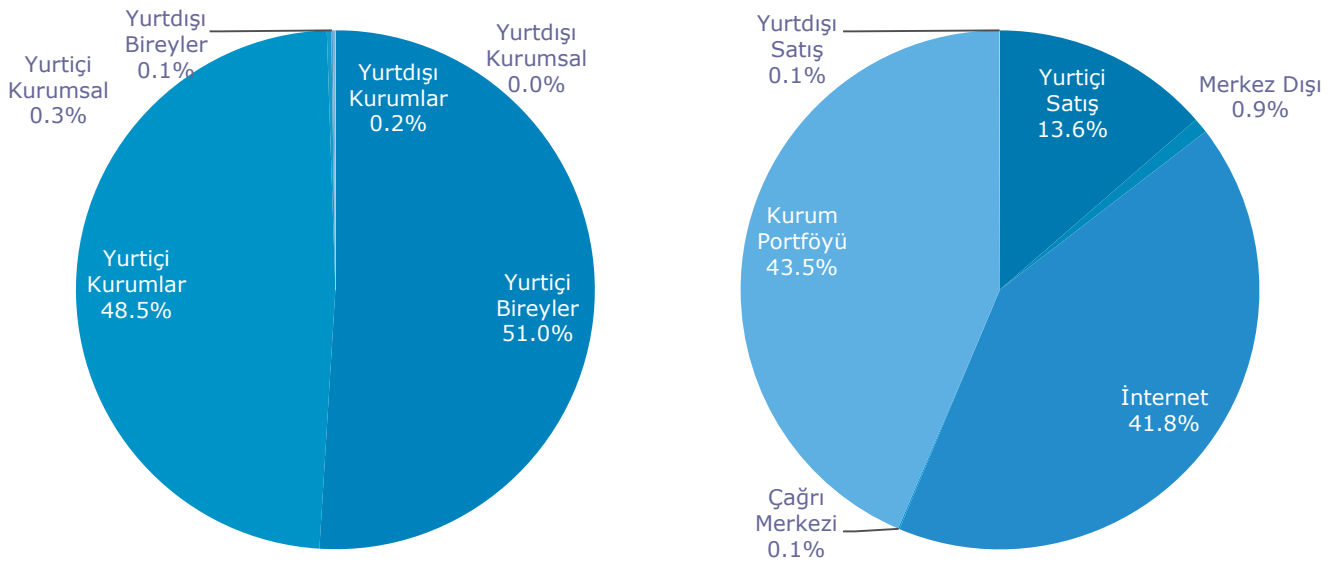
Kaynak: TSPB

%99'dan fazla payla yurtiçi yatırımcıların kaldıraçlı işlem piyasasında en fazla işlem hacmini yaratan yatırımcı grubu olduğu görülmektedir. Diğer tüm piyasalar içinde %42'lik payla internet kanalının en yoğun kullanıldığı piyasa kaldıraçlı işlemlerdir. Pay piyasası, vadeli işlemler gibi piyasaların ak-

sine merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki yerinin hayli düşük olduğu görülmektedir.

Kaldıraçlı işlemlerde işlem hacmi bakımından önde yer alan aracı kurumların, pay, vadeli işlemler gibi ürünlerde sınırlı faaliyet gösterdiği, bu kurumların çoğunlukla sadece kaldıraçlı işlemlerde yoğunlaştığı anlaşılmaktadır.

Grafik 15: Yatırımcı ve Departman Bazında Kaldıraçlı İşlem Hacmi



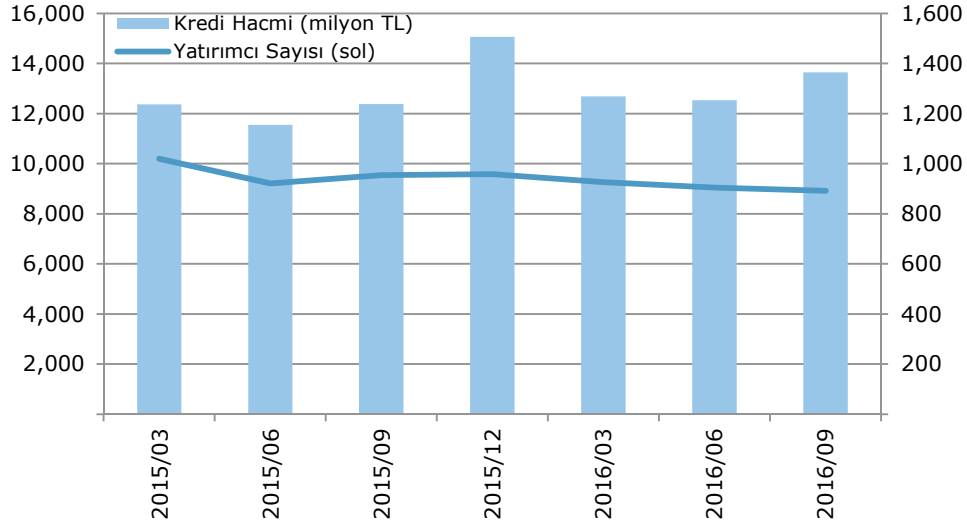
Kaynak: TSPB

AÇIĞA SATIŞ, KREDİLİ ve ÖDÜNC İŞLEMLER

Aracı kurumların müşterilerine kullandırdığı kredi bakiyesi ile kredi kullanan müşteri sayısı 2015 sonuna göre %7 ve %9 gerilemiştir. Eylül 2016 sonu itibarıyla 47 aracı kurum müşterilerine toplamda 1,4 milyar TL kredi

sağlamaktadır. Kredili işlemlere ilişkin veriler incelenirken bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Grafik 16: Aracı Kurumların Kredili İşlemleri

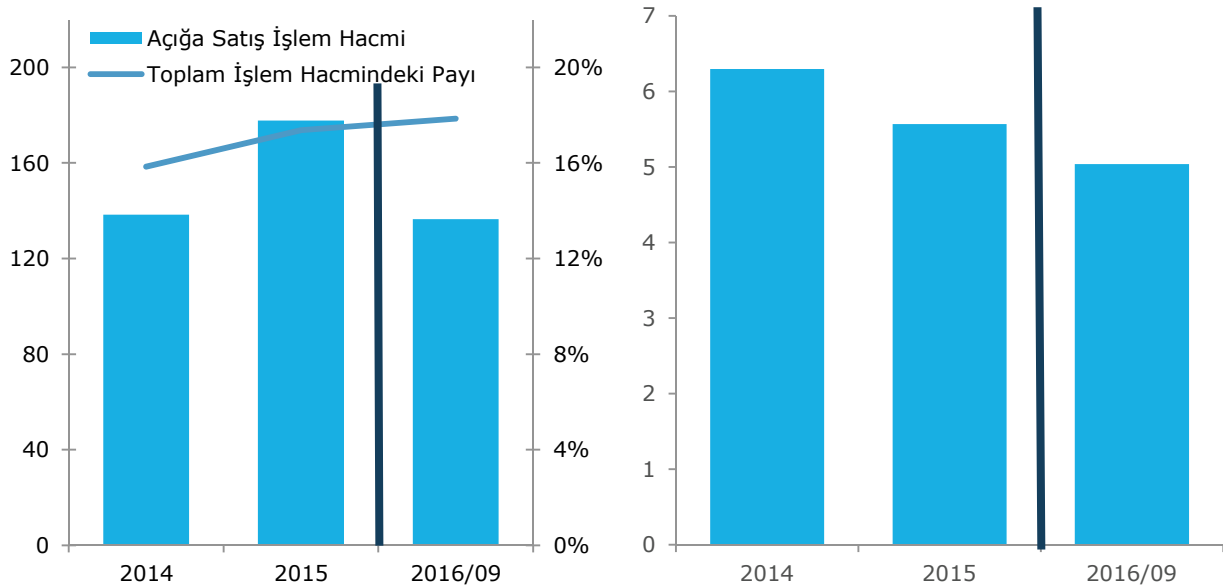


Kaynak: TSPB

Borsa İstanbul'da gerçekleşen açığa satış işlemleri 2016 yılının ilk dokuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %5 artarak 137 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Açığa satış işlemlerinin toplam pay senedi hacmin-

deki oranının %17'e tekabül ettiği görülmektedir. Ödünç pay piyasası işlemleri ise 2016 yılının ilk üç çeyreğinde bir önceki yıla göre %20 artarak 5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 17: Açığa Satış ve Ödünç Pay Piyasası İşlemleri (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

KURUMSAL FİNANSMAN

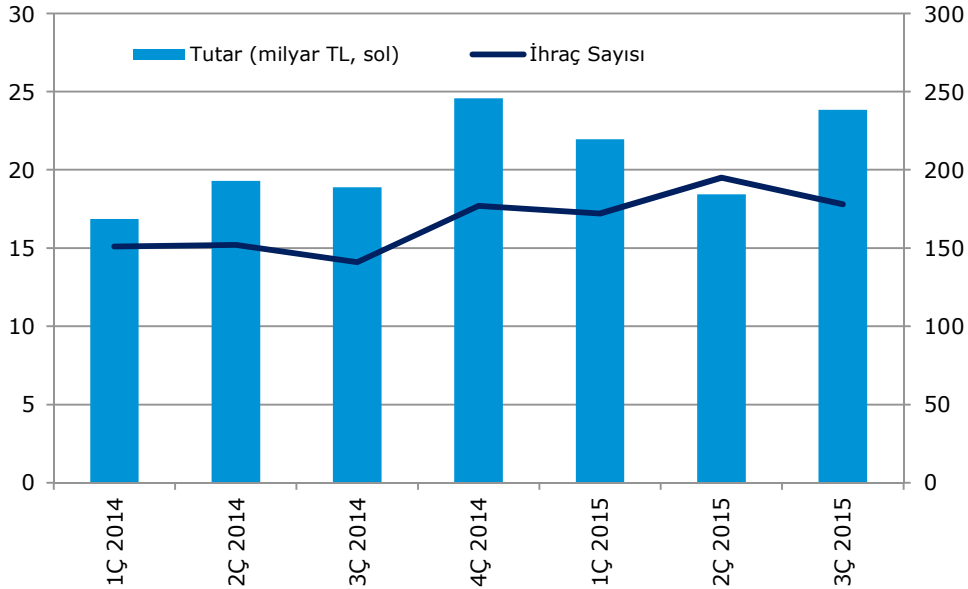
Tablo 1: Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Tamamlanan Proje Sayısı)

	1Ç 2015	2Ç 2015	3Ç 2015	4Ç 2015	1Ç 2016	2Ç 2016	3Ç 2016
Birincil Halka Arz	3	1	1	1	1	1	0
İkincil Halka Arz	0	0	0	0	0	0	0
Tahvil-Bono İhracı	145	152	136	175	165	188	166
Şirket Satın Alma/Birleşme-Alış	0	0	0	0	1	1	1
Şirket Satın Alma/Birleşme-Satış	1	7	3	0	1	6	2
Finansal Ortaklık	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Artırımı	19	6	1	8	17	6	4
Temettü Dağıtımı	26	15	5	7	23	4	8
Özelleştirme Projeleri-Alış	0	0	0	0	1	0	0
Özelleştirme Projeleri-Satış	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Danışmanlık	15	7	8	4	25	17	31
Toplam	209	188	154	195	234	223	213

Kaynak: TSPB

2016 yılının ilk dokuz ayında aracı kurumlar üzere toplam 670 adet proje tamamlanmıştır. 530 adet yeni kurumsal finansman projesi tır. 166'sı tahvil ihracı olmak üzere projelerin almış, toplamda 519'u tahvil ihracı olmak 213'ü üçüncü çeyrekte tamamlanmıştır.

Grafik 18: Tahvil İhraçları (Halka Arz ve Nitelikli Yatırımcıya Satış)

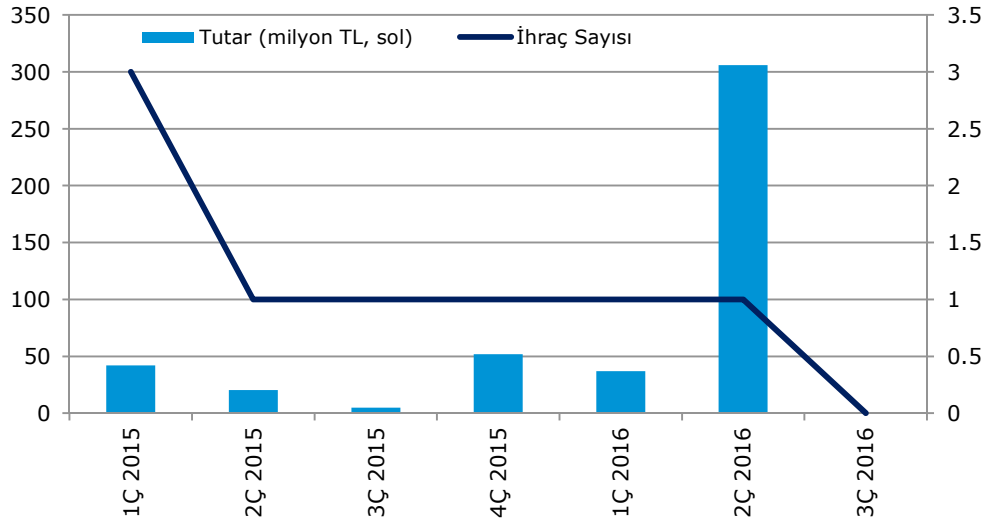


Kaynak: Borsa İstanbul

2016 yılında toplam büyüklüğü 380 milyon TL olan iki adet pay senedi halka arzı gerçekleştirilmiştir. İlk çeyrekte Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş. Borsa Ana Pazar'da halka arz edilmiş ve 37 milyon TL'lik hasılat elde edilmiştir. İkinci çeyrek-

te Via Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı halka arz edilerek 343 milyon TL'lik hasılat elde edildiyse de devam eden dönemde şirket borsa kotundan çıkarılmıştır. 2016'nın üçüncü çeyreğinde halka arz gerçekleştirilmemiştir.

Grafik 19: Pay Senedi Halka Arzları



Kaynak: Borsa İstanbul

2016'nın ilk dokuz ayında Borsa'da 548 adet tahvil ihracı ile 64 milyar TL'lik hasılat elde edilmiştir. Bu ihraçların bir kısmı bankalarca gerçekleştirildiğinden aracı kurumların tamamlanan tahvil ihracı sayısı ile farklılık göstermektedir. Aynı dönemde aracı kurumlarca 519 adet tahvil ihracı yapılmıştır. Bunlardan biri borsada değil tahsisli yapıldığı-

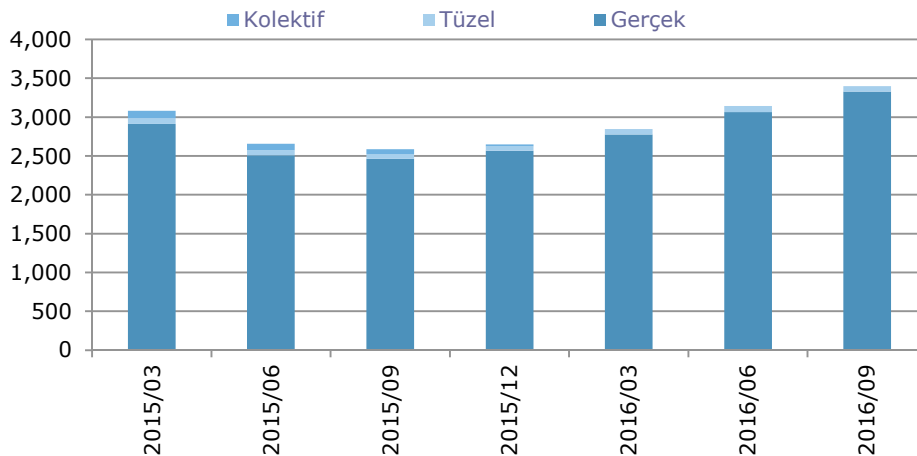
dan grafik 18'deki Borsa verilerine dahil değildir. Diğer taraftan 2016'nın ilk dokuz ayında 27 sermaye artırımını ile 35 temettü dağıtımını gerçekleştirilmiştir. Değerleme, piyasa yapıcılığı, proje finansmanı, fizibilite analizi gibi işlemleri kapsayan 73 diğer danışmanlık sözleşmesi yılın ilk yarısında tamamlanmıştır.

PORTFÖY YÖNETİMİ

Aracı kurumlar aracılık faaliyetleri yanında bireysel portföy yönetimi hizmeti de sunmaktadır. Düzenlemelerdeki değişiklikler sonucu 2014 sonu itibarıyla kolektif yatırım

kuruluşlarının portföylerini yönetme yetkisi portföy yönetim şirketlerine devredilmeye başlanmıştır.

Grafik 20: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi – Yatırımcı Sayısı



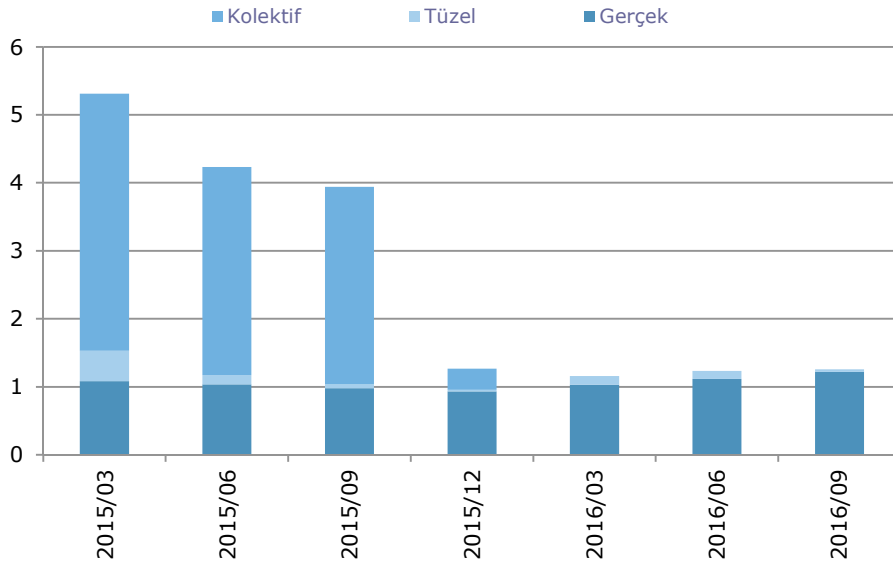
Kaynak: TSPB

2015 yılının ilk dokuz ayında 22 kurum aracı kurum portföy yönetim hizmeti verirken, bu sayı 2016 yılının aynı döneminde yalnızca 15 olarak gerçekleşmiştir.

Müşteri sayısının 2015 sonundan itibaren artarak Eylül 2016 itibariyle 3.397 olduğu

görülmektedir. Bununla beraber, müşteri sayılarını değerlendirirken, birden fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

Grafik 21: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi – Yönetilen Portföy Büyüklüğü (milyar TL)



Kaynak: TSPB

2013 yılında yapılan düzenlemeler gereği yatırım fonlarının yalnızca portföy yönetim şirketlerince yönetilebiliyor olması sebebiyle aracı kurumlarca yönetilen portföy büyüklüğünde ciddi bir düşüş yaşanmış, toplam portföy büyüklüğü 2014 sonunda 5 milyar TL'nin üzerindeyken Eylül 2016 itibariyle 1,3 milyar TL seviyelerine gerilemiştir. Aynı dönemde gerçek ve tüzel müşteri sayısı artsa da aracı kurumlarca yönetilen gerçek kişile-

rin portföy büyüklükleri çoğunlukla yatay seyrederken tüzel kişilerin portföy büyüklükleri dalgalı bir seyirle düşüş eğilimi göstermiş, Eylül 2016 sonunda 40 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

2016 Eylülünde gerçek kişiler için yönetilen ortalama portföy büyüklüğü 366.000 TL iken tüzel kişiler için bu rakam 596.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

ERİŞİM AĞI

Aracı kurumlar, genel merkezleri yanında müşterilerine şube, irtibat bürosu ve acenteler aracılığıyla da hizmet vermektedir. Eylül 2016 itibariyle toplam 46 kurumun

merkez dışı birimleri bulunup, bu birimlerin %90'ından fazlasının acentelerden oluştuğu anlaşılmaktadır.

Tablo 2: Erişim Ağı

	2015/03	2015/06	2015/09	2015/12	2016/03	2016/06	2016/09
Şubeler	153	200	282	323	331	330	310
İrtibat Büroları	64	62	78	76	74	69	67
Banka Şubeleri	7,026	6,984	6,817	5,763	5,770	5,018	4,997
TOPLAM	7,243	7,246	7,177	6,162	6,175	5,417	5,374

Kaynak: TSPB

2015 yılından itibaren acente şubelerinin sayısının düştüğü gözlenmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğinde yapılan değişikliklerle acentecilik faaliyetinin yerini alan emir iletimine aracılık kapsamında, sektördeki banka şubeleri 2015 yılı başına göre yaklaşık 2.000

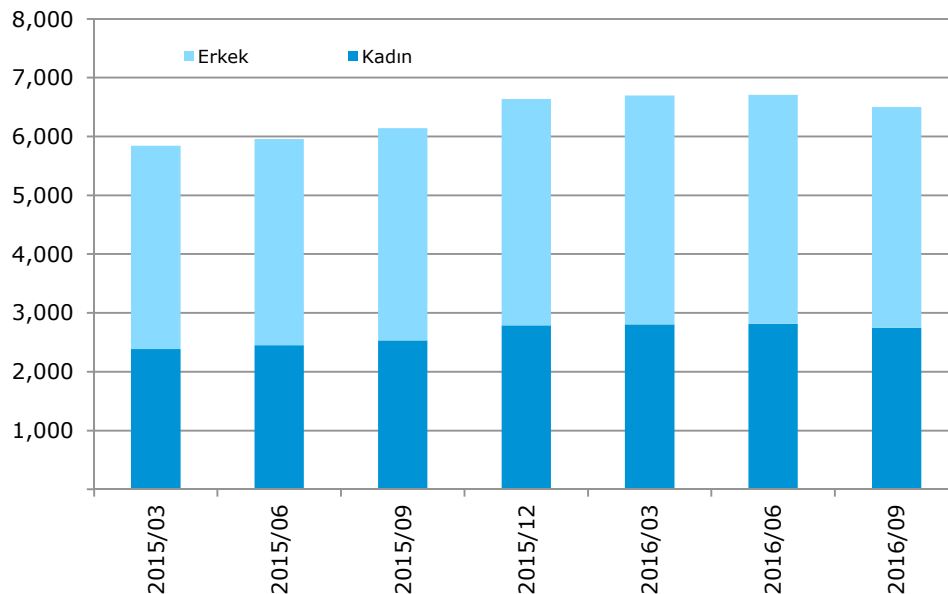
adet azalırken, şube sayısı iki misline çıkarak 310'a yükselmiştir. Sektörde bazı banka kökenli kurumlarda acentecilik sözleşmeleri sonlandırılıp banka şubesi sayıları azalırken, bazı kurumlar emir iletimine aracılık kapsamında banka şubelerini kullanmaya devam etmektedir.

ÇALIŞAN PROFİLİ

Aracı kurumların çalışan sayısı 2016 yılının ilk yarısında artarak 6.709'a ulaşmış, üçüncü çeyrekte ise yaklaşık 207 kişi azalarak 6.502'ye inmiştir. Toplam çalışan sayısının %42'sinin kadın, %58'inin ise erkek olduğu görülmektedir.

Kadınların payının 2012'den bu yana %40 civarında olduğu, ancak 2015'ten bu yana

yeni işe alımlarda kadın sayısının artmasıyla bu oranın Eylül 2016 itibarıyla %42'ye çıktığı gözlenmektedir. Kurum başına ortalama çalışan sayısı Eylül 2015'te 79 olarak gerçekleşmişken özellikle kaldıraçlı işlemlerde yoğunlaşan firmaların agresif büyüme stratejilerine yönelik işe alımlarının ve bazı kurumların kapanmasının etkisiyle 2016 Eylülünde 93'e yükselmiştir.

Grafik 22: Aracı Kurumların Çalışan Sayısı

Kaynak: TSPB

Çalışanların departman dağılımına bakıldığında yoğunlaşmanın daha çok merkez dışı birimlerde (şube, acente ve irtibat bürosu), yurtiçi satış ve pazarlama ile mali ve idare işlerde olduğu görülmektedir. Düzenlemelerdeki değişiklikler sebebiyle önceden banka bordrolarında bulunan acente çalışanlarının kısmen aracı kurumlara alınmasıyla şubelerde istihdam edilen çalışan sayısı 2015'te 900 kişi civarındayken, Haziran 2016'da 1.540'a çıkmış, ardından Eylül 2016'de ise 122 kişi azalarak 1.418'e inmiştir. Aracı kurum bordrosunda yer alan acente çalışanlarının sayısı 2014'te 300 kişinin üzerindeyken 2016 yılında 11'e düşmüştür. Toplamda, merkez dışı birimlerdeki çalışan sayısı son bir yılda toplamda %14 yükselerek 1.959 olmuştur.

Kaldıraçlı işlem alanında hizmet veren kurumların sayısının artması ve bu kurumların

agresif büyüme ve pazarlama stratejileri nedeniyle yurtiçi satış ve pazarlama çalışan sayılarında son yılda %31 artış yaşanmış, bu departmanda çalışan sayısı 1.298 kişiye çıkmıştır.

Buna karşın, 2016'nın üçüncü çeyreğinde kaldıraçlı işlem alanında özelleşen kurumların işe alımlarda ivme keserek yeni alım yapmaktan imtina ettiği, sektörden ayrılan çalışanların önemli bir çoğunluğunun diğer kurumlardan kaynaklandığı görülmektedir.

Tablo 3'te görüleceği üzere ortalama çalışan sayısı en fazla yurtiçi ve satış pazarlama departmanında olup Eylül 2016'da 25 olarak gerçekleşmiştir. Araştırma departmanlarında ortalama 4 kişi çalışmakta olup ağırlıklı olarak kaldıraçlı işlemlerde faaliyet gösteren kurumların bu departmanda ortalama 3 kişi istihdam ettiği gözlenmektedir.

Tablo 3: Çalışanların Departman Dağılımı

	Çalışanların Dağılımı			Ortalama Çalışan Sayısı 2016/09
	2014	2015	2016/09	
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	27.1%	31.5%	30.1%	5.2
Şube	15.6%	23.4%	21.8%	4.6
Acente	5.9%	0.2%	0.2%	0.0
İrtibat Bürosu	5.5%	7.9%	8.2%	7.9
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	13.0%	17.9%	20.0%	24.5
Broker	3.5%	2.0%	1.8%	2.4
Dealer	6.0%	5.1%	4.5%	6.8
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	3.7%	3.0%	3.1%	5.5
Hazine	2.0%	1.8%	2.1%	4.1
Portföy Yönetimi	0.9%	0.8%	0.5%	2.1
Kurumsal Finansman	3.0%	2.4%	2.2%	3.6
Araştırma	4.8%	3.8%	3.6%	4.3
Mali ve İdari İşler	14.8%	12.4%	12.3%	11.5
İç Denetim-Teftiş	3.2%	3.0%	3.0%	2.8
İnsan Kaynakları	1.3%	1.3%	1.3%	2.1
Bilgi İşlem	5.3%	4.9%	5.2%	5.7
Diğer	11.6%	10.1%	10.3%	10.3

Kaynak: TSPB

FİNANSAL TABLOLAR

Birliğimiz, aracı kurumların kamuya açıkladıkları özet finansal tabloların yanı sıra, bu tablolara ilişkin daha detaylı verileri de derlemektedir. Birliğimiz tarafından hazırlanan Aracı Kurum Finansal Tablo Hazırlama Rehberi doğrultusunda düzenlenen dipnotlar ile özet finansal tablolar arasında ufak farklılıklar mevcuttur. Dipnotlarda yer alan detaylı veriler uygulama birliği açısından daha sağlıklı bulunduğundan, rapordaki tüm tablolarda bu verilere yer verilmiştir.

Aracı kurumların toplam varlıkları artan mevduat bakiyesi ile birlikte 30 Eylül 2016 itibarıyla önceki yılın aynı dönemine göre

%37 artarak 20 milyar TL'ye çıkmıştır. Aracı kurumların kısa vadeli portföy dağılımı vadeli mevduattaki portföyün artmasıyla 12 milyar TL'yi aşmıştır.

Likit bir aktif yapısına sahip aracı kurumların varlıklarının 19 milyar TL'sini dönen varlıklar oluşturmaktadır.

Toplam varlıkların 12 milyar TL'sini nakit ve nakit benzerleri, 5 milyar TL'sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır. Toplam varlıklardaki artışın büyük kısmı nakit ve nakit benzerlerinde takip edilen mevduat tutarındaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Tablo 4: Aracı Kurumların Özet Bilançosu (milyon TL)

	2014	2015	2015/09	2016/09	%Değişim
Dönen Varlıklar	14,138	14,242	13,746	18,779	36.6%
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,318	7,796	7,646	11,693	52.9%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	1,063	1,142	951	975	2.5%
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	4,149	4,814	4,588	5,420	18.1%
Diğer	609	490	1,142	1,360	19.1%
Duran Varlıklar	994	1,070	1,070	1,501	40.3%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	617	593	578	1,074	85.8%
Diğer	377	477	930	428	-54.0%
TOPLAM VARLIKLAR	15,132	15,312	14,816	20,281	36.9%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,395	11,180	11,167	15,768	41.2%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	7,375	6,806	6,309	9,656	53.1%
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	3,590	3,931	3,980	5,443	36.8%
Diğer	430	444	878	669	-23.8%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	78	122	124	772	522.6%
Özkaynaklar	3,659	4,010	3,989	4,077	2.2%
Ödenmiş Sermaye	2,053	2,288	2,302	2,321	0.8%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	280	276	277	272	-1.8%
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	8	9	8	8	0.0%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	107	82	71	98	38.0%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	470	535	503	569	13.1%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	368	388	406	524	29.1%
Net Dönem Kârı/Zararı	372	433	362	284	-21.5%
TOPLAM KAYNAKLAR	15,132	15,312	14,816	20,281	36.9%

Kaynak: TSPB

Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar beraber değerlendirildiğinde, Tablo 5'te görüldüğü üzere aracı kurumların 12 milyar TL'lik kısa vadeli portföyleri-

nin büyük kısmını repo ve mevduatların oluşturduğu görülmektedir. Karşılaştırılan dönemde yaşanan artışın büyük bir kısmı 3 aydan kısa vadeli mevduatlarda yaşanmıştır.

Tablo 5: Aracı Kurumların Kısa Vadeli Portföy Dağılımı (milyon TL)

Finansal Araçlar	2014	2015	2015/09	2016/09	%Değişim
Repo ve Mevduat	8,262	7,584	7,416	11,461	54.5%
Kamu SGMK	362	341	358	255	-28.8%
Özel SGMK	427	392	360	441	22.5%
Pay Senedi	167	209	187	231	23.5%
Diğer	107	200	46	64	39.1%
Toplam	9,325	8,726	8,367	12,452	48.8%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların 16 milyar TL değerindeki yükümlülüklerinin 10 milyar TL'sini kısa vadeli borçlanmalar, 5 milyar TL'sini ise büyük ölçüde aracı kurumların menkul kıymet işlemlerine ilişkin alacaklarını yansıtan kısa vadeli ticari borçlar oluşturmaktadır.

Aracı kurumların kısa vadeli borçlanmalarının 6,5 milyar TL'sini para piyasasına borç-

lar, 2,7 milyar TL'sini ise çıkarılmış tahvil, bono ve senetler oluşturmaktadır. Son bir yılda aracı kurumlarca çıkarılmış tahvil tutarı 1,6 milyar TL artış sergilemiştir. 2016/09 döneminde Ak, Gedik, Halk, İş, Tera, Oyak ve Yapı Kredi Yatırım toplamda 2,7 milyar TL'lik tahvil ihraç etmiştir.

GELİR TABLOSU

Aracı kurumların toplam faaliyet gelirleri Eylül 2016 sonu itibariyle önceki yılın aynı dönemine göre %10 artarak 1,6 milyar

TL'ye yükselmiştir. Artışın büyük kısmı aracılık gelirlerinden kaynaklanmaktadır.

Tablo 6: Aracı Kurumların Gelirleri (milyon TL)

	2014	2015	2015/09	2016/09	%Değişim
Aracılık Gelirleri	1,017	1,332	967	1,079	11.6%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	78	89	57	80	40.4%
Kurumsal Finansman Gelirleri	136	170	130	120	-7.7%
Varlık Yönetimi Gelirleri	48	50	40	24	-40.0%
Müşteri Faiz Gelirleri	188	210	153	159	3.9%
Diğer Gelirler	119	150	103	131	27.2%
Toplam	1,587	2,001	1,450	1,590	9.6%

Kaynak: TSPB

Eylül 2016'da aracılık gelirleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %12 oranında artarak 1 milyar TL'ye çıkmıştır. Artışta pay senedi ve türev işlem gelirlerindeki büyüme etkili olmuştur. 2016'nın ilk dokuz ayında pay senedi işlem hacmi önceki yıla göre sadece %2 artarken aracı kurumların bu işlemlerden elde ettiği aracılık gelirleri %23 artmıştır. Sektörün aracı kuruma kalan ortalama pay senedi komisyon oranı da bu durumun etkisiyle 2015/09'da %0,028'den 2016/09'da %0,034'e yükselmiştir. Bu durumda, Garanti Yatırım ile Garanti Bankası arasında olan

emir iletimine aracılık sözleşmesindeki değişiklik etkili olmuştur.

Türev işlemlerden elde edilen aracılık gelirleri ise 121 milyon TL olmuştur. Kaldıraçlı işlem hacmi %23 artsa da kaldıraçlı işlem aracılık geliri %4 düşmüştür. Düşüşte daha çok işlemlerinde likidite sağlayıcı ile değil kendi portföyünden işlem yapan ALB Menkul Değerlerin yılın 3. çeyreğinde zarar etmesi etkili olmuştur.

2015 yılının ikinci yarısından itibaren kaldıracağı işlemlerden elde edilen gelirler, net aracılık gelirlerinde ilk sırada yer almakta iken 2016'nın ilk yarısından itibaren gerçekleşen zararlarla birlikte aracı kurumlar en fazla geliri pay senedi aracılık gelirlerinden elde etmiştir.

Bu dönemde kaldıracağı işlemlerden en fazla gelir elde eden iki kurum (GCM ve İntegral) toplam gelirlerin %32'sini oluşturmuştur. Bu kurumların müşteriler ile yapılan kaldıracağı işlemlerdeki payı ise %13'te kalmaktadır.

Tablo 7: Aracılık Gelirleri (milyon TL)

	2014	2015	2015/09	2016/09	%Değişim
Pay Senedi	495	539	397	488	22.9%
Türev İşlem	130	150	110	121	9.6%
Sabit Getirili Menkul Kıymet	16	21	16	14	-11.9%
Yabancı Menkul Kıymet	3	21	13	43	230.8%
Kaldıraçlı İşlem	374	601	431	413	-4.2%
Toplam	1,017	1,332	967	1,079	11.6%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların kurumsal finansman faaliyetlerinden elde ettikleri gelirler yılın ilk 9 ayında %9 gerileyerek 118 milyon TL olmuştur. Bu gelirlerin 73 milyon TL'si tahvil ve pay senedi ihraçlarından kaynaklanmıştır.

Tablo 8: Aracı Kurumların Kurumsal Finansman Gelirleri (milyon TL)

	2014	2015	2015/09	2016/09	%Değişim
Halka Arz	100	93	65	73	12.3%
Şirket Satın Alma-Birleşme	13	43	41	24	-41.5%
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtım	2	3	3	2	-33.3%
Diğer Danışmanlık	22	31	22	19	-13.6%
Toplam	136	170	130	118	-9.2%

Kaynak: TSPB

Tablo 6'da görüleceği üzere, aracı kurumlar kurum portföyüne yapılan işlemlerden 80 milyon TL gelir yaratmıştır. Öte yandan, yatırım fonlarının portföy yönetim şirketleri-

ne devri ile birlikte varlık yönetim gelirleri 2016 yılının ilk 9 ayında geçen yılın aynı dönemine kıyasla neredeyse yarı yarıya azalarak 24 milyon TL'ye inmiştir.

Tablo 9: Aracı Kurumların Giderleri (milyon TL)

	2014	2015	2015/09	2016/09	%Değişim
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	176	300	199	277	39.2%
İşlem Payları	105	149	104	109	4.8%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	71	151	94	167	77.7%
Genel Yönetim Giderleri	1,182	1,419	1,029	1,162	12.9%
Personel Giderleri	698	836	608	699	15.0%
Amortisman Giderleri	30	38	27	31	14.8%
İtfa Payları	4	6	4	5	25%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	9	10	8	10	25%
Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri	40	45	31	26	-16.1%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	64	85	59	57	-3.4%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	337	398	291	333	14.4%
Toplam	1,358	1,718	1,228	1,439	17.2%

Kaynak: TSPB

2016'nın ilk dokuz ayında aracı kurumların toplam giderleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %17 artmıştır. Satış ve pazarlama giderleri %40 oranında yükselerek 277 milyon TL olmuştur. Personel giderleri ise %15 artarak 699 milyon TL olmuştur.

Çalışan başına düşen aylık ortalama personel gideri 2015 yılının aynı dönemine göre enflasyonun altında yalnızca %2 artarak 11.710 TL olmuştur.

Artan giderlerin etkisiyle, aracılık gelirlerindeki artışa rağmen, aracı kurumların toplam faaliyet kârı 2015/09'a kıyasla %31 azalmış, 164 milyon TL'ye düşmüştür. Yatırım faaliyetlerinden gelirler, önceki yıl 39 milyon TL'lik duran varlık satışını yansıtırken, 2016'da 356.000 TL'de kalmıştır.

Tablo 10: Aracı Kurumların Gelir Tablosu (milyon TL)

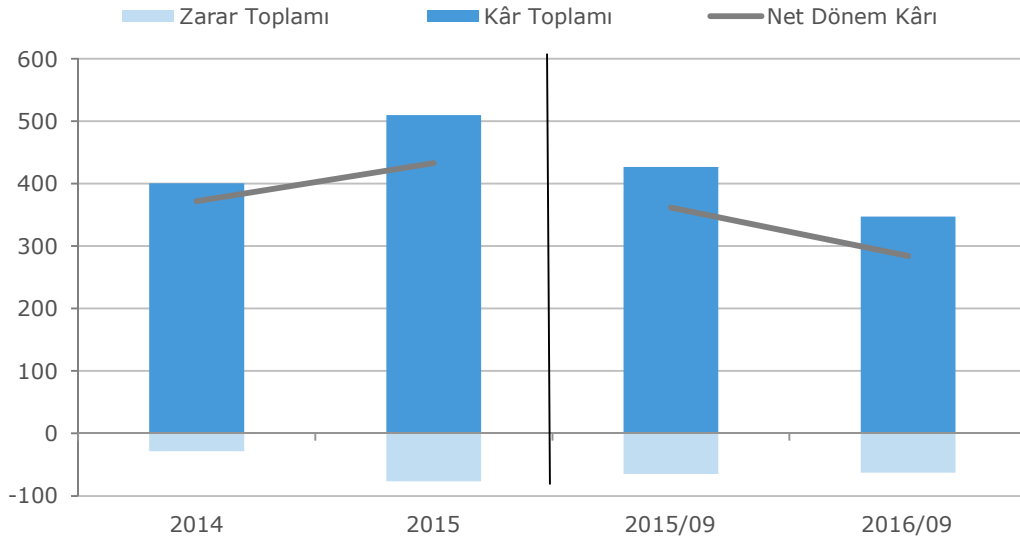
	2014	2015	2015/09	2016/09	%Değişim
Satış Gelirleri (Net)	192,296	185,113	140,618	127,666	-9.2%
Satışların Maliyeti	-190,708	-183,111	-139,167	-126,076	-9.4%
Brüt Kâr/Zarar	1,587	2,001	1,450	1,590	9.6%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-176	-299	-198	-276	39.4%
Genel Yönetim Giderleri	-1,182	-1,419	-1,029	-1,162	12.9%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	-1	0	-1	-
Diğer Faaliyet Gelirleri	177	264	203	242	19.2%
Diğer Faaliyet Giderleri	-125	-246	-192	-228	18.8%
Faaliyet Kârı/Zararı	281	301	236	166	-29.3%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	8	39	39	0	-99.1%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	-1	0	0	-15.7%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	7	9	13	11	-12.5%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet K/Z	296	348	289	177	-38.1%
Finansman Gelirleri	779	788	604	753	24.7%
Finansman Giderleri	-622	-604	-449	-581	29.3%
Sürdür. Faaliyetlerden Vergi Öncesi K/Z	453	532	441	349	-20.9%
Sürdür. Faaliyetlerden Vergi Gelir/Gideri	-83	-100	-79	-65	-17.9%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-59	-89	-101	-61	-39.7%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-24	-11	22	-4	-118.1%
Sürdür. Faaliyetlerden Dönem K/Z	370	433	362	284	-21.4%
Durdur. Faal. Vergi Sonrası Dönem K/Z	2	0	0	0	-
Dönem Kârı/Zararı	372	433	362	284	-21.4%

Kaynak: TSPB

Diğer yandan, bazı aracı kurumların para piyasası ve tahvil ihracı yoluyla borçlanarak mevduatta değerlendirdikleri varlıklardan elde ettiği faiz gelirleri sayesinde net finansman gelirleri 21 milyon TL artmıştır. Sonuçta, sektörün net dönem kârı %21

azalışla 284 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk 9 ayında en çok kâr eden kurumlar İş Yatırım (66 milyon TL) ile Yapı Kredi Yatırım (49 milyon TL) olurken, incelenen 70 aracı kurumdan 43'ü kâr elde etmiştir.

Grafik 23: Aracı Kurumların Net Dönem Kâr/Zararları (milyon TL)



Kaynak: TSPB

2016/09'da sektörün 12 aylık özsermaye kârlılık oranı, önceki yılın aynı döneminden bu yana net dönem kârındaki azalma ve

özsermayedeki artışa paralel olarak 3,4 puan azalmıştır.

Tablo 11: Aracı Kurumların Kârlılığı				
	2014	2015	2015/09	2016/09
Özsermaye Kârlılık Oranı	10.7%	11.2%	12.2%	8.8%
Hisse Başına Kazanç (TL)	0.18	0.19	0.20	0.15

Kaynak: TSPB

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2016/09

Mustafa Özer

Bu çalışmamızda Birliğimizin portföy yönetim şirketlerinden topladığı 2016 yılının ilk dokuz ayına ait faaliyet ve finansal verileri önceki yıllarla karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Bu dönemde 6'sı gayri-

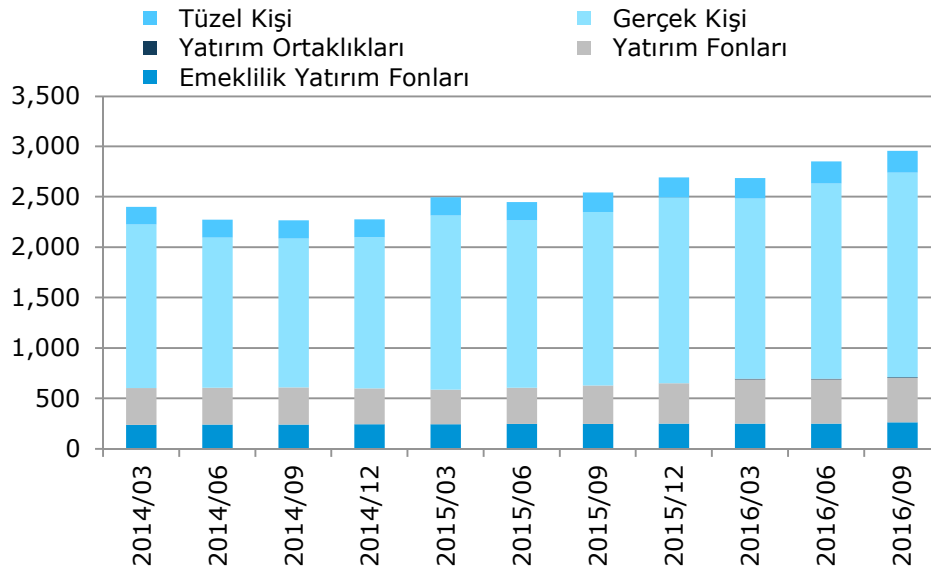
menkul portföyü alanında uzmanlaşmış toplam 50 portföy yönetim şirketinin verileri derlenmiştir.

PORTFÖY YÖNETİMİ

Portföy yönetim şirketleri, ana faaliyet konusu fon kurma ve yönetme olan sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu şirketler, imzalanan portföy yönetim sözleşmesi kapsamında müşterilere ait portföyleri müşteri adına vekil sıfatıyla yönetmektedir. Portföy yönetim şirketleri, yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının portföylerinin yönetiminin yanı sıra gerçek kişi ve tüzel yatırımcılara bireysel portföy yönetimi

hizmeti de sunmaktadır. 2016 Eylül ayı itibarıyla faaliyette olan 50 portföy yönetim şirketi olmasına rağmen bunlardan 43'ü portföy yönetimi hizmeti sunmaktadır. Diğer 6 kurum, kuruluş aşamasında olan gayrimenkul portföy yönetim şirketleridir. Haziran sonunda 45 kurum portföy yönetiyor iken Azimut Portföy ve AZ Notus Portföy'ün birleşmesi ve Egeli & Co Portföy'ün kapanma sürecine girmesi dolayısıyla bu sayı azalmıştır.

Grafik 1: Portföy Yönetim Şirketlerinde Portföy Yönetimi – Yatırımcı Sayısı



Kaynak: TSPB

2016 yılının ilk dokuz ayında portföy yönetim şirketlerinden hizmet alan yatırımcı sayısı 2.243'ü bireysel portföy yönetimi müşterisi olmak üzere toplamda 2.954'e yükselmiştir. Bununla beraber müşteri sayılarını değerlendirirken, birden fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

Yönetilen toplam portföy büyüklüğü hem emeklilik yatırım fonlarında hem de yatırım fonlarında yaşanan artışla birlikte 117 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu portföy büyüklüğünün yarısı emeklilik yatırım fonlarında iken, %39'luk kısmı yatırım fonlarındadır. 45 milyar TL'lik yatırım fonu portföyünün 3,5 milyar TL'si tek bir kuruma veya kişilere mahsus kurulan özel fonlardır. Toplam portföy

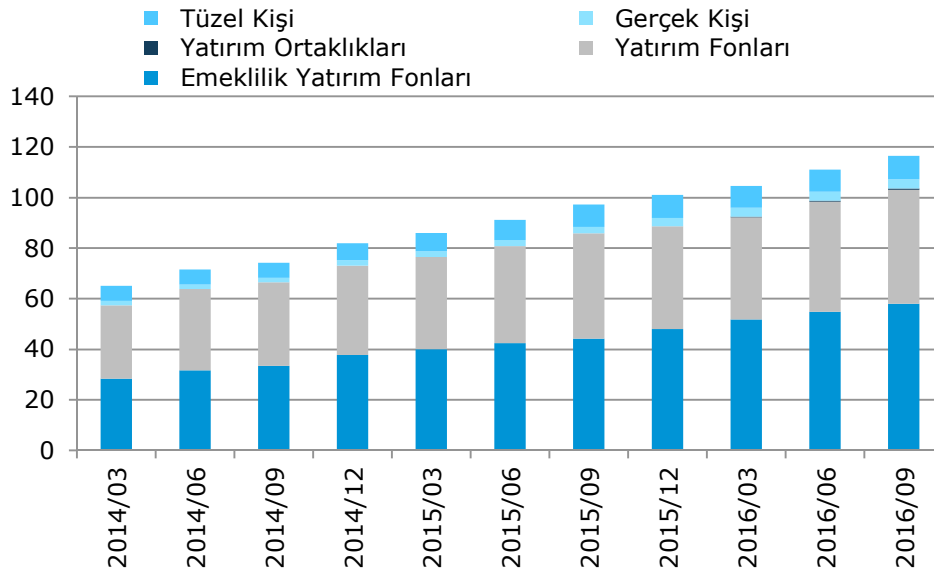
büyüklüğünün %11'i ise bireysel portföy yönetimi hizmeti alan gerçek ve tüzel kişileridir. Yatırım ortaklıklarının toplam portföydeki payı %1'in altındadır.

Bireysel Emeklilik Sisteminde katılımcılara sunulan devlet katkısı bu yatırımları hızla artırmış ve emeklilik fonlarının toplam büyüklüğü 2014 yılının ikinci yarısında yatırım fonlarını geçmiştir.

2016/09 döneminde Ak Portföy biri girişim sermayesi diğeri de gayrimenkul olmak üzere iki adet yeni yatırım fonunu piyasaya sunmuştur. Ayrıca serbest yatırım fonu sayısı bir adet artmıştır.

Bireysel portföy yönetimi hizmetinden yararlanan gerçek kişilerin sayısı Haziran ayına göre %5 artmış, portföy büyüklüğü ise aynı döneme göre %3 artışla 3,8 milyar TL'ye çıkmıştır.

Grafik 2: Portföy Yönetim Şirketlerinde Portföy Yönetimi – Yönetilen Portföy Büyüklüğü (milyar TL)



Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketlerince yönetilen toplam portföy büyüklüğüne bakıldığında yoğunlaşmanın yüksek olduğu görülmektedir. Eylül 2016 itibariyle en yüksek portföy büyüklüğüne sahip İş Portföy Yönetimi A.Ş.'nin toplam portföy büyüklüğünün %21'ini yönettiği gözlenmektedir.

İkinci sırada yer alan Ak Portföy Yönetiminin payı ise %16'dır. Tamamı banka kökenli ilk dört özel şirket (İş Portföy, Ak Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Garanti Portföy) yönetilen toplam portföy büyüklüğünde %62 paya sahiptir. Takip eden

kamu bankası kökenli (Ziraat, Vakıf ve Halk) kurumların payı ise %18'dir.

21 kurumun portföy yönettiği emeklilik yatırım fonlarında da banka kökenli portföy yönetim şirketleri ağırlıktadır. Banka kökenli olan ilk üç portföy yönetim şirketi (Ak Portföy, İş Portföy, Garanti Portföy) %55'lik paya sahiptir. Banka kökenli olmayan portföy yönetim şirketlerin emeklilik fonu portföyündeki payı %2 ile sınırlıdır.

Yatırım fonlarında, iki portföy yönetim şirketinin (İş, Yapı Kredi) toplam portföyün %40'ını, 1 milyar TL'den fazla portföye sahip 11 kurumun ise toplam yatırı

rim fonu portföyünün %94'ünü yönettiği görülmektedir.

Bireysel portföy yönetiminde de yüksek bir yoğunlaşma bulunmaktadır. Banka kökenli olan 3 şirket (Ziraat Portföy, Ak Portföy ve İş Portföy) yönetilen bireysel portföylerin üçte ikisini oluşturmaktadır. Bununla beraber bağımsız şirketlerin bu alandaki pazar payı, kolektif portföy yönetimine kıyasla daha yüksektir.

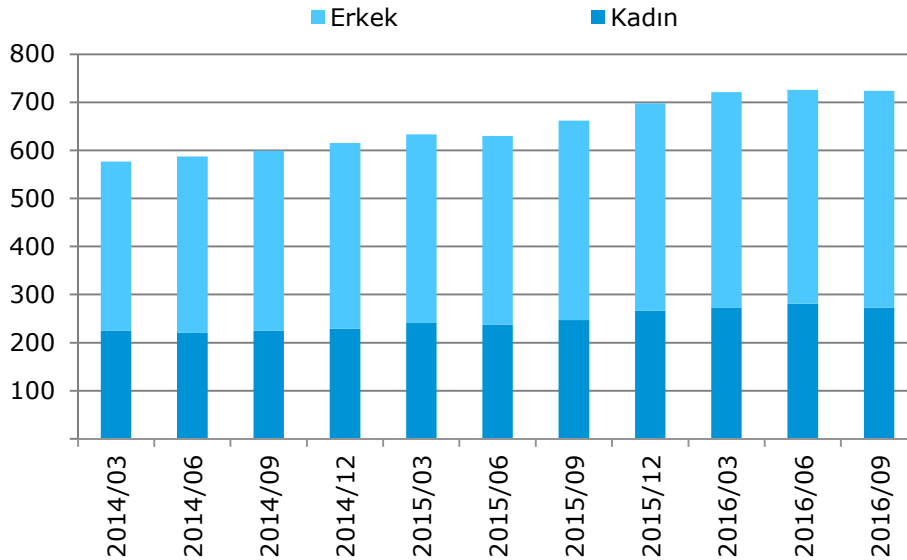
28 kurumun faaliyet gösterdiği gerçek kişilerin bireysel portföy yönetiminde, 18 adet bağımsız portföy yönetim şirketinin pazar payı %41'i bulmaktadır.

ÇALIŞAN PROFİLİ

Portföy yönetim şirketlerinde çalışan sayısı Eylül 2016'da haziran sonuna göre 2 kişi azalarak 724'e düşmüştür. En fazla çalışana sahip İş Portföy 65 kişi istihdam

ederken yeni kurulmasındand dolayı en az çalışanı olan portföy yönetim şirketi ise 2 kişi istihdam etmektedir.

Grafik 3: Portföy Yönetim Şirketlerinin Çalışan Sayısı



Kaynak: TSPB

Cinsiyet dağılımına bakıldığında portföy yönetim şirketlerinde çalışan kadınların oranı Haziran 2016'ya göre 1 puan azalarak payı %38'e düşmüştür. Eylül 2016 itibarıyla portföy yönetim şirketlerinden derlenen verilere göre kurum başına or-

talama çalışan sayısı 14'tür. Toplam çalışan sayısına göre sıralamadaki ilk 4 kurumda çalışanların üçte biri bulunurken, bu kurumların yönetilen toplam portföy büyüklüğünün %62'sini oluşturduğu gözlenmektedir.

Tablo 1: Departmanlara Göre Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışanlar				
	Çalışanların Dağılımı			Ort. Çalışan Sayısı
	2014	2015	2016/09	2016/09
Genel Müdür	6.0%	6.6%	6.9%	1.0
Portföy Yönetimi	29.6%	29.8%	28.7%	4.8
Yurtiçi Satış	11.1%	11.6%	10.9%	3.3
Yatırım Danışmanı	1.8%	2.7%	2.8%	1.7
Yurtdışı Satış	0.3%	0.4%	0.4%	3.0
Araştırma	4.9%	5.2%	5.4%	1.7
Risk Yönetimi	3.9%	3.6%	3.9%	1.4
Fon Hizmet Birimi	6.5%	6.4%	7.3%	2.2
Mali ve İdari İşler	16.7%	16.3%	15.2%	2.4
İç Denetim-Teftiş	7.6%	7.9%	8.6%	1.7
İnsan Kaynakları	0.7%	0.9%	0.7%	1.7
Bilgi İşlem	1.3%	1.5%	1.5%	1.6
Diğer	9.6%	7.2%	7.7%	2.5

Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketleri çalışanlarının %35'inin yüksek lisans veya doktora derecesi bulunmaktadır. Bu oran aracı kurumlarda %13'te kalmaktadır.

Portföy yönetim şirketlerindeki çalışanların departman dağılımı tablo 1'de sunulmaktadır. Fonları ve müşteri portföylerini yöneten portföy yöneticileri, sektör çalışanlarının %29'unu, en kalabalık meslek grubunu, oluşturmaktadır. Bu şirketlerde ortalama 5 portföy yöneticisi istihdam edilmektedir. Ortalama çalışan sayısına bakıldığında en kalabalık bölüm olan

portföy yöneticiliğini, ortalama 3 çalışanı olan yurtiçi satış takip etmektedir. Sadece bir kurumda bulunan yurtdışı satış departmanında 3 kişi çalışmaktadır.

İlgili mevzuatta belirtildiği gibi, portföy yönetim şirketleri, faaliyetlerini devam ettirmek için fon hizmet birimi, araştırma ve risk yönetiminden sorumlu personeli bulundurmali veya bu hizmetleri dışarıdan almalıdır. Portföy yönetim şirketlerinin yaklaşık %40'ında bu departmanlar bulunmakta olup, ortalama 1 ila 2 kişi ile faaliyetlerini yürütmektedir.

FİNANSAL TABLOLAR

2016 Eylül itibarıyla portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları 523 milyon TL olmuştur. Likit bir yapıya sahip sektör varlıklarının %93'ü dönen varlıklardır.

2016/09 dönemi itibarıyla toplam varlıkların %50'sini ilk 5 büyük portföy yönetim şirketinde olduğu görülmektedir.

Tablo 2: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL)

	2014	2015	2015/09	2016/09	%Değişim
Dönen Varlıklar	373.3	472.4	427.0	485.7	13.7%
Nakit ve Nakit Benzerleri	252.2	315.1	312.0	347.4	11.3%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	72.9	96.5	77.5	92.6	19.5%
Diğer Dönen Varlıklar	0.0	0.1	0.0	0.0	-
Duran Varlıklar	37.0	34.4	34.8	37.2	6.9%
Maddi Duran Varlıklar	12.1	10.9	11.0	11.0	0%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	11.8	10.6	10.5	11.2	6.7%
Diğer Duran Varlıklar	13.1	12.9	13.2	14.9	12.9%
TOPLAM VARLIKLAR	410.3	506.8	461.7	523.0	13.3%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	40.1	44.7	38.2	40.7	6.5%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.5	6.2	5.7	7.3	28.1%
Özkaynaklar	364.7	455.9	417.8	474.9	13.7%
Ödenmiş Sermaye	206.0	279.9	296.6	320.1	7.9%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	10.2	11.2	11.2	12.3	9.8%
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	6.3	5.3	5.3	5.3	0.0%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	0.9	0.4	-0.5	0.6	-220.0%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	61.7	67.4	68.6	75.5	10.1%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	10.0	1.0	-1.3	-6.8	423.1%
Net Dönem Kârı/Zararı	69.5	90.8	64.9	67.9	4.6%
TOPLAM KAYNAKLAR	410.3	506.8	461.7	523.0	13.3%

Kaynak: TSPB

Portföy Yönetim Şirketlerinin Esas Faaliyet Gelirleri

Çalışma alanı portföy yönetimi olan bu kurumların esas faaliyet gelirleri; portföy yönetim komisyonları, yatırım danışmanlık gelirleri ve yatırım fon satış gelirleri

olmak üzere 3 ana kalemden takip edilmektedir. Bununla beraber sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

Tablo 3: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL)

	2014	2015	2015/09	2016/09	%Değişim
Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri	227.8	290.2	209.8	241.4	15.1%
Kolektif Portföy Yönetimi	202.6	267.7	193.0	226.3	17.3%
Yatırım Fonları	134.0	176.7	132.2	154.7	17.0%
Yatırım Ortaklığı	-	-	-	2.1	-
Emeklilik Yatırım Fonları	68.6	91.0	60.8	69.5	14.3%
Bireysel Portföy Yönetimi	25.2	22.5	16.8	15.1	-10%
Gerçek Kişi	10.5	10.3	8.2	7.5	-8.5%
Tüzel Kişi	14.7	12.2	8.6	7.6	-11.6%
Özel Fon (Bilgi için)	-	-	-	3.5	-
Yatırım Danışmanlığı Gelirleri	3.2	3.9	1.8	1.9	5.6%
Fon Pazarl. ve Satış Aracılık Gelirleri	0.0	0.0	0.0	0.02	-
TOPLAM	231.0	294.1	211.6	243.4	15.0%

Kaynak: TSPB

2016 yılının ilk dokuz ayında portföy yönetim şirketleri 243 milyon TL gelir üretmiştir.

Yatırım fonlarının yönetiminden sektör 2016'nın ilk dokuz ayında 155 milyon TL gelir elde etmiştir. Portföy değeri daha yüksek olsa da emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde gelirler 70 milyon

TL'de kalmaktadır. Yönetim komisyon gelirlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde edilen yönetim ücreti oranı emeklilik yatırım fonlarında %0,20 olmuştur. Bu oran menkul kıymet yatırım fonlarında %0,47 olmaktadır. Yatırım fonlarındaki ortalama yönetim ücreti banka kökenli portföy yönetim şirketlerinde daha düşük olduğu gözlenmektedir.

Portföy Yönetim Şirketlerinin Giderleri

2016 yılının ilk dokuz ayında portföy yönetim şirketlerinin genel yönetim giderleri önceki yılın aynı dönemine göre artan çalışan sayısı ile %22 oranında yükselerek 187 milyon TL olmuştur. Bu giderlerin %57'sini (107 milyon TL) oluşturan personel giderleri ise %14 oranında yükselmiştir.

Sektörde ortalama çalışan sayısı 2015 yılının ilk dokuz ayında 635 iken, Eylül

2016 sonunda 717 olmuştur. Personel giderlerinin ortalama personel sayısına bölünmesiyle bir çalışanın aylık ortalama maliyetlerini hesaplamak mümkündür. 2015/09 döneminde 16.458 TL olan bu tutar 2016/09 dönemi sonunda 16.579 TL olmuştur. Çalışan başı kârlılığa bakıldığında ise 2016'nın ilk 9 ayında çalışan başına aylık ortalama kâr tutarı 10.516 TL olmuştur.

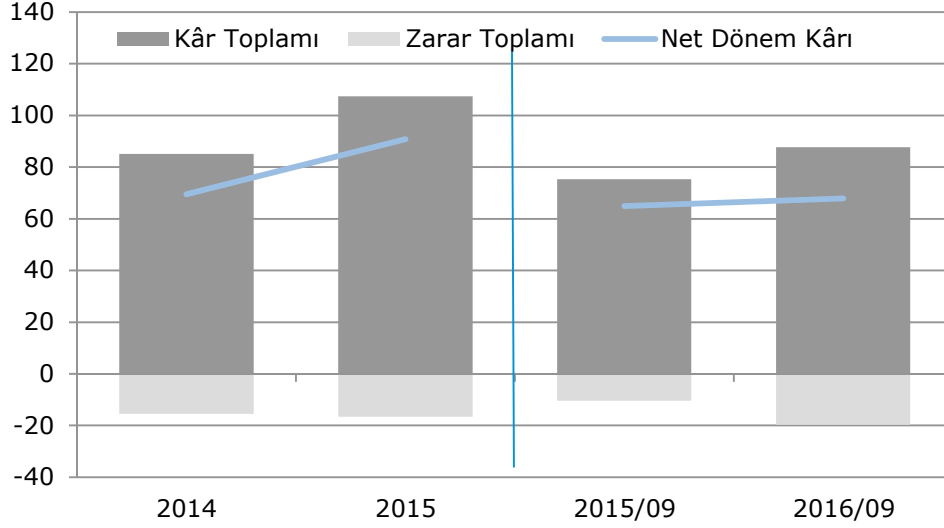
Tablo 4: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL)					
	2014	2015	2015/09	2016/09	%Değişim
Satış Gelirleri (net)	317.2	427.5	305.4	628.7	105.9%
Satışların Maliyeti	-87.2	-131.5	-98.4	-389.4	295.7%
Brüt Kâr/Zarar	230.0	296.0	207.0	239.3	15.6%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-3.4	-4.0	-2.6	-3.0	15.4%
Genel Yönetim Giderleri	-169.7	-216.5	-153.6	-187.2	21.9%
Personel Giderleri	-109.7	-130.1	-94.1	-107.2	13.9%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-0.1	0.0	0.0	0.0	-
Diğer Faaliyet Gelirleri	9.3	13.9	10.9	13.2	21.1%
Diğer Faaliyet Giderleri	-1.2	-1.6	-1.2	-1.7	41.7%
Faaliyet Kârı/Zararı	65.0	87.8	60.5	60.7	0.3%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	12.7	15.1	11.0	14.4	30.9%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-1.9	-3.4	-3.4	-3.7	8.8%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet K/Z	75.8	99.5	68.0	71.4	5.0%
Finansman Gelirleri	20.8	19.2	14.7	18.9	28.6%
Finansman Giderleri	-7.0	-1.3	-1.0	-1.7	70.0%
Vergi Öncesi Kârı/Zararı	89.6	117.3	81.8	88.6	8.3%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-22.2	-26.7	-17.8	-21.8	22.5%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	2.1	0.2	0.8	1.0	25.0%
Net Dönem Kârı/Zararı	69.5	90.8	64.9	67.9	4.6%

Kaynak: TSPB

Önceki yılın aynı dönemine göre satış gelirleri artsa da genel yönetim giderlerindeki artışla birlikte 2016 yılının ilk dokuz ayında net dönem kârı fazla artmamış, 68 milyon TL olmuştur.

2016'nın ilk dokuz ayında 28 portföy yönetim şirketi toplamda 20 milyon TL zarar ederken, 22 şirketin toplam kârı 88 milyon TL'dir.

Grafik 4: Portföy Yönetim Şirketlerinin Net Dönem Kâr/Zararları (milyon TL)



Kaynak: TSPB

Tablo 5: Portföy Yönetim Şirketlerinin Kârlılığı

	2014	2015	2015/09	2016/09
Özsermaye Kârlılık Oranı	21.7%	27.7%	23.5%	20.9%
Net Kâr/Gelirler	30.2%	30.7%	31.4%	28.4%

Kaynak: TSPB

Net kâr hafif artış gösterse de Tablo 5'te görüleceği üzere portföy yönetim şirketlerinin özsermaye kârlılığı ve gelirlerden

elde edilen kâr oranının azaldığı görülmektedir.

BANKALAR FAİZ ORANININ DÜŞMESİNİ İSTER Mİ?

O. İlker Savuran - Onur Saltürk

Bankalarla ilgili en çok gündeme getirilen konulardan birisi, faiz oranının düşmesini isteyip istemeyecekleridir. Makalenin amacı bu soruya belirli varsayımlar altında cevap bulmaya çalışmaktır.

Bu kapsamda, önce kısaca bankacılık sektöründeki risk unsurları tanımlanmaya çalışılmış, mevduat bankaları özelinde bi-

lanço yapıları, kredi ve mevduat faizi ile vadesi incelenmiş, faiz oranındaki değişimin bu portföye etkisi sorgulanmış ve son olarak burada ortaya çıkan riski yönetmek üzere kullanılan araçlardan biri olan borçlanma aracı ihraçlarının gelişimine değinilmiştir.

BANKACILIK SEKTÖRÜNDE RİSKLER

Finansal sistemin sancak gemisi konumunda bulunan bankaların maruz kaldıkları risklerin belirlenmesi ve etkin bir şekilde yönetilmesi sektörün kârlılığı ve finansal istikrar açısından büyük önem taşımaktadır. Risklerin gerçekleşmesi, performans ve kârlılığı doğrudan etkilediğinden kurumun zarar etmesine veya kurum politikasında belirlenen hedeflerin gerçekleşmesine yol açabilmektedir. Dolayısıyla gözlem, analiz, eylem ve geri bildirim süreçleri ile belirlenen risklerin yönetilmesi gerekmektedir.

Bankaların maruz olduğu risklerin literatürde çeşitli sınıflandırmalara tabi tutulduğu, sistemik ve sistemik olmayan, kontrol edilen ve kontrol edilemeyen, finansal ve finans-dışı gibi çeşitli başlıklarda incelendiği görülmektedir.

Çalışmamızda finansal ve finans-dışı olarak sınıflandırılan riskler arasında faiz riskinin bankacılık sektörüne olan etkilerini incelenmiştir.

A. Finansal Riskler

Bankaların maruz kaldığı en temel risk, finansal piyasaların tümü üzerinde etkisini gösteren finansal risklerdir. Piyasa ve kredi riski olarak iki ana gruba ayrılan bu risklerin etkin yönetimi sağlıklı bir bankacılık sektörü için büyük önem arz etmektedir.

1. Piyasa Riski

Piyasa riski, bankaların değerinde, piyasa fiyatlarındaki değişimlerden kaynaklanacak kayıp ihtimalini göstermektedir. Faiz, pay, döviz, emtia gibi olguların değerindeki değişimin tümünü kapsadığından piyasa riski, etkisini geniş bir yelpazede ortaya koymaktadır.

i. Faiz Riski

Faiz riski, faiz oranlarındaki değişimin bankaların mali durumu üzerindeki etkiyi temsil etmektedir. Bu anlamda faiz riski, faiz oranlarındaki ters yönlü hareketler neticesinde bankaların aktifindeki kredi ve/veya menkul kıymet portföyleri ile pasifindeki mevduat ve/veya borçlanma

araçlarının değerindeki değişim olarak tanımlanmaktadır.

ii. Likidite Riski

Likidite riski, bankaların nakit ödemelerini vakitli ve noksansız olarak gerçekleştirmelerini sağlayacak nakit varlıklara sahip olmamaları ihtimalini ifade etmektedir. Likidite riski, ayrıca piyasaların etkin olmaması sebebiyle varlıkların rayiç değerleri üzerinden elden çıkarılamamasından kaynaklanan kayıpları belirtir. İlâveten, fonlama (mevduat vb.) tarafında da nakit yönetiminin düzensizliği sebebiyle gerçekleşen finansman maliyetlerindeki artışı da ifade etmektedir.

iii. Kur Riski

Yerli paranın yabancı para karşısında değerinin değişmesinin banka varlıkları ve borçları üzerindeki etkisini kur riski yansıtmaktadır. Finansal sistemin küreselleştiği günümüzde, uluslararası işlem hacimlerindeki artış göz önünde bulundurulursa yabancı paranın yerli para karşısında değer kazanması veya kaybetmesinin bankalar için taşıdığı önemin ağırlığı anlaşılabilmektedir.

2. Kredi Riski

Kredi riski, borç alan kişi veya kurumun yükümlülüğünü yerine getirmemesi olarak tanımlanmaktadır. Kredi riski ödünç verenin anapara ve faiz gelirlerini tamamen ya da kısmen yitirmesine, nakit akışlarının aksamasına ve tahsilat maliyetlerinin artmasına sebep olmaktadır.

i. Karşı Taraf Riski

Karşı taraf riski, iki tarafa borç yükleyen sözleşmelerde taraflardan birinin anlaş-

manın yükümlülüklerini yerine getirmemesinden kaynaklanan riski ifade etmektedir. Bu riski bertaraf etmek için bankaların kredi öncesi teminat talep etmesi ya da kredi sigortası edinmesi başvurulacak yöntemler arasında yer almaktadır.

ii. Portföy (Konsantrasyon) Riski

Bu risk, bankaların aktifindeki plasmanları ve/veya pasifindeki fonları az sayıda, belirli demografilerde veya sektörlerde bulunan borçlulara üleştirmesinden kaynaklanan olası olumsuz etkileri yansıtmaktadır.

B. Finans Dışı Riskler

Bankacılık finans dışı etmenlerden de etkilanmektedir. Bu risk grubu bankaların etkin ve sürdürülebilir şekilde faaliyetlerine devam edebilmeleri açısından en az finansal riskler kadar önem arz etmektedir.

1. Operasyonel Risk

Operasyonel risk, yönetim politikaları, personel tutum ve davranışları, altyapı ve teknoloji sistemleri, doğal afetler gibi olgulardan kaynaklanan riskleri temsil etmektedir.

2. Siyasi Risk/Düzenleme Riski

Siyasi risk, ülkelerin siyasi ve sosyal yapısındaki değişimlerden kaynaklanan riskleri ifade etmektedir. Düzenleme riski ise kanun ve düzenlemelerdeki değişikliklerin, finansal ürün, iş kolu ve sektör üzerindeki olası olumsuz etkilerini yansıtmaktadır. Siyasi risk ve düzenleme riskinin yüksek olduğu ülkelerde bankaların fonlama maliyetlerinin daha yüksek olduğu görülmektedir.

FAİZ RİSKİ

Bu çalışmamızın ana konusu, faiz riskinin Türkiye’de faaliyet gösteren mevduat bankalarının mevcut finansal durumu üzerindeki etkisini ortaya koyarak, bu riskin giderilmesinde sermaye piyasasının olası rolünü incelemektir. Faiz oranı riski bankaların aktif/pasif yapısını etkileyen en önemli risk türlerinden biridir. Faiz oranlarındaki yükseliş banka mevduat maliyetlerini artırırken, tersi durum banka maliyetlerini düşürmekle birlikte mevduat sahiplerinin gelirlerinin azalmasına sebep olduğundan mudilerin birikimlerini bankadan çekmeleri ihtimalini ortaya çıkarmaktadır.

Faizlerdeki değişim aktif tarafta yer alan kalemlerin değerini de etkilemektedir. Örneğin, faiz oranlarındaki artış bankaların portföyündeki borçlanma araçlarının değerini düşürmesine karşın, daha önce açılmış kredilerden gelen taksit ödemelerinin daha yüksek faiz oranlarından satılabilecek olması nedeniyle kredi faiz gelirlerini olumlu etkileyebilmektedir. Bu anlamda bankaların gelirleri ile kârlılıkları üzerinde ciddi etkiye sahip olan faiz riskinin başarısız yönetimi banka hissedarları ile finansal sistem için ciddi tehdit oluşturmakta, her daim değişen bu oranların etkin yönetimi

bankalar açısından kritik önem arz etmektedir.

Faiz oranlarındaki değişimin bankalara etkisinin belirlenmesinde iki temel unsur ön plana çıkmaktadır. Bunlardan ilki bankaların aracılık işlevini yerine getirirken fon kaynakları (mevduat) ve fon kullanımı (kredi) arasındaki vade uyumsuzluğudur.

Sabit orandan verilen uzun vadeli krediler ile değişken oranlarla, çoğunlukla kısa vadeli olarak toplanan mevduatların cari faiz değerleri üzerinden yeniden fiyatlandırılması nedeniyle değerleri değişeceğinden banka varlık ve yükümlülüklerinin bu riske karşı yönetilmesi gerekmektedir.

İleriki bölümlerde detaylarıyla inceleneceği şekilde, Türkiye’de mevduatların hayli kısa vadeli olmasına karşın bankalarca verilen kredilerin nispeten uzun vadeli olması bu riskin yönetiminin hayli önemli olduğunun altını çizmektedir. Uzun dönemli sabit faiz oranlı kredilerin kısa dönemli mevduatla fonlanması faiz oranlarının yükselmesi durumunda banka açısından kayıplara yol açabilmektedir.

MEVDUAT BANKALARININ MEVCUT DURUMU

Tablo 1’de sunulduğu gibi, Ekim 2016 itibarıyla Türkiye’de mukim mevduat bankalarının bilançoları incelendiğinde, 1,4 trilyon TL tutarındaki kredilerin, 2,3 trilyon TL’lik toplam aktiflerin %63’ünü teşkil ettiği görülmektedir. Banka aktiflerinde yer alan diğer iki önemli kalemin 210 milyar TL ile satılmaya hazır menkul değerler ile 174 milyar TL ile zorunlu karşılıklar olduğu göze çarpmaktadır. Bu üç kalemin bankacılık toplam aktiflerinin %80’ini oluşturduğu anlaşılmaktadır.

Grafik 1’de gösterildiği üzere, 1,4 trilyonluk toplam kredilerin, 836 milyar TL ile %59’unun ticari kredi olduğu, buna karşın 311 milyar TL’ye tekabül eden %22’lik kısmın ise tüketici (ihtiyaç, konut ve taşıt) kredileri olarak verildiği görülmektedir. Son yıllarda Türkiye’de hızla yayılan kredi kartlarının bakiyesinin ise 81 milyar TL’ye ulaştığı görülmektedir.

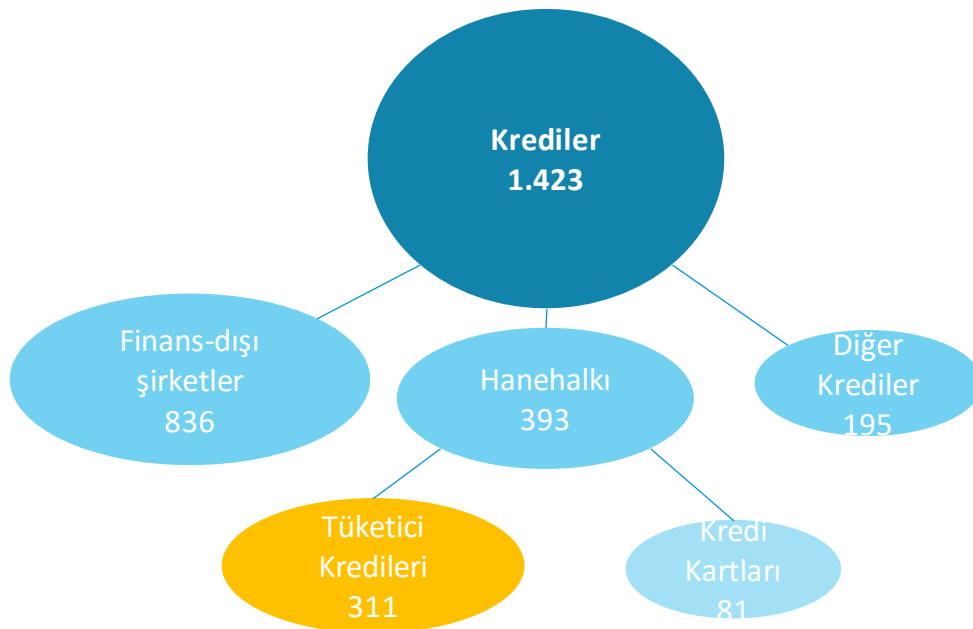
Tablo 1: Mevduat Bankaları Bilançosu (31.10.2016, milyon TL)

Toplam Varlıklar	2,251,624	Toplam Kaynaklar	2,251,624
Krediler	1,423,454	Toplam Yükümlülükler	1,994,194
Finans Dışı Şirketler	836,147	Mevduat	1,300,847
Hanehalkı	392,722	Vadesiz	252,743
Tüketici Kredileri	311,404	Vadeli	1,048,103
Konut Kredileri	146,018	Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlar	111,170
Taşıt Kredileri	5,626	Alınan Krediler	248,944
İhtiyaç ve Diğer Krediler	159,759	Yurtdışı Bankalardan Alınan Krediler	206,871
Bireysel Kredi Kartları	81,318	Diğer Kaynaklardan Alınan Krediler	42,073
Diğer Krediler	194,585	İhraç Edilen Menkul Kıymetler	92,720
Satılmaya Hazır Menkul Değerler	210,206	Diğer Yükümlülükler	240,513
Zorunlu Karşılıklar	174,477	Özkaynaklar	257,430
TCMB Hesapları	95,053	Ödenmiş Sermaye	51,219
Diğer Varlıklar	348,434	Net Kar	27,643
		Diğer Özkaynaklar	178,568

Kaynak: TCMB

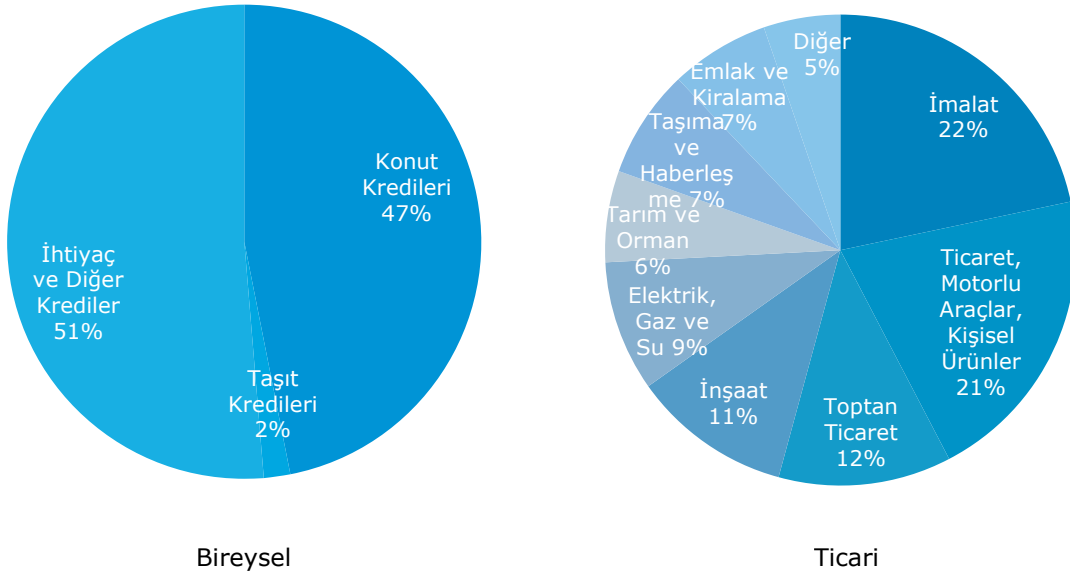
Tüketici kredilerini dağılımına bakıldığında takriben tamamının ihtiyaç ve konut kredilerinden neredeyse eşit olarak oluştuğu, taşıt kredilerinin ise 5,6 milyar TL ile toplam tüketici kredilerinin yalnızca %0,4'ünü teşkil ettiği anlaşılmaktadır.

Ticari krediler sektörlere göre incelendiğinde ise arasında 298 milyar TL ile imalat sanayinin başı çektiği, ardından 247 milyar TL ile toptan ve perakendeciliğin geldiği, inşaat sektörünün ise 139 milyar TL ile üçüncü sırada bulunduğu görülmektedir.

Grafik 1: Mevduat Bankalarındaki Kredilerin Dağılımı (31.10.2016, milyon TL)

Kaynak: TCMB

Grafik 2: Bireysel ve Ticari Kredilerin Dağılımı



Kaynak: BDDK

Grafik 3'te görüleceği üzere, Aralık 2009'da toplam krediler 355 milyar TL, toplam mevduat 488 milyar TL iken bu rakamların takip eden yıllarda ciddi bir hızla yükseldiği, Ekim 2016'ya gelindiğinde krediler ile mevduatın sırasıyla 1,4 ve 1,3 trilyon TL'ye ulaştığı anlaşılmaktadır.

Dikkat çeken önemli bir nokta, 2010'dan beri kredi artış ivmesinin mevduatınkinden daha yüksek olması ve 2013 başından itibaren kredi büyüklüğünün mevduat büyüklüğünü aşmış olmasıdır. 2010 başında %73 olan kredi/mevduat oranının Ekim 2016 itibarıyla 41 puan birden artışla %114'e yükseldiği görülmektedir. Bu oranın sürekli yükselişi, bankalar üzerinde sermaye yeterliliği açısından baskı oluştururken, artan risk algısı sebebiyle de fonlama maliyetlerinin ilerleyen dönemde yükselebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Buna karşılık finansman sağlamada mevduata olan bağımlılığı azaltmak için 2011'den bu yana reel faizlerdeki düşüşün etkisiyle bankaların borçlanma aracı (bono veya tahvil) ihraç etmeye başladığı görülmektedir.

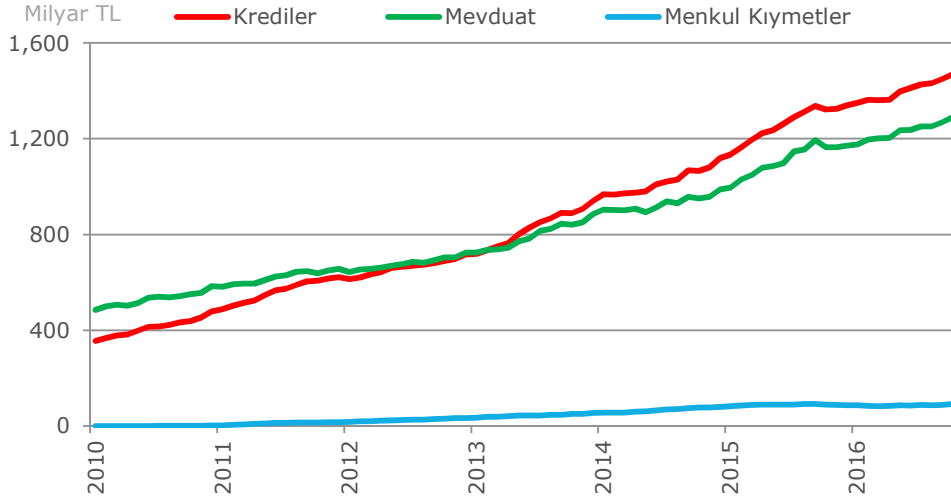
1990'li yıllardaki krizlerin etkisiyle reel sektörle beraber bankaların da ihraç ettiği özel sektör borçlanma aracı piyasası yüksek enflasyon ve vergi dezavantajları nedeniyle derinleşme fırsatı bulamamıştır. Bu dönemde kamunun borçlanma ihtiyacının giderek artmasıyla da bu yatırım aracı devlet tahvillerinin sunduğu yüksek getiri karşısında rekabet gücü bulamamış ve yatırımcılar tarafından genellikle tercih edilmemiştir.

2000'li yıllara gelindiğinde, düşen enflasyon ve reel faiz oranlarıyla beraber düzenlemelerde yapılan iyileştirmeler, 1999 yılından beri ihraç edilmeyen özel sektör borçlanma araçlarının 2006'da tekrar ihraç edilmesini gündeme getirmiştir. Faizlerin düşüşü neticesinde özel sektör borçlanma araçlarında hareketlenme başlamış, bankalar 2011'den itibaren borçlanma aracı ihraçlarına hız vererek bu kanalla finansman sağlama yoluna gitmiştir. Böylece, menkul kıymetlerin pasifteki ağırlığı artmaya başlamıştır. Yine de toplam pasifler içinde bu ihraçların sınırlı kaldığı, Ekim 2016 itibarıyla toplam pasiflerin sadece %4'ünü teşkil ettiği anlaşılmaktadır. Menkul Kıymetler Portföyü/Mevduat oranının 2010 yılında %1'in altında olduğu görül-

mehtedir. 2011 yılında artan banka tahvil-leri ile beraber menkul kıymetler portfö-yünün mevduata oranının yıllar içerisinde

hızla arttığı, ancak Ocak 2015'ten itibaren %7 civarında seyrettiği anlaşılmaktadır.

Grafik 3: Kredi, Mevduat ve Menkul Kıymet Portföyleri

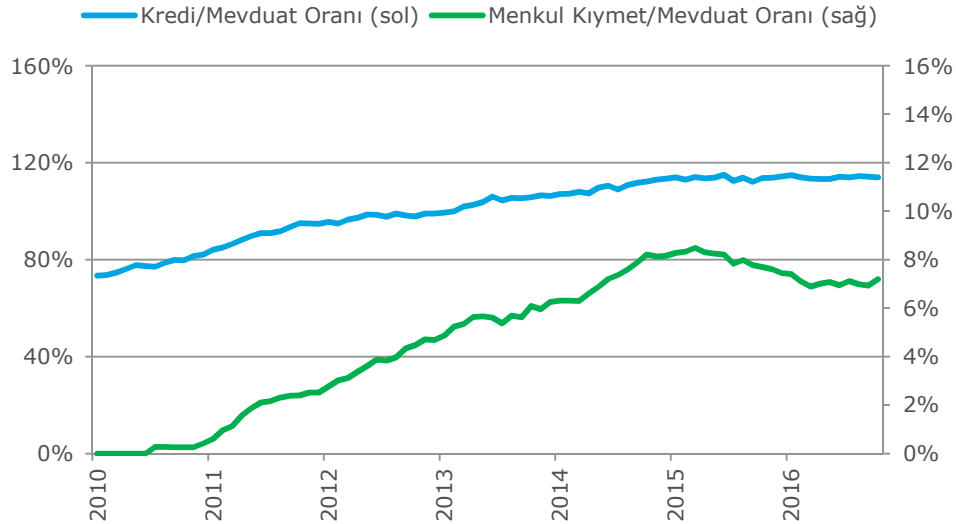


Kaynak: BDDK

Bankaların faiz oranları incelendiğinde 2000'lerin başından itibaren enflasyondaki gerilemeye de paralel olarak hem mevduat hem de kredi faizlerinin düşüş eğilimi gösterdiği gözlenmektedir. Ekim 2016 itibari-

le tüketici kredilerinde ortalama kredi faiz-leri %15, ortalama mevduat faizi ise %10 civarına inmiştir

Grafik 4: Krediler ve Menkul Kıymet Portföylerinin Mevduata Oranı



Kaynak: BDDK

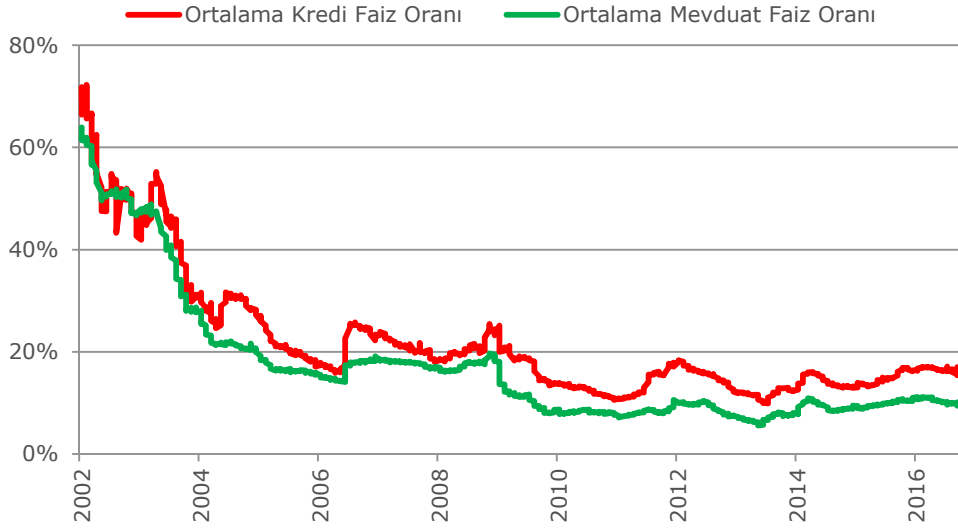
Bankaların temel kaynağı niteliğindeki mevduat ile verdikleri krediler arasındaki vade uyumsuzluğu hemen göze çarpmaktadır. Kredilerin vadesinin 2012 yılından

itibaren 60 ay çevresinde seyrettiği, buna karşın mevduatın vadesinin ise yalnızca 3 ay olduğu anlaşılmaktadır. Bu rakamlar arasındaki yüksek fark, mudilerin tasarruf-

larını uzun süreli olarak vadeli hesaplarda değerlendirmekten kaçınmasından kaynaklanmaktadır. Yatırımcıların uzun vadeli ya-

tırımlardan kaçınması, girişimlerin vadeye yayılan ve istikrarlı mali kaynaklarla fonlanmasının önüne geçmektedir.

Grafik 5: Tüketici Kredileri ve Mevduat Faiz Oranları



Kaynak: TCMB

Kredi ve mevduat ortalama vadeleri arasındaki uyumsuzluk ve bunun yol açtığı faiz riski yukarıda da değinildiği gibi bankacılık sektörü için en temel risktir. Faizlerdeki değişimlerin kredi ve mevduatların

değeri ile banka kârlılıkları üzerindeki etkisini ve sermaye piyasası araçlarının kullanımının kârlılıklar üzerindeki olası olumlu etkilerini aşağıdaki modelde inceleyeceğiz.

FAİZ ORANINDAKİ DEĞİŞİMİN MEVDUAT BANKALARINA ETKİSİ

Çalışmamızın bu bölümünde, yukarıda sunulan veriler ışığında ve belirli varsayımlar dâhilinde faiz oranlarındaki değişimin bankaların kârlılıkları üzerindeki etkisini analiz edeceğiz.

Varsayımlar

Aşağıda detaylarını aktaracağımız modelimizdeki varsayımlar şu şekilde sıralanabilir:

i) Mevduat bankalarınca Ekim 2016 itibarıyla kullanılmış 311 milyar TL'lik tüketici kredilerinin tümünün sadece mevduat ile fonlandığı varsayılmaktadır. Mevduatın vade bitiminde, güncel oran ile yeniden

banka tarafından toplandığı değerlendirilmektedir.

ii) Çalışmamızda inceleme tarihi itibarıyla güncel faiz ve vade oranları kullanılmaktadır. Buna göre, mevduatların ortalama 3 ay vade ve %10 faiz oranıyla nemalandırıldığı, kredilerin ortalama 60 ay vade ile %15 faiz oranıyla verildiği varsayılmaktadır. Bankanın tahsil ettiği kredi taksitini yeniden kredi kullandırarak yatırım yaptığı varsayılmıştır.

iii) Analizimizde tüketici kredileri olması nedeniyle kredilerin geri çağrılmayacağı ya da bu kredilerde yeniden yapılandırılmaya çağrı varsayılmaktadır.

iv) Bankanın faaliyetlerinin sadece kredi işlemleri ile sınırlı kaldığı varsayılmakta ve vergi, kesinti, işlem maliyeti gibi ek giderler göz ardı edilmektedir.

Model

Mevduat bankalarının 31.10.2016 tarihi itibarıyla aktifinde bulunan 311 milyar TL'lik tüketici kredilerini %15 faiz oranı ile 60 aylık vade ile kredi olarak kullandığı varsayıldığında aylık kredi geri ödemesinin 7,4 milyar TL'ye denk düştüğü hesaplanmıştır. Modelimizde kredilerden doğan aylık nakit akışının (7,4 milyar TL'lik taksit ödemelerinin) baz senaryoda %15'lik faiz oranı ile tekrar vade sonuna kadar (60 ay boyunca) değerlendirildiği varsayılmıştır.

Buna karşın, 311 milyar TL tutarındaki mevduatın geri dönüşü, 3 ay sonunda faiz ödemesiyle beraber yapılmaktadır.

Modelde kredilerin sadece mevduat ile fonlandığı varsayılmakta, bankadan mevduat çıkışı olmadığı, nemalanan mevduatların tekrar bankaya yatırıldığı varsayılmaktadır. Diğer bir deyişle, mudilerin bankaya yatırdıkları mevduatların toplam kredi vadesi

olan 60 ay boyunca bankada bulunmasını sağlamak için 20 (60/3) kez döndürülmesi gerekmektedir.

Tablo 2'de, bu şekilde açılmış 60 aylık bir kredinin geri ödemeleri ve bu ödemelerin aylık olarak değerlendirilmesi ile bu kredinin finansmanını sağlayan mevduatın 3 ayda bir döndürülmesi sonucu oluşan maliyetin akışı görülmektedir. Baz senaryoyu gösteren söz konusu tabloda, belirli bir tarihte açılan kredinin bir ay sonraki ilk taksiti olan 7,4 milyar TL'nin geri kalan 59 ay boyunca banka tarafından %15'lik faiz oranı üzerinden tekrar kredi vererek değerlendirildiği varsayılmıştır. İlk ay sonunda geri ödenen 7,4 milyar TL'lik taksitin tekrar kredi olarak kullanılmasıyla beraber 59 ay sonundaki değerinin 15,4 milyar TL olduğu hesaplanmıştır. Bankaya her ay ödenen 7,4 milyar TL'lik taksitin ilk ayda olduğu gibi kalan vade boyunca da %15 faizle kredi olarak kullanıldığı varsayılmıştır. Takip eden ödemeler daha kısa süreli olarak değerlendirildiği için her taksit için gelecekteki değer azalmaktadır. Tüm ödemeler aynı ölçüde göre hesaplandığında bankanın 60 ay sonunda aktifindeki nakdi toplam 656 milyar TL olacaktır.

Tablo 2: Baz Senaryo (milyon TL)								
Ay	Kredi Ödemesi	Kredi Faizi	Kredi Vadeye Kalan Ay	Gelecek Değer	Kümülatif Değer	Mevduat		
						Mevduat	Mevduat Faizi	Aylık Faiz Tahakkuku
1	7,408	15%	59	15,418	15,418	311,404	10%	2,595
2	7,408	15%	58	15,228	30,645	311,404	10%	2,595
3	7,408	15%	57	15,040	45,685	311,404	10%	2,595
4	7,408	15%	56	14,854	60,539	319,189	10%	2,660
5	7,408	15%	55	14,670	75,209	319,189	10%	2,660
6	7,408	15%	54	14,489	89,699	319,189	10%	2,660
.	.	.	.	.	.	.	.	.
60	7,408	15%	0	7,408	656,184	510,271	10%	4,149

311 milyar TL olan mevcut mevduat, 3. ay sonunda faiziyle beraber 319 milyar TL'yi bulmakta, bankanın vadesi gelen bu yükümlülüğü karşılaması için %10 faiz oranıyla tekrar 3 ay vadeli olarak borçlanması gerekmektedir. Bu şekilde 60 ay boyunca

sürekli döndürülen yükümlülükler vade sonunda toplam 510 milyar TL'ye çıkmaktadır. 60 ay sonunda faaliyetleri neticesinde bankaya (brüt) kâr olarak 146 milyar TL kaldığı görülmektedir.

Bu noktada, cari faiz oranlarındaki değişimin kredi dönüşleri sonucunda bankanın aktifinde oluşacak tutar ile mevduatın çevrilmesi sonucunda bankanın pasifinde

oluşturacağı yükteki değişimi görmek amacıyla faiz oranları değiştirilerek sonuçlar gözlemlenecektir.

Tablo 3: Senaryo 1 - Faiz Oranlarında 1 Puanlık Düşüş (milyon TL)

Kredi						Mevduat		
Ay	Kredi Ödemesi	Kredi Faizi	Vadeye Kalan Ay	Gelecek Değer	Kümülatif Değer	Mevduat	Mevduat Faizi	Aylık Faiz Tahakkuku
1	7,408	15%	59	14,833	14,833	311,404	10%	2,595
2	7,408	15%	58	14,649	29,482	311,404	10%	2,595
3	7,408	15%	57	14,469	43,951	311,404	10%	2,595
4	7,408	15%	56	14,290	58,241	319,189	10%	2,660
5	7,408	15%	55	14,114	72,354	319,189	10%	2,660
6	7,408	15%	54	13,939	86,294	319,189	10%	2,660
.	.	.	.	.	.	.	.	.
13	7,408	14%	47	12,778	179,168	343,731	9%	2,578
14	7,408	14%	46	12,631	191,799	343,731	9%	2,578
.	.	.	.	.	.	.	.	.
60	7,408	14%	0	7,408	639,465	490,718	9%	3,599

Senaryo 1: Tablo 3'te gösterildiği gibi, ilk yılın sonunda kredi ve mevduat faizlerinin paralel olarak 1 puan düştüğü varsayımı ile krediler ile mevduatın faiz değişimlerine olan hassasiyeti incelenecektir.

Değişen bu koşullar altında bankaya geri ödenen 7,4 milyar TL'lik taksitler ilk 12 ay boyunca gene %15 faiz ile büyütülürken, 12 aydan sonraki kalan vadede %14 faiz ile büyütülmektedir. Yeni koşullar altında toplam kredi değerinin 656 milyar TL'den 639 milyar TL'ye indiği anlaşılmaktadır.

Benzer şekilde aynı dönemler için mevduat tarafında da faizlerin %10'dan %9'a indiği varsayılmıştır. Bu durumda mevduatın değeri değişen faiz oranları altında 510 milyar TL'den 491 milyar TL'ye inmektedir. Faiz oranlarının düştüğü bu durumda maliyet daha hızlı azaldığı için bankanın kazancı 146 milyar TL'den 149 milyar TL'ye çıkmaktadır. Diğer bir deyişle faizlerdeki düşüş bankaların faydasına bir sonuç doğurmaktadır.

Tablo 4: Senaryo 2 - Faiz Oranlarında 1 Puanlık Artış (milyon TL)

Kredi						Mevduat		
Ay	Kredi Ödemesi	Kredi Faizi	Vadeye Kalan Ay	Gelecek Değer	Kümülatif Değer	Mevduat	Mevduat Faizi	Aylık Faiz Tahakkuku
1	7,408	15%	59	16,026	16,026	311,404	10%	2,595
2	7,408	15%	58	15,828	31,854	311,404	10%	2,595
3	7,408	15%	57	15,632	47,486	311,404	10%	2,595
4	7,408	15%	56	15,439	62,925	319,189	10%	2,660
5	7,408	15%	55	15,249	78,174	319,189	10%	2,660
6	7,408	15%	54	15,061	93,235	319,189	10%	2,660
.	.	.	.	.	.	.	.	.
13	7,408	16%	47	13,806	193,579	343,731	11%	3,151
14	7,408	16%	46	13,625	207,204	343,731	11%	3,151
.	.	.	.	.	.	.	.	.
60	7,408	16%	0	7,408	673,429	530,553	11%	4,733

Senaryo 2: Tablo 4'te sunulduğu gibi, ikinci senaryoda ise ilk yılın sonunda kredi ve mevduat faizlerinin paralel olarak 1 puan arttığı varsayılmıştır.

Değişen koşullar altında vade sonunda bankanın aktifinde oluşacak değer 673 milyar TL'ye çıkmaktadır. Öte yandan, faiz oranlarının ilk sene sonunda %11'e çıktığı mevduat tarafında mevduatın toplam değeri 531 milyar TL'ye ulaşmaktadır. Sonuç olarak maliyet kazançtan daha hızlı arttığı için bankanın 60 ay sonunda toplam (brüt)

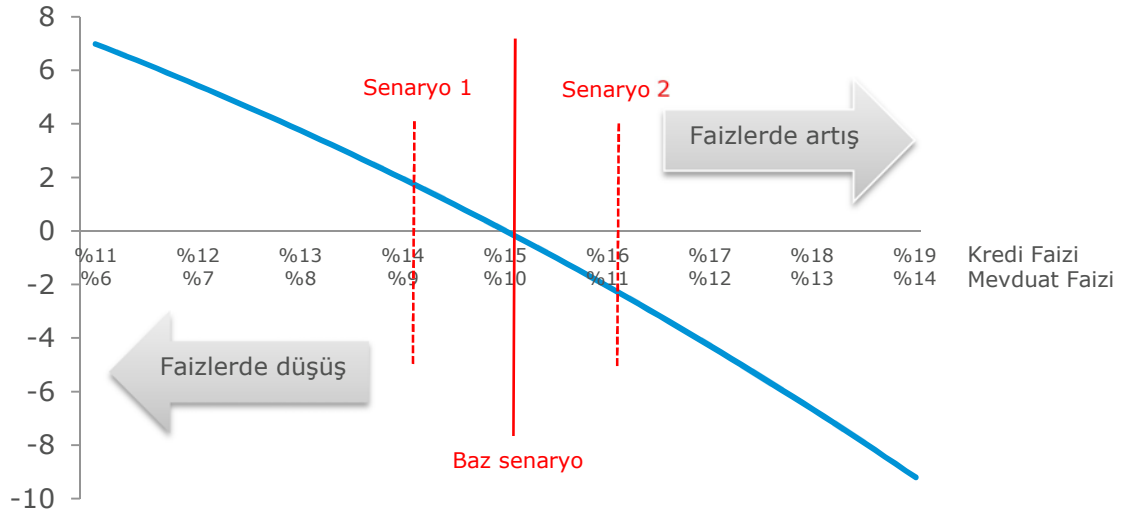
kazancı 146 milyar TL'den 143 milyar TL'ye gerilemektedir. Tablo 5'te benzer şekilde farklı faiz oranları için hesaplanan bankacılık sektörü kârları sunulmaktadır. Kredi ile mevduat faizi oranlarının sırasıyla %11-%6 ve %19-%14 aralığında %0,1'lik adımlar ile değiştirildiği durumda banka kârının ne yönde değiştiği Tablo 5'te yer almaktadır. Faiz oranlarındaki düşüş kârda artışa neden olurken, faiz oranlarındaki artış kârda azalmaya neden olmaktadır.

Tablo 5: 60 Ay Sonra Bankanın Kâr Zarar Durumu (milyon TL)					
Kredi Faizi	Mevduat Faizi	Kredi Tutarı	Mevduat Tutarı	Kâr/Zarar	
11.0%	6.0%	592,294	436,190	156,104	
11.1%	6.1%	593,797	437,912	155,885	
11.2%	6.2%	595,305	439,641	155,664	
.	.	.	.	.	
14.0%	9.0%	639,465	490,718	148,746	
.	.	.	.	.	
14.8%	9.8%	652,799	506,303	146,496	
14.9%	9.9%	654,489	508,284	146,205	
15.0%	10.0%	656,184	510,271	145,913	
15.1%	10.1%	657,885	512,266	145,618	
15.2%	10.2%	659,591	514,268	145,322	
.	.	.	.	.	
16.0%	11.0%	673,429	530,553	142,877	
.	.	.	.	.	
18.8%	13.8%	724,663	591,435	133,228	
18.9%	13.9%	726,577	593,726	132,851	
19.0%	14.0%	748,025	619,482	128,542	

Grafik 6'da gösterildiği gibi, belirtilen varsayımlar altında faiz oranları %0,1 düştüğünde banka kârında %0,2 artış görülürken, %0,1 arttığında banka kazancının %0,2 azaldığı anlaşılmaktadır. Kredi tak-

sitlerinde anapara ile faiz ödemelerinin beraber yapılması (kredi amortismanı), yani ödemelerin tek seferde yapılmayarak vadeye yayılan nakit akışlarından ibaret olması sonuçta etkili olmaktadır.

Grafik 6: Faiz Oranlarındaki Değişimin Banka Kârlılığına Etkisi (%)



Böylece, kısa dönemli mevduat, vadesi dolduktan sonra, mudilerce anapara ve faizle beraber nispeten yüksek bir meblağ olarak, artan faiz oranından tekrar bankaya yatırılmaktadır. Buna karşın, bankalar uzun vadeye yayılmış kredilerden elde ettikleri nispeten küçük miktarlardaki aylık taksitleri artan faiz oranlarından kredi olarak verebilmektedir. Bu durumda, faiz oranları arttığında mevduat faiz giderleri hızla yükselirken, kredi faizi gelirleri daha yavaş yükselmekte ve bu hız farkı dönem sonunda bankaların net kazançlarının düşmesine neden olmaktadır.

Öte yandan, faiz oranlarındaki düşüş sonucunda ise bankanın tahsil edeceği taksit ödemelerinin toplam değeri düşse de, mevduat maliyetindeki düşüş hızı daha fazla olduğundan dönem sonu toplam kazancı artmaktadır.

Dolayısıyla, yukarıdaki tespitlerden yola çıkarak bankaların, aslında, faiz oranlarının düşmesinden fayda sağlayacakları iddia edilebilecektir.

ALTERNATİF FİNANSMAN YÖNTEMİ: BORÇLANMA ARACI İHRAÇLARI

Yukarıda detaylarına değinilen faiz riskinden korunmak için borçlanma aracı ihracı bankalar için hayli etkin bir yöntemdir. Son yıllarda bankalar, banka dışı finansal kuruluşlar ve reel sektör tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarında önemli bir büyüme gözlenmektedir.

Tablo 6'da görüldüğü üzere bankaların 2012'den bu yana borçlanma aracı ihraçlarına hız verdiği, 2012 başından Ekim 2016 sonuna kadar toplamda 1.303 borçlanma aracı ihracı gerçekleştirdikleri, bunun da bu dönemde özel sektörde yapılan borçlanma aracı ihraçlarının %56'sına tekabül ettiği görülmektedir.

Tablo 6: Özel Sektör Borçlanma Aracı İhraçları (Sayı)				
	Banka	Banka Dışı-Finans	Finans Dışı	Genel Toplam
2012	164	58	13	235
2013	226	69	35	330
2014	303	170	44	517
2015	320	236	65	621
2016/10	290	281	39	610
Genel Toplam	1,303	814	196	2,313

Kaynak: Borsa İstanbul

Tablo 7’de aynı dönemde gerçekleştirilen tahvil ihraçlarının tutarlarına yer verilmiştir. 2012 yılından bu yana yapılan 318 milyar TL’lik ihracın 254 milyar TL’sinin banka borçlanma araçlarında yapıldığı görülmektedir. Banka dışı finans kuruluşlarının ihraç sayısının son yıllarda arttığı gözlenmektedir.

dir. 2016 yılında banka dışı finansal kurumlarca ihraç edilen tahvil/bono sayısı bankalarca ihraç edilenlerle eş seviyede olmasına rağmen, banka dışı finansal kurumların ihraç tutarı bankalarının yarısından azdır.

Tablo 7: Özel Sektör Borçlanma Aracı İhraçları (milyon TL)				
	Banka	Banka Dışı-Finans	Finans Dışı	Genel Toplam
2012	38,562	3,096	974	42,631
2013	48,953	3,720	2,969	55,642
2014	55,348	7,725	3,285	66,358
2015	62,689	13,150	3,772	79,610
2016/10	49,322	21,951	2,688	73,960
Genel Toplam	254,873	49,642	13,687	318,202

Kaynak: Borsa İstanbul

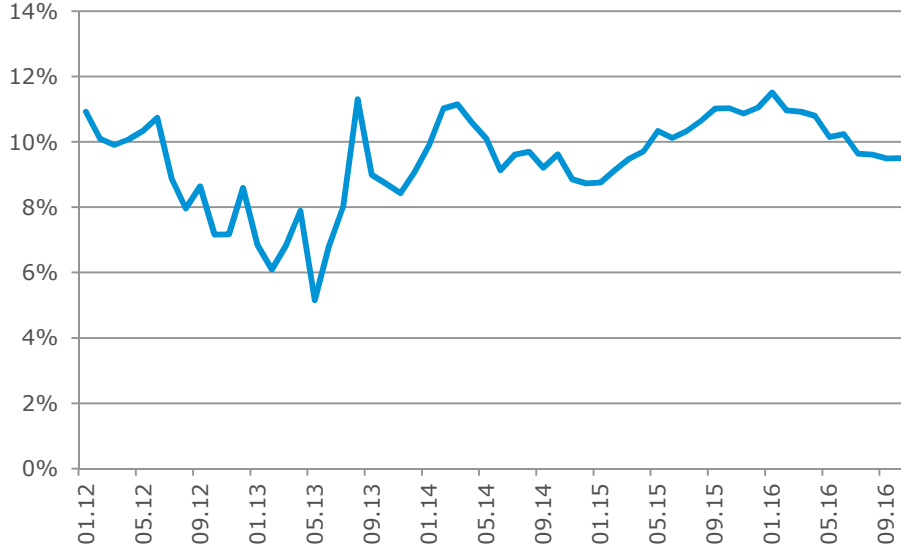
Grafik 7’de 2012’den bu yana bankalar tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının ortalama faizleri gösterilmektedir. Ocak 2016’da %11,5 seviyelerinden yapılan borçlanma aracı ihraçları, Ekim sonuna gelindiğinde, %10’un hafif altına gerilemiştir.

Bankalar ihraç ettikleri bu borçlanma araçları sayesinde kısa vadeli olarak sağlaya-

bildikleri mevduata alternatif bir kaynak yaratma olanağına kavuşmuştur.

Grafik 8’de sunulduğu gibi, bankaların ihraç ettiği borçlanma araçlarının vadesinin son 5 yılda ortalama 6 ay seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu sayede, borçlanma araçları, ortalama mevduat vadesinin 3 ay olduğu Türkiye’de, bankaların pasif tarafta maruz kaldığı faiz riskini yönetmelerine yardımcı olmaktadır.

Grafik 7: Bankalarca İhraç Edilen Borçlanma Araçlarının Faizi (Aylık Ortalama)

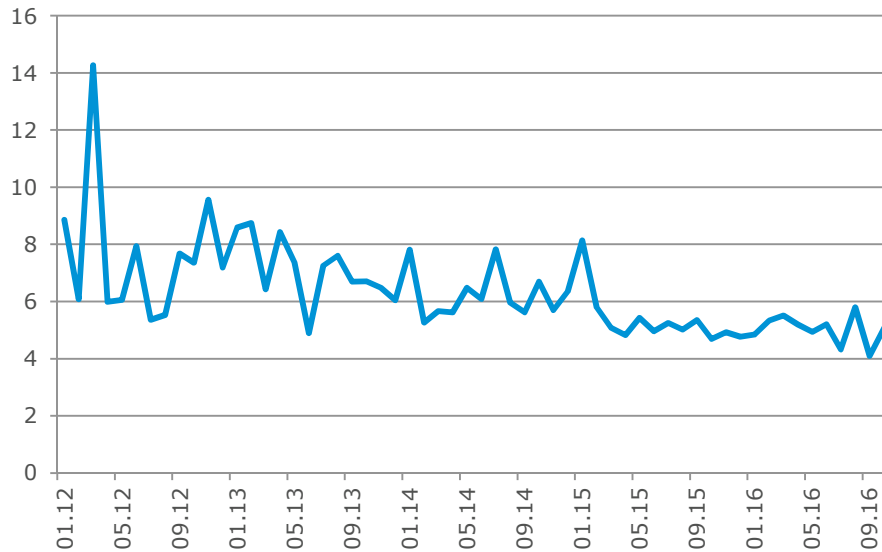


Kaynak: Borsa İstanbul

İki grafik beraber incelendiğinde, dönemsel dalgalanmalara rağmen, ihraç edilen borçlanma araçlarının faizlerinde 2013'ten bu yana yükseliş, vadelerinde ise aynı dönemde düşüş eğilimi olduğu gözlenmektedir.

Bu durumdan ötürü, bankaların ilerleyen dönemde borçlanma araçlarının yukarıda ayrıntılarına değinilen olası faydalarından nispeten daha az yararlanabileceği söylenebilir.

Grafik 8: Bankalarca İhraç Edilen Borçlanma Araçlarının Vadesi (Aylık Ortalama)



yurtiçi yatırımcılar tarafından tutulduğu, en büyük yatırımcının toplam büyüklüğün %58'ine sahip yurtiçi kurumsal yatırımcılar olduğu anlaşılmaktadır.

Yurtdışı yatırımcılara da borçlanma araçları yoluyla ulaşmak, uygun oranlarla finansmana erişim, vade uzatma yanında yatırımcı çeşitlendirmesini de tesis ederek

bankacılık sektörü üzerindeki baskıları hafifletecektir.

Bankalar böylece aktif pasif yönetimi anlamında vade uyumlulaştırması yapabilmekte ve faiz risklerini daha etkin yönetebileceklerdir.

GENEL DEĞERLENDİRME

2010 yılından bu yana sürekli artarak Ekim 2016 itibariyle %114 seviyesine yükselen kredi/mevduat oranının bankaların kredi verme kapasitesini azalttığı görülmektedir.

Bankacılık sektörü açısından en büyük tehditlerden biri, detaylarına değinildiği gibi, krediler ile mevduat arasındaki vade uyumsuzluğundan kaynaklanan faiz riskidir. Mevcut durumda tüketici kredileri için ortalama kredi vadesi 60 ayken, bu rakam mevduat için sadece 3 ayla sınırlı kalmaktadır.

Faiz oranlarındaki değişimin banka kârlılıklarına olan etkisini incelemek için oluşturulan modelde, mevcut sektör koşullarını yansıtmak gayretiyle Ekim 2016 faiz oranları ve kredi-mevduat verileri kullanılmıştır. Çeşitli varsayımlar altında yaptığımız incelememizin sonucunda faiz oranları %0,1 düştüğünde banka kârında %0,2 artış görülürken, %0,1 arttığında banka kazancının %0,2 azaldığı anlaşılmaktadır.

Kârlılıklarını olumlu etkilemesi nedeniyle bankaların faiz oranlarının düşmesini tercih edeceği sonucuna ulaşılmaktadır.

Mevduat ve kredilerdeki vade uyumsuzluğunun yol açtığı faiz hassasiyetinin üstesinden gelmek için borçlanma aracı ihraçlarının kullanılmaya başlandığı görülmektedir. Mevduat bankalarının 2010 yılından itibaren borçlanma aracı ihraçlarıyla mevduata alternatif finansman sağlamaya başladıkları, Ekim

2016 itibariyle bu kaynakların 93 milyar TL'ye tekabül ettiği, bu rakamın da toplam pasifin %4'üne denk geldiği görülmektedir.

2016 yılında mevduat faizleri %10,3 iken bankalarca ihraç edilmiş toplam borçlanma araçlarının 2016 yılında faiz oranının ortalama %10,1 olduğu, mevduatın vadesi yaklaşık 3 ay iken borçlanma aracı vadelerinin 6 ay civarında olması sebebiyle borçlanma aracı ihraçlarının bankalar açısından önemli bir alternatif kaynak oluşturduğu düşünülmektedir.

Bankaların aktif/pasif vade uyumsuzluğu sonucundaki faiz riskinin faiz oranlarındaki değişime hassasiyeti ve bu riskin pasif tarafta borçlanma araçları yoluyla yönetilmeye başlanmış olması bu makalenin konusu olarak belirlenmiştir. Bununla beraber, aktif tarafta da verilen kredilerin "menkul kıymetleştirilmesine" yönelik modellerin ülkemizde kullanılmaya başlanmasıyla (konuyla ilgili mevzuat altyapısı mevcuttur) yükselen kredi/mevduat oranının azaltılabileceği, sermaye piyasası ürün çeşitliliğinin artacağı, yaratılan ikinci el hacim ile yatırım kuruluşlarına yeni bir gelir kalemi sağlanacağı, yeni finansal ürünlerle mevcut ve müstakbel yatırımcı kitlesine kendi risk/getiri/vade vs. tercihlerine yönelik ürünler sunulabileceği, bankacılık sektörünün rahatlayan bilanço yapısı nedeniyle gerek spesifik, gerekse sistemik riskin azaltılabileceği düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

TCMB: www.tcmb.gov.tr

BDDK: www.bddk.org.tr

Borsa İstanbul: www.borsaistanbul.com

Faiz Riski Yönetim Prensipleri, BDDK

Risk Merkezi Aylık Bülteni, BDDK, Ekim 2016

Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri, Eylül 2016

CAMELS Performans Değerleme Modeli: Türkiye’deki Mevduat Bankaları Üzerine Ampirik Bir Uygulama, İlhan Ege, Emre Esat Topaloğlu, Özlem Karakozak, 2015

Türk Bankacılık Sektöründe CAMELS Analizi, Yasemin Türker Kaya, Eylül 2001

Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskle ve Bankacılık Krizler Üzerindeki Etkileri, Ziya Tunç Aloğlu, 2005

FOREKS PİYASASI VE ARACI KURUMLAR

O. İlker Savuran – Gökben Altaş

Kamuoyunda “foreks” olarak bilinen kaldıraçlı alım satım işlemleri 2011 Ağustos ayından itibaren Sermaye Piyasası Kurulu’nun düzenlemelerine tabi olmaya başlamıştır. Bu tarihten itibaren yalnızca aracı kurumlar bu işlemleri yapmaya yetkili kılınmıştır.

Bu çalışmamızda 2011’in son çeyreğinden itibaren Birliğimizin kaldıraçlı alım satım işlemi yapan aracı kurumlardan derlediği bilgiler ışığında, foreks piyasasında aracı kurum sektörü analiz edilmiştir.

Çalışmanın girişinde foreks işlemi yapan yatırımcılar ve işlem hacimleri hakkında genel bir bilgi verildikten sonra, yıllar içerisinde aracı kurumların foreks işlemlerine ilişkin gelir ve giderleri incelenmiştir. Son bölümde aracı kurumların foreks gelirlerini etkileyen faktörler irdelenmiştir.

Raporda ayrıca iş modellerine göre aracı kurumlar belirlenerek, kurumların bu piyasadaki kârlılıkları analiz edilmiştir.

YATIRIMCILAR

Para birimlerinin değiştirilmesini ifade eden döviz işlemleri uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin temelini oluşturmaktadır. Son yıllarda geleneksel kullanımından farklı bir şekilde, hızla gelişen

finansal piyasalara paralel olarak, kaldıraçlı kullanılabildiği döviz piyasası işlemleri uluslararası ticaret hacminden bağımsız, çok daha büyük bir piyasa haline gelmiştir.

Tablo 1: Foreks Piyasasında Yatırımcılar

	2012	2013	2014	2015	2016/09
Teminatlı Hesap Sayısı	11,543	29,709	51,377	94,305	121,564
İşlem Yapan Müşteri Sayısı*	7,261	13,674	21,296	34,304	37,713
İşlem Yapan Müşteri Sayısı/Tem. Hesap Sayısı	63%	46%	41%	36%	31%
Teminat Miktarı (Milyon \$)	78	132	193	211	354
Teminat Miktarı (Milyon TL)	139	281	449	615	1,062
Teminat Miktarı/Teminatlı Hesap Sayısı (\$)	6,774	4,440	3,756	2,235	2,912
Teminat Miktarı/İşlem Yapan Müşteri Sayısı (\$)	10,769	9,646	9,061	6,144	9,385
İşlem Hacmi (Müşteri, Milyon \$)	795,485	1,545,819	1,990,612	3,491,986	2,962,691
İşlem Hacmi (Müşteri, Milyon TL)	1,441,560	2,994,998	4,353,403	9,545,938	8,671,372

* İlgili dönemde kaydedilen en yüksek aylık müşteri sayısıdır.

Kaynak: Takasbank, TSPB

Foreks işlemlerini tüm dünyada cazip kılan bu özellik, yani az miktardaki yatırımla yüksek tutarda işlem yapma olanağı, Türkiye’de de yatırımcıların ilgisini çekmiştir. Bu piyasada işlem yapmak

isteyen yatırımcılar belirli miktarda teminat yatırarak bu teminatının kaldıraç olarak adlandırılan belirli bir katına kadar işlem yapabilmektedir. Türkiye’de düzenlemeler bu piyasada yatırımcılara yatır-

dıkları teminatın 100 katına kadar işlem yapma olanağı vermektedir. Söz konusu teminatlar Takasbank'ta saklanmaktadır.

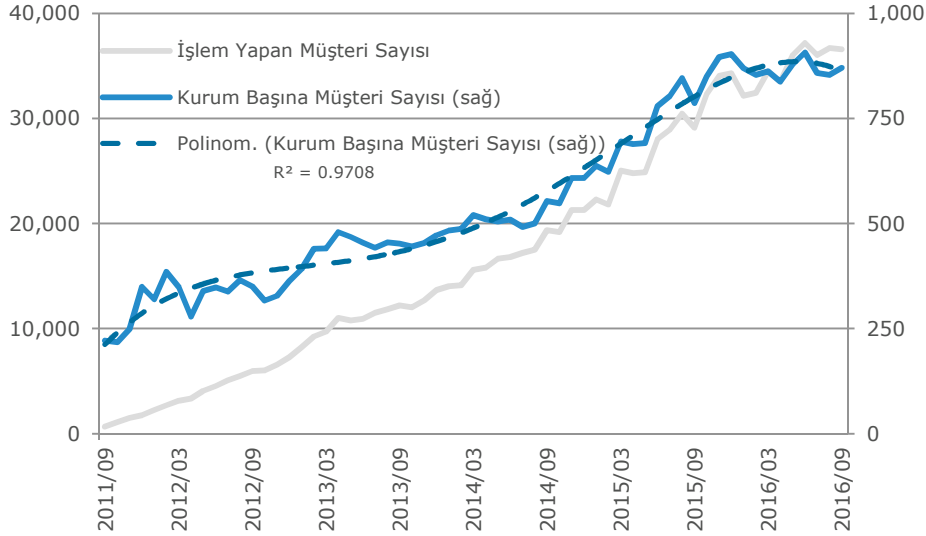
2016 Eylül sonu itibariyle piyasadaki teminatlı hesap sayısı 120.000'i, yatırılan teminat miktarı da 350 milyon \$'ı (1 milyar TL'yi) aşmıştır. Öte yandan, müşteriyle yapılan işlem hacmi 2016 yılının ilk 9 ayında toplam 3 trilyon \$ (9 trilyon TL) civarındadır.

Aktif olarak işlem yapan müşteri sayısının da ivmelenerek arttığı görülmektedir. 2012 yılında 7.000 civarında olan aktif müşteri sayısı 2016 yılında 37.000 kişiye ulaşmıştır. Buna karşın, hesap başına teminat tutarı 6.800 \$'dan 2.900 \$'a inmiştir. TL bazında gerileme ise %36'dır. Bu gerilemenin ana nedenlerinin hesap sayısındaki artışa karşın yeni yatırımcıla-

rın teminatların küçük tutarlar olarak artması ve teminatlarının bir kısmını kaybeden eski yatırımcıların işlem yapmamalarına rağmen hesaplarını kapatmamaları nedeniyle bakiyeli hesap sayısının artması olabileceği düşünülmektedir. Öte yandan işlem yapan müşteri başına teminat miktarının sınırlı bir aralıkta değiştiği görülmektedir. Bu tutar ortalama 9.000 \$ olup 6.000-10.000 \$ arasında değişmiştir. Yani, müşteri sayısı artmakla birlikte teminat tutarları değişmemekte, sabit kalmaktadır.

2016 başında getirilen yeni düzenlemelerle, 2016 yılının ilk çeyreğinde aktif müşteri sayısının artış hızında ve işlem hacminde azalma olmuştur. Ancak, devam eden aylarda döviz kurlarındaki (özellikle dolardaki) yükseliş eğilimi müşteri sayısını ve işlem hacmini artırmıştır.

Grafik 1: Foreks Piyasasında Yatırımcı Sayısı



Kaynak: TSPB

Bununla birlikte, 30 yıllık bir geçmişi olan pay senedi piyasasında aktif işlem yapan yatırımcı sayısı 200.000, 11 yıllık geçmişi olan vadeli işlem piyasasında 7.000 kişi civarındayken, 5 yıllık bir dönemde foreks piyasasında 37.000 aktif müşteri sayısına ulaşılması bu piyasanın dinamizminin bir göstergesidir. Doğal olarak, bu hızlı artışın arkasında yatırımcı ilgisinin yanı sıra, bu işlemi yapan kurumların reklam, çalı-

şan, altyapı gibi ciddi yatırımlarının etkisi bulunmaktadır.

Toplam müşteri sayısında yükselişin, kurum başına müşteri sayısında aynı oranda yansımadığı, tam tersine bu göstergedeki artışın yavaşlamaya başladığı (seriye en uygun polinom eğrisinde bükülmelerin olması) görülmektedir (grafik 1). Bu durumda, piyasanın dinamizmini ve yüksek

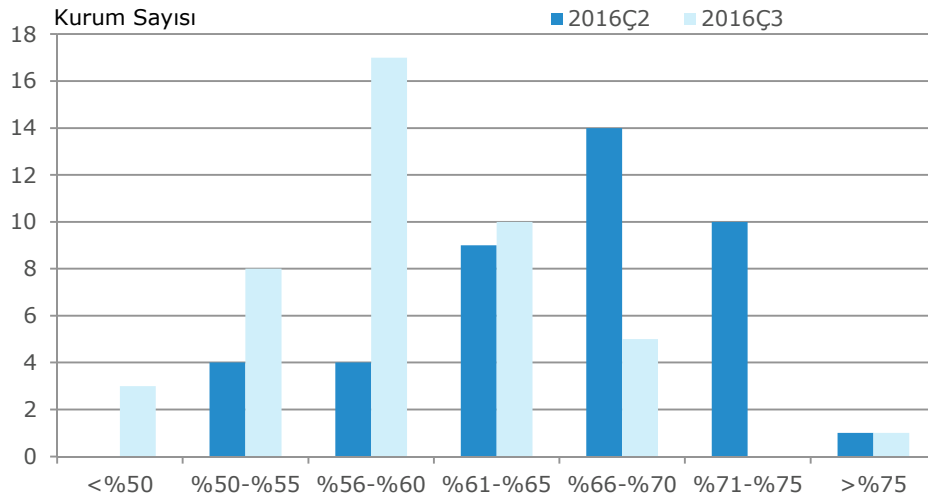
oranlı kârlılığını gören sektör kurumlarının, bu alana yatırım yapması etkili olmuştur. Bu durum ayrıca artan rekabet ortamında sınırlı sayıdaki yatırımcı kitlelerinden pay kapmaya çalışan kurum sayısının artmasına ve kurum başına müşteri sayısının azalmasına yol açmıştır. Nitekim bu gelişme, ileride değinileceği gibi, aracı kurumların gelirlerine olumsuz şekilde yansımaktadır.

Grafik 2’de foreks piyasasında işlem yapan yatırımcıların, kâr/zarar durumları gösterilmektedir. Düzenleme gereği, aracı kurumlar kârda/zararda olan müşteri oranını kamuya açıklamakta olup bu bilgiler 2016 ikinci çeyreğinden itibaren Birliğimizin internet sitesinde topluca yayınlanmaya başlamıştır.

Açıklanan verilere göz atıldığında, 2016’nın ikinci çeyreğinde zararda olan müşteri hesap sayısının toplama oranının ortanca (medyan) değerinin %67 civarındayken, bu değer 2016’nın üçüncü çeyreğinde %60’a indiği görülmektedir.

2016’nın ikinci çeyreğinde 25 şirketin, müşterilerinin %65’inden fazlası zarar etmiştir. Buna karşın, 2016’nın üçüncü çeyreğinde 6 şirketin müşterilerinin %65’inden fazlası zarar etmiştir. Kâr/zarar oranında müşteriler lehine görülen bu iyileşmenin, raporun ilerleyen bölümünde değinileceği üzere 2016’nın üçüncü çeyreğinde nispeten kur dalgalanmasındaki yavaşlamadan kaynaklandığı düşünülmektedir.

Grafik 2: Foreks İşlemlerinde Zararda Olan Müşteri Sayısının Oranı



Kaynak: TSPB

İŞLEM HACİMLERİ

Foreks piyasasında alım satım faaliyetleri kaldıraç içermesi nedeniyle, geleneksel pay işlemlerinden farklıdır. Bu nedenle işlem hacimleri diğer piyasalarla karşılaştırıldığında çok yüksek tutarlara ulaşmaktadır. 2016’nın üçüncü çeyreğinde müşterilerle yapılan işlem hacmi 3,1 trilyon TL’yi aşmıştır.

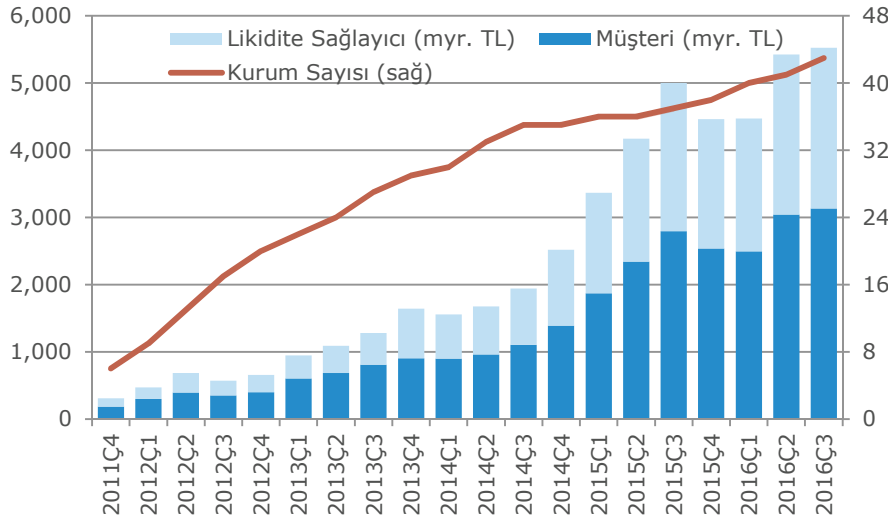
Ülkemizdeki iş modelinde genellikle müşterinin aracı kurumda açtığı pozisyonun (grafik 3’te müşteri işlem hacmi), aracı kurum tarafından uluslararası alanda faaliyet gösteren ve anlaşmalı olunan bir likidite sağlayıcıda ters pozisyonla (grafik 3’te likidite sağlayıcı işlem hacmi) korunması yönündedir. Bu şekilde likidite sağ-

layıcıyla açılan işlemler sonucunda oluşan işlem hacmi ise 2016'nın son çeyreğinde 2,4 trilyon TL düzeyindedir. Bu modelde aracı kurumun geliri likidite sağlayıcıdan aldığı kur kotasyonu (bid-ask spread) ile müşterisine verdiği kur kotasyonu arasındaki fark üzerinden ortaya çıkmaktadır. Öte yandan, bazı aracı kurumların iş modeli, müşterilerin açmış olduğu pozisyonların aracı kurum portföyünden karşılanması, yani tam piyasa yapıcılık, üzerine

kuruludur. Bu modelde, müşteri emirleri bir likidite sağlayıcıya aktarılmamaktadır. Bu nedenle, grafikten de görüleceği üzere müşteri hacimleri toplamı, likidite sağlayıcı işlem hacimleri toplamından daha yüksek gerçekleşmiştir.

Yıllar içinde bu piyasadaki işlem tutarlarına bakıldığında, ilk yıldan itibaren sabit hızla artan işlem hacimlerinin özellikle son iki yılda ivmelendiği görülmektedir.

Grafik 3: Foreks Piyasası İşlem Hacimleri



Kaynak: TSPB

Küresel ekonomideki belirsizlikler, artan jeopolitik risklerin yanı sıra aynı dönemde ülkemizde foreks piyasasına yönelik yapılan düzenlemeler sonrasında 2015'in son ayları ve 2016 yılının ilk aylarında işlem hacimleri düşmüştür. Ancak, devam eden aylarda işlem hacminin yeniden yükselişe

geçtiği, 2016 yılının üçüncü çeyreğinde müşterilerle yapılan işlemlerin 3,1 trilyon TL ile en yüksek seviyesine ulaştığı gözlemlenmiştir. İleride değinileceği üzere, bu artışta döviz fiyatlarındaki oynaklığın artmasının etkisi olduğu düşünülmektedir.

ARACI KURUMLAR

Ağustos 2011'de çıkarılan düzenleme ile yalnızca aracı kurumların faaliyet gösterdiği kaldıraçlı işlemler piyasasında aynı yıl 6 aracı kurum (Anadolu, Destek, İntegral, İş, X Trade ve Yapı Kredi) işlem yaparken, 2016 yılının ilk 9 ayında bu sayı 43 olmuştur.

Çalışmada yalnızca piyasa yapıcı kurumların verileri analize dahil olmuştur. Mevcut durumda, bu kurumların dışında bazı aracı kurumlar, emir iletimine aracılık yapmakta olup, Eylül sonu itibarıyla kaldıraçlı işlemlerden gelir yaratan aracı kurum sayısı 46'dır.

Tablo 2: Kaldıraçlı İşlem Yapan Aracı Kurumlar (2016/09)		
No	Kurum Adı:	İşlem Hacmi Payı (Müşteri)
Faaliyete Başlama Dönemi		
Foreks İşlemlerinde Yoğunlaşan Kurumlar*		
1	ALB Menkul Değerler A.Ş.	6.5%
2	Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	0.4%
3	Destek Menkul Değerler A.Ş.	5.3%
4	Ekspres Menkul Değerler A.Ş.	0.6%
5	GCM Menkul Kıymetler A.Ş.	7.1%
6	Ikon Menkul Değerler A.Ş.	2.7%
7	İntegral Menkul Değerler A.Ş.	5.5%
8	Invest - Az Menkul Değerler A.Ş.	6.7%
9	Işık Menkul Değerler A.Ş.	8.9%
10	Noor Capital Market Menkul Değerler A.Ş.	1.0%
11	Reel Kapital Menkul Değerler A.Ş.	0.1%
12	Referans Menkul Değerler A.Ş.	0.5%
13	Sanko Menkul Değerler A.Ş.	7.3%
14	Saxo Capital Markets Menkul Değerler A.Ş.	0.4%
15	Venbey Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	3.0%
16	X Trade Brokers Menkul Değerler A.Ş.	1.1%
Diğer Kurumlar		
17	A1 Capital Menkul Değerler A.Ş.	3.4%
18	Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	1.6%
19	Alan Menkul Değerler A.Ş.	0.4%
20	Anadolu Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	1.2%
21	Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	0.1%
22	Atig Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	7.5%
23	Başkent Menkul Değerler A.Ş.	0.0%
24	Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	0.3%
25	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	1.4%
26	Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	1.3%
27	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	1.5%
28	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	7.8%
29	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	0.4%
30	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş..	1.8%
31	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	6.9%
32	Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	1.7%
33	Osmanlı Menkul Değerler A.Ş.	0.1%
34	Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	0.2%
35	Phillip Capital Menkul Değerler A.Ş.	0.3%
36	Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	1.7%
37	Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	0.7%
38	Tera Menkul Değerler A.Ş.	0.9%
39	Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş..	0.2%
40	Ünlü Menkul Değerler A.Ş.	0.1%
41	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	0.0%
42	Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	0.3%
43	Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	1.0%

*2016 yılının ilk 9 ayındaki foreks gelirleri, kurumun toplam faaliyet gelirlerinin en az üçte ikisini yaratan kurumlar seçilerek belirlenmiştir.

Kaynak: TSPB

Yeni bir piyasa olmasına rağmen kaldıraçlı işlem yapan aracı kurum sayısının bu hızla artmasında, ileride de değinileceği gibi, bu faaliyetlerin aracı kurumlar açıs-

sından büyük bir gelir kaynağı seçeneği oluşturması rol oynamıştır.

Tablo 2'de kaldıraçlı işlem yapan aracı kurumlara ilişkin 2016/09 dönemi verileri

gösterilmektedir. Tablonun ilk kısımdaki 16 aracı kurumun özellikle foreks işlemlerinde yoğunlaştığı ve kaynaklarının önemli bir kısmını bu alanda kullandığı görülmektedir. Bu kurumlar, 2016 yılının ilk 9 ayındaki işlem hacmi ve gelir yapısına göre belirlenmiştir. Toplam faaliyet gelirlerinin üçte ikisi foreks işlemlerinden yaratılıyorsa, kurum; foreks kurumu olarak tanımlanmıştır. Söz konusu aracı kurumların bazıları diğer piyasalarda da sınırlı da olsa işlem yaparken, bazıları ise yalnızca kaldıraçlı alım satım faaliyetleriyle sermaye piyasasında yer almaktadır.

Listenin ilk bölümünde yer alan bu kurumların bir kısmı, 2011 yılından sonra bir aracı kurumu ya da bu aracı kurumun

lisansını devralma yoluyla ilk defa faaliyete geçmişken, bir kısım aracı kurumlar da faaliyetlerini bu alana yönlendirmiştir. Burada sınıflanan 16 aracı kurumun, 2016 yılının ilk 9 ayında toplam müşteri işlem hacmindeki payı %57, kaldıraçlı işlemlerden elde edilen toplam gelirlerdeki payı ise %63'tür.

Listenin ikinci kısmında yer alan 27 aracı kurumun, 2016 yılının ilk 9 ayında toplam işlem hacmindeki payı %43 iken, işlem hacmi sıralamasında ilk 10'da yer alan 3 aracı kurum bu gruptadır. Benzer şekilde listede yer alan bu 27 aracı kurumun 14'ü foreks işlemlerine 2013 yılından önce başlamıştır.

ARACI KURUMLARIN FOREKS İŞLEMLERİNDEN GELİR VE GİDERLERİ

Aracı kurum sektörünün toplam gelirlerine yıllar içerisinde bakıldığında, aracı kurum sektörü için yeni bir faaliyet alanı olan foreks işlemlerinin, önemli bir gelir kaynağı olduğu görülmektedir.

2012 yılında toplam aracılık gelirlerinde %16'sını oluşturan bu gelirlerin oranı, 2015 yılında hisse senedi işlemlerinin de önüne geçmiş, %45'e kadar çıkmıştır. Öte yandan, 2016 yılına bakıldığında, işlem hacimlerinde devam eden ivmenin, gelir-

lerde yakalanamadığı görülmektedir. 2016 yılı başında yürürlüğe giren yeni düzenleme ile yılın ilk aylarında piyasada işlem hacmi ve gelirlerdeki artış sınırlı kalmıştır. 2016 ikinci çeyreğinden sonra ise kurlardaki hareketliliğe bağlı olarak hacmin yeniden arttığı gözlemlenmiştir. Ancak, hacimdeki bu artışın foreks gelirlerine yansımadağı, gelirlerin azalmadığı dikkati çekmektedir. Yıl içindeki bu dalgalanmanın aracı kurum foreks gelirlerinde oynaklığa neden olduğu düşünülmektedir.

Tablo 3: Aracı Kurum Sektörünün Toplam Gelirleri (milyon TL)						
	2012	2013	2014	2015	2015/09	2016/09
Aracılık Gelirleri	686	895	1,017	1,332	967	1,079
Pay	62%	57%	49%	41%	41%	45%
Kaldıraçlı İşlem	16%	28%	37%	45%	45%	38%
Diğer	22%	15%	15%	14%	14%	16%
Kurum Portföyü Kâr/Zararları	129	52	78	89	57	80
Kurumsal Finansman Gelirleri	95	133	136	170	130	120
Varlık Yönetimi Gelirleri	44	57	48	50	40	24
Diğer Gelirler	167	257	308	360	256	288
Toplam Gelirler	1,122	1,394	1,587	2,001	1,450	1,590

Kaynak: TSPB

Tablo 4: Foreks Gelirlerinde İlk Üç Kurumun Sektör Gelir ve Hacmindeki Payı

	Kurum Sayısı	Foreks Gelirleri	Hacim (Müşteri)
2012	20	70%	50%
İntegral		33%	20%
İş		23%	18%
Destek		13%	12%
2013	29	53%	35%
İntegral		29%	16%
İş		12%	9%
GCM		12%	10%
2014	35	44%	26%
İntegral		22%	11%
GCM		13%	9%
Destek		8%	6%
2015	38	46%	26%
İntegral		19%	8%
GCM		15%	10%
Alb		12%	7%
2016Ç3	43	41%	18%
GCM		18%	7%
İntegral		15%	6%
Destek		9%	5%

Kaynak: TSPB

Yıllar içinde foreks piyasasına ilişkin kurumların üç aylık geliri ve gideri grafik 4'teki gibi hesaplanmıştır. Giderler, personel giderleri dahil, genel yönetim giderleri ile pazarlama giderlerinin toplamının yansıtmaktadır. TSPB tarafından dönemsel olarak derlenen sektör verilerinde foreks gelirleri ayrı bir başlık olarak alınır-

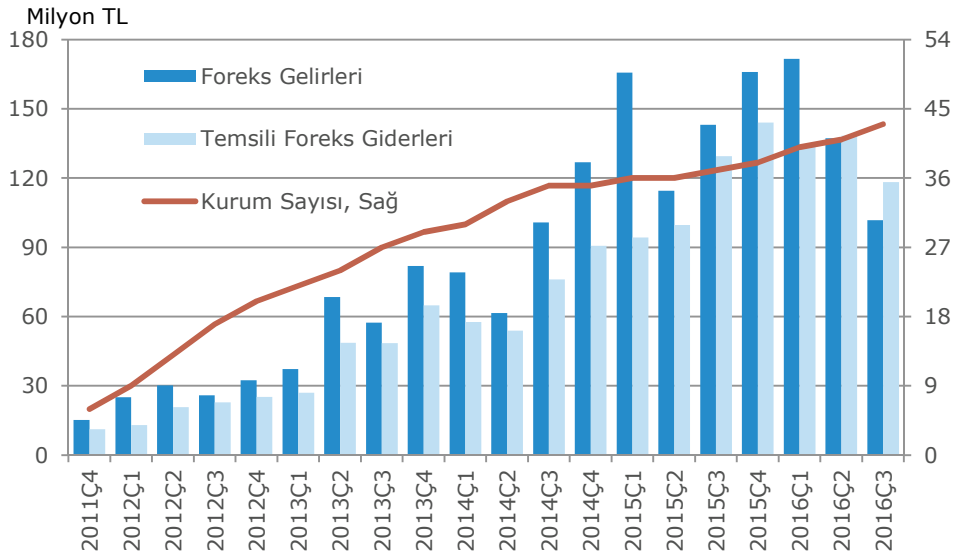
Tablo 4'te en fazla foreks geliri yaratan aracı kurumlar ile bu kurumların müşteri ile yapılan işlem hacimlerindeki payı verilmiştir.

Kaldıraçlı işlemlerden elde edilen gelirlerdeki yoğunlaşmanın, işlem hacimindeki yoğunlaşmadan daha yüksek olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, yıllar içinde bu oran piyasaya yeni giren kurumlar nedeniyle nispeten azalmıştır.

Listedeki aracı kurumların çok değişmemesi dikkat çekerken, bu kurumların foreks piyasasında uzmanlaştıkları görülmektedir. Ayrıca, bu kurumların işlem hacmindeki payı azalsa da gelirlerdeki payının çok azalmaması dikkat çeken bir diğer noktadır.

ken, giderlerde böyle bir ayrım bulunmamaktadır. Bu kapsamda, kurum bazında bu işlemlerden elde edilen gelirlerin, o kurumun toplam gelirlerine oranı baz alınmış, ilgili kurumların toplam giderleri bu oranla çarpılarak, temsili foreks giderleri hesaplanmıştır.

Grafik 4: Foreks İşlemlerine İlişkin Gelir ve Giderler



Foreks işlemlerine ilişkin giderlerde, kurumun foreks gelirlerinin toplam gelirlere oranı baz alınarak temsili değerler hesaplanmıştır.

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların foreks işlemlerinden elde ettiği gelirleri, işlem hacimlerine paralel olarak yıllar içerisinde önemli bir artış sergilemiştir. Giderlerde de benzer bir artış söz konusudur.

Bununla birlikte, kısa vadeli risklerin yüksek olduğu bu piyasada aracı kurumların işleyiş yapısı (müşterilerin açtıkları pozisyonu kendi portföylerinden karşılayanlar veya müşteri emirlerini likidite sağlayıcı kurumlara ters pozisyonla karşılayanlar) farklı olurken, foreks gelirlerindeki hareketler de önemli değişiklik gösterebilmekte, tek bir kurumun işlemlerinin bile toplam tutarları etkilediği görülmektedir. Anlık hareketlerin çok önemli olduğu bu piyasada, aracı kurumların gelirlerinin de çok değiştiği, bazı dönemlerde piyasadaki en yüksek geliri yaratan kurumların son dönemdeki gelirlerinde önemli düşüş yaşandığı, hatta zarar ettiği görülmektedir.

2013'ün ilk çeyreğine kadar en fazla 20 civarında kurumun faaliyet gösterdiği bu piyasada, üç aylık bazda ortalama 30 milyon TL gelir yaratılmıştır.

2013'ün ikinci çeyreğinden itibaren, yeni kurulan kurumların yanı sıra foreks piyasasında faaliyetlerini yoğunlaştırmaya başlayan mevcut kurumların da piyasaya girmesiyle, bu işlemlerden elde edilen gelirler 2015 ilk çeyreğine kadar bir ivme yakalamış, o yılın ilk 3 ayında 36 kurum bu işlemlerden 170 milyon TL gelir yaratmıştır. Küresel piyasalarda artan belirsizlikler ve kurdaki dalgalanmanın fazla olduğu bu dönemde özellikle müşterilerin açtıkları pozisyonu kendi portföylerinden karşılayan iki kurumun yüksek gelirleri dikkat çekmektedir. Bu kurumların saye-

sinde, bu piyasadaki aracı kurumların 2015'in ilk çeyreğinde net kâr tutarlarını da rekor seviyeye ulaştırmıştır.

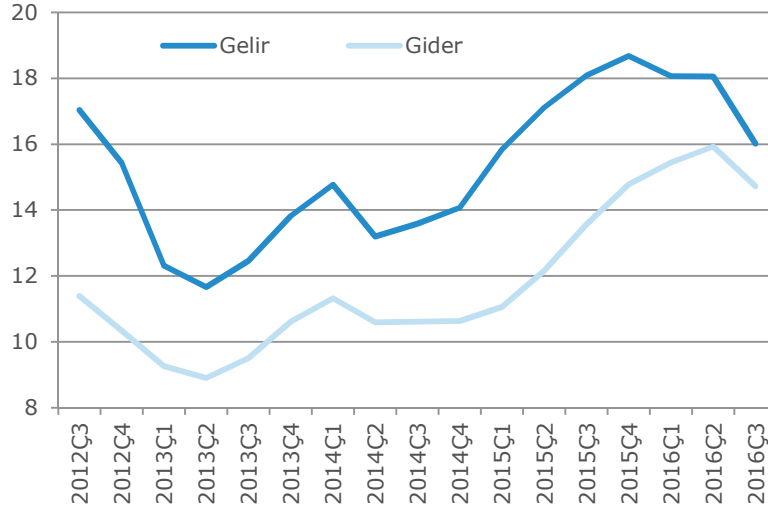
ABD ekonomisindeki görece iyileşme ve doların tüm diğer para birimlerine göre değerinin ivme kazandığı 2015'in ikinci çeyreğinde, sektörün foreks gelirleri düşmeye başlamış, özellikle ilk çeyrekte yüksek gelir yaratan iki kurum gelirlerini bir kısmını kaybetmiş, ve sektörün toplam foreks gelirleri düşmüştür. Kurlardaki oynaklığın arttığı 2015 yılının kalan yarısında toplam gelir yeniden yükselişe geçmiştir.

2016 yılının ilk aylarında işlem hacimlerindeki ve müşteri sayısındaki azalmaya rağmen, döviz kurlarında devam eden oynaklık aracı kurumların gelirlerinin yavaş seyrini korumasında etkili olmuştur.

Öte yandan, yurtiçi ve yurtdışındaki finansal piyasalardaki belirsizliğin süregeldiği yılın devam eden aylarında aracı kurumların kaldıraçlı işlemlerdeki gelirleri düşmüştür. Özellikle, dolar kurundaki yukarı yönlü ve ivmeli hareketin, sektör gelirlerinde aşağı yönde baskı yarattığı düşünülmektedir. Ayrıca, yılın ikinci yarısında SPK'nın bu işlemlerde promosyon kampanyalarını durdurmasının, gelirdeki düşüşlerde etkili olduğu yorumlanmaktadır. Bununla birlikte, müşterilerin açtıkları pozisyonu kendi portföylerinden karşılayan ve sektörün öncü üç aracı kurumunun gelirlerindeki hızlı düşüş, sektör gelirinin düşmesinde etkili olmuştur.

Gelirlerin çok hareketli olduğu bu piyasada, zaman içinde gelirlerdeki artışın, giderlerin gerisinde kaldığı görülmektedir.

Grafik 5: Aracı Kurum Başına Ortalama Foreks Gelir ve Giderleri
(Enflasyona Göre Düzeltilmiş, Yıllıklandırılmış, milyon TL)



Foreks işlemlerine ilişkin giderlerde, kurumun foreks gelirlerinin toplam gelirlere oranı baz alınarak temsili değerler hesaplanmıştır. İşlem hacimleri ve gelirleri sınırlı olan kurumlar analize dahil edilmemiştir.

Kaynak: TSPB

Grafik 5'te enflasyondan arındırılmış ve yıllıklandırılmış (son dört çeyrek toplamı) kurum başına ortalama foreks gelirleri ile bu işlemlere ilişkin giderler şekillendirilmiştir. Ortalama tutarlar hesaplanırken, ilgili dönemde işlem hacimleri ve gelirleri çok sınırlı olan (toplamdaki payı %1'in altında olan) kurumlar analize dahil edilmemiştir.

Buna göre, Eylül 2016 itibariyle 12 aylık foreks gelirlerinin 2012 Eylül'e göre %6 azalırken, aynı dönemde temsili foreks giderlerinin ise %29 arttığı görülmektedir.

Artan rekabet ortamında, gelirdeki dalgalanmadan bağımsız olarak, artan reklam ve pazarlama giderlerinin yanı sıra kurumların agresif büyüme stratejilerine yönelik işe alımları giderleri yükseltmiştir.

2016 Eylül sonu itibariyle bir aracı kurumun foreks işlemlerine ilişkin personel giderleri dahil genel yönetim giderleri ile pazarlama giderleri yıllık ortalama tutarı 15 milyon TL civarındadır.

Gelir gider arasındaki makasın son dönemlerde giderek azalması ile bu piyasadaki kârlıklar azalmaktadır.

KURLARDAKİ HAREKET ve KURUMLARIN FOREKS GELİRLERİ

Aracı kurumlar, yarattıkları işlem hacmine bağlı olarak aracılık komisyon geliri elde etmektedir. Ancak, her ne kadar foreks piyasasındaki işleyişte aracı kurumlar bir nevi aracılık faaliyeti gerçekleştirse de, foreks gelirleri ile işlem hacimleri paralel bir seyir izlememektedir.

Önceki bölümde de görüldüğü gibi, aracı kurumların foreks gelirlerinde, işlem hacminden ziyade fiyat hareketleri (kur

hareketleri) daha önemli olduğu düşünülmektedir.

Foreks piyasasındaki işlemlerin önemli bir kısmını yaratan döviz kurundaki hareketlerinin araç kurumların bu işlemlerden elde ettiği gelirlerinin nasıl etkilendiğini irdelemek, piyasanın işleyişi hakkında önemli bir bilgi vermektedir. Ayrıca, bu ilişkinin tespiti, ileride yapılacak çalışmalarda, yatırımcı davranışına yönelik

yorum yapılmasına da katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Döviz kurundaki oynaklığın tanımlanması ve hesaplanmasına yönelik gerek akademik yazında, gerekse piyasa katılımcıları nezdinde pek çok çalışma yapılmış olup, oynaklığın modellenmesine ilişkin alternatif yöntemler kullanılmıştır. Yazının içeriği ve genel kapsamı çerçevesinde, oynaklığı modelleyen teorik yöntemlerden ziyade piyasada kullanılan çeşitli göstergeler tercih edilmiştir.

Tablo 5'te çeyrek dönemler bazında aracı kurumların foreks gelirleri ile döviz kurundaki oynaklığının temsili değeri olarak çeşitli göstergeler verilmiştir.

Zamana göre dizilen serilerde değişkenler anlamlı bir ilişki olup olmadığı irdelenirken; verilerin doğal logaritmasının alınması sıklıkla kullanılan yöntemlerden biridir. Bu şekilde parasal ve oransal değişimlerin daha anlamlı şekilde karşılaştırılmasına imkân sağlanmaktadır..

Tablo 5: Kurlardaki Hareket ve Aracı Kurumların Foreks Gelirleri**							€/ \$ Gün İçi
Dönem	Ortalama Foreks Gelirleri** (Bin TL)	Ortalama Foreks Gelir. Logaritmik Değerleri	Kurun* Standart Sapması	Kur* Yönündeki Değişim Sayısı	TL/\$ Oynaklık Endeksi	En Yüksek En Düşük Fiyat Farkı	
2011Ç4	3,046	14.9	1.4%	24	15.4		1.6%
2012Ç1	4,183	15.2	1.7%	31	11.0		1.3%
2012Ç2	3,350	15.0	0.8%	28	10.3		1.1%
2012Ç3	1,727	14.4	1.2%	26	8.7		1.1%
2012Ç4	2,022	14.5	0.7%	23	5.5		0.8%
2013Ç1	2,068	14.5	0.6%	22	5.8		1.1%
2013Ç2	3,114	15.0	2.8%	27	8.8		1.1%
2013Ç3	2,496	14.7	2.7%	26	8.2		0.9%
2013Ç4	3,277	15.0	2.1%	23	10.8		0.8%
2014Ç1	3,042	14.9	1.6%	32	14.8		0.8%
2014Ç2	2,050	14.5	1.1%	25	9.2		0.6%
2014Ç3	3,056	14.9	1.0%	35	9.7		0.6%
2014Ç4	3,966	15.2	1.6%	32	10.0		1.0%
2015Ç1	4,874	15.4	3.0%	31	14.4		1.4%
2015Ç2	3,367	15.0	2.4%	25	14.6		1.4%
2015Ç3	4,209	15.3	5.4%	31	14.6		1.2%
2015Ç4	4,881	15.4	2.2%	29	13.3		1.0%
2016Ç1	4,640	15.4	1.4%	29	11.0		1.1%
2016Ç2	3,613	15.1	1.7%	32	10.4		0.9%
2016Ç3	2,481	14.7	1.4%	30	10.4		0.7%

*Kur göstergesi olarak, ABD doları ve avronun eşit ağırlıklandırılarak hesaplanan sepet kullanılmıştır.

** Gelirler için enflasyona göre düzeltilmiş veriler kullanılmıştır.

Kaynak: Bloomberg, TCMB, TSPB

Örneğin değişkenin incelenen dönemde 2 birimden 4 birime çıkması mutlak olarak 2 birimlik ve %100'lük bir artışa denk gelmektedir. Öte yandan, aynı değişkenin 100 birimden 102 birime çıkması 2 birimlik mutlak artışa denk gelirken, oransal olarak %2'lik bir artışa denk gelmektedir. Oysa doğal logaritması alınmış 2 (0,69) ve 4 (1,39) arasında 0,7 birim; doğal logaritması alınmış 100 (4,61) ve 102 (4,62) arasında yalnızca 0,01 birim artış

vardır. Yani, her iki 2 birimlik artışın değişkenin zaman içerisindeki seyrine etkisi doğal logaritma ile daha net olarak gözlemlenebilmektedir. Bu kapsamda, yüzde hatta bindelik basamakta değişimlerin yaşandığı kur hareketlerinin karşılaştırıldığı gelir serisinin daha durgun/ durağan olması sağlanmaktadır. Serilerin doğal logaritması alınmasıyla, değişimlerin oransal marjinal katkısı belirlenebilmektedir. Ayrıca, uzun dönemli genel eğilim-

lerin (trend) olduğu serilerde, değişkenler arasında ilişki yanlış hesaplanabilmektedir. Serilerin doğal logaritmasının alınmasının, bu olumsuz etkiyi bertaraf edildiği yönde pek çok teorik ve ampirik çalışma mevcuttur.

Tablo 5'in ikinci sütununda daha önceden verilen kurum başına ortalama foreks gelirleri (üç aylık) yer alırken, üçüncü sütunda bu değerlerin doğal logaritması alınmış değerleri yer almaktadır.

Foreks işlemlerinin önemli bir kısmı ABD doları ve avro kurlarını baz aldığı için, bu para birimlerindeki hareket aracı kurumların foreks gelirlerindeki harekete de yön vermektedir. Tablonun dördüncü sütununda 0.5\$ ve 0.5€'dan oluşan kur sepetinin ilgili üç aydaki oynaklığı verilmiştir. Oynaklık göstergesi olarak, kur sepetinin gün sonu değerlerinin ilgili üç aydaki standart sapması, diğer bir deyişle ortalama etrafındaki hareketlerin ortalaması esas alınmıştır.

Tablonun beşinci sütununda "Kur Yönündeki Değişim Sayısı" başlığı altında yer alan veriler, ilgili dönem içinde kur sepetinin kaç defa yön değiştirdiğine ilişkin bilgi vermektedir. Bir gün öncesine göre aynı yönde hareket eden (artan veya azalan) kur, ertesi gün farklı yönde hareket ederse, yön değiştirmiş, bir anlamda oynaklık yaratmış kabul edilmektedir. Aynı yönde hareket ederse, oynaklık hesabında dikkate alınmamaktadır. Tablodaki tutarlar, ilgili dönem içinde oynaklık olarak kabul edilen hareketlerin toplamını yansıtmaktadır.

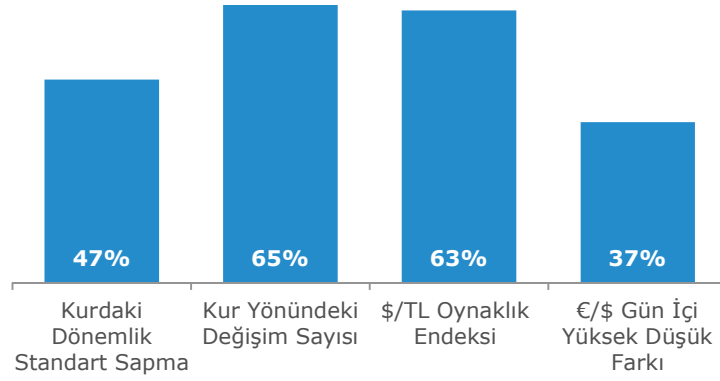
Tablonun altıncı sütununda "TL/\$ Oynaklık Endeksi" başlığında piyasa tarafından yakından takip edilen ve Bloomberg tarafından hesaplanan "USDTRYV1M" kodlu örtülü oynaklık (implied volatility) endeksi gösterilmektedir. Tabloda aylık olarak açıklanan endeksin, ilgili çeyreklerdeki ortalamasına yer verilmiştir.

Tablonun son sütununda ise, foreks işlem hacimlerinde önemli paya sahip olduğu bilinen €/ \$ paritesinin, gün içindeki en yüksek ve en düşük değeri arasındaki farka ilişkin bilgi verilmektedir. Piyasada bir çeşit oynaklık göstergesi olarak kullanılabilen bu veriler, ilgili çeyrekteki gün içi farkların ortalamasını yansıtmaktadır.

Tablo 5'te yer verilen oynaklık göstergeleri ile aracı kurumların ortalama foreks gelirlerinin genellikle benzer yönde hareket ettiği görülmektedir. Kur oynaklığının arttığı zamanlarda aracı kurumların gelirlerinin arttığını genelleştirmek ve yorumlamak mümkündür. Aracı kurum başına gelir rakamları ile kur oynaklığı serileri arasında ilişki, bu iki değişken arasındaki bağılışıma/korelasyonuna bakarak yorumlanabilecektir.

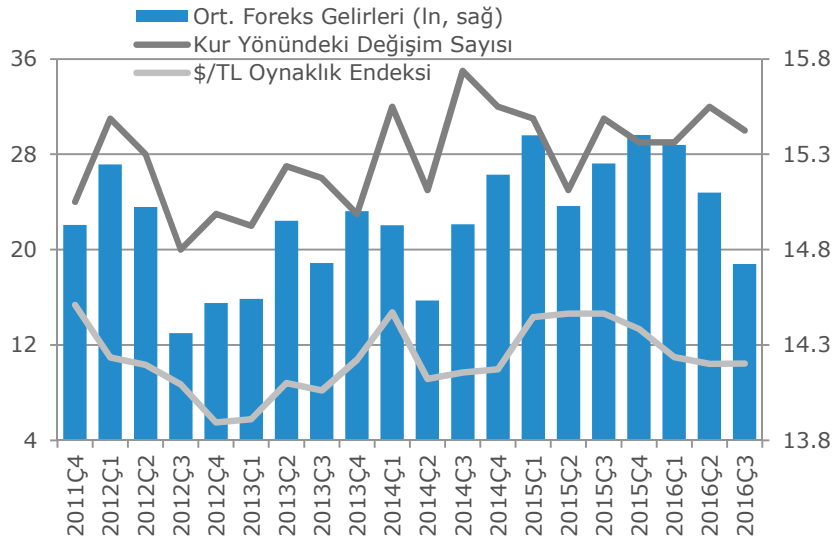
Grafik 6'da foreks gelirleri ile oynaklık göstergeleri arasındaki bağılışıma/korelasyon katsayılarına yer verilmiştir. Katsayıların yüksek olması, bir diğer ifadeyle ilişkinin yüksek olması, dikkat çekmektedir. Dolayısıyla bu gözlemden çıkarılacak ilk sonuç, kur hareketlerin yoğun olduğu dönemlerde aracı kurumların gelirleri de yükselmektedir.

Grafik 6: Aracı Kurumların Foreks Gelirleri ile Kur Oynaklığının İlişkisi (Bağılılaşım/Korelasyon Katsayısı)



Kaynak: TSPB

Grafik 7: Aracı Kurumların Foreks Gelirleri ile Kur Yönündeki Hareket İlişkisi



Kaynak: TSPB

Kurlardaki oynaklık göstergesi olarak hesapladığımız, kurlardaki yön değişimi ile aracı kurumların foreks gelirleri arasındaki ilişkiyi gösteren “Kur Yönündeki Değişim Sayısı” ve \$/TL oynaklık endeksi bağılılaşım (korelasyon) değerleri diğer ikisine göre yüksek gerçekleşmiştir. Bu gözlemden hareketle, ortalama foreks gelirleri ile bu iki değişken arasındaki ilişki grafik 7’de şekillendirilmiştir.

Oynaklık endeksi ile (grafikte yeşil çizgi) ortalama foreks gelirlerinin, ilk 2 yıl hariç benzer hareket ettiği görülmektedir. Piyasanın ilk yıllarında, yeni yatırımcıların pi-

yasaya girmesi gibi farklı dinamikler söz konusudur.

Dikkate değer bir diğer nokta, kur yönündeki değişim sayısı ile ortalama foreks gelirlerindeki ilişkidir. Kurların daha sık yön değiştirdiği zamanlarda, yani sayının yükseldiği dönemlerde, aracı kurumların foreks gelirlerinin arttığı görülmektedir. Yani, döviz kurlarında kısa dönemlik oynaklıkların artması aracı kurumların foreks gelirlerini olumlu etkilemektedir.

Söz konusu ilişkide en fazla tutarsız hareketin 2013Ç4 ve 2015Ç1 dönemlerde olduğu görülmektedir. Kur oynaklığının nis-

peten az olduğu 2013Ç4 döneminde foreks işlemlerin de uzmanlaşan yeni bir aracı kurumun piyasaya girmesi (Alb Menkul) ve önemli bir gelir yaratması söz konusu olup, bu şirketin yeni yatırımcıları piyasaya getirdiği düşünülmektedir. Aynı aracı kurumun, kur yönündeki değişim sayısının azaldığı 2015Ç1 döneminde yarattığı yüksek geliri de oynaklıktan bağımsız olarak, sektör gelirini yukarı çekmiştir.

2016 Eylül sonu itibariyle aracı kurumların foreks gelirleri ile yapılan bu incelemede, elde edilen bulguların yanında, devam eden aylardaki kur hareketlerine bakılarak, piyasanın gidişatına ilişkin tahmin yapmak mümkündür.

Tablo 5'teki kur oynaklığına ilişkin verilerin 2016 Ç4 itibariyle değerleri Tablo 6'da verilmiştir. Oklar, bir önceki çeyreğe göre

değişimi göstermektedir. Oynaklık göstergesi olarak gerek dönemlik standart sapmanın gerekse oynaklık endeksinin son çeyrekte yükseldiği görülmektedir. Veriler oynaklığın arttığı dönemlerde gelirleri artan aracı kurumların, yılın son çeyreğinde de gelirlerini artıracak sinyali vermektedir.

Tablo 6: 2016Ç4 Kur Oynaklıkları

Kurdaki Dönemlik St. Sapma	(↑)	4.60%
Kur Yönündeki Değişim Sayısı	(↓)	25
\$/TL Oynaklık Endeksi	(↑)	13.5
€/€ Gün İçi Yüksek Düşük Farkı	(↑)	0.90%

Kaynak: Bloomberg, TCMB, TSPB

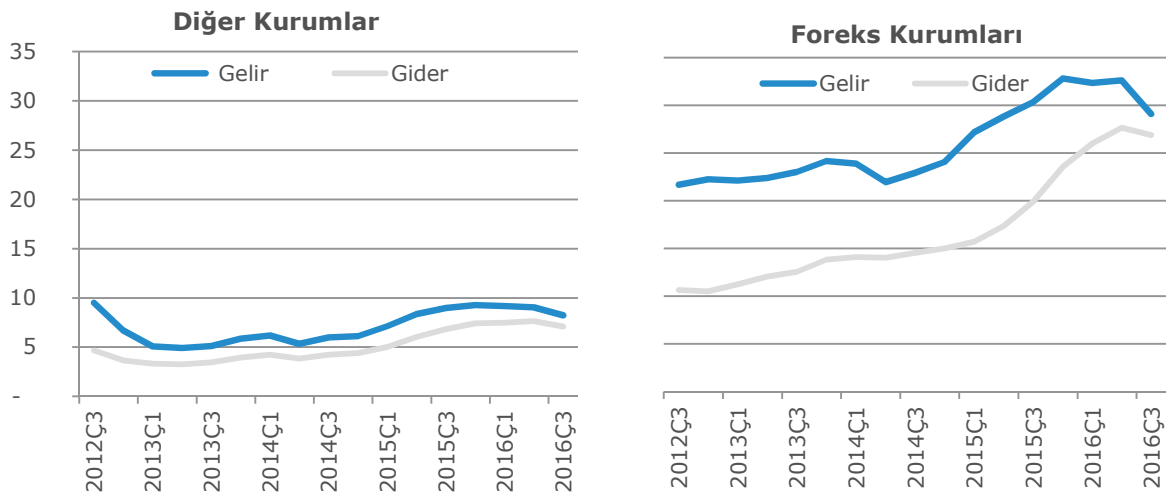
Öte yandan, gelirlerle biraz daha fazla ilişkiye sahip olan "Kur Yönündeki Değişim Sayısı" değerinde de hafif düşüş yaşanmıştır. Bu durumun ise, gelirlerdeki artışı olumsuz etkileyebileceği düşünülmektedir.

İŞ MODELİNE GÖRE ARACI KURUMLARIN GELİRLERİ

Daha önce de dile getirildiği gibi, bazı aracı kurumlar kaynaklarını foreks işlemlerinde yoğunlaştırmıştır. Bu bölümde, aracı kurumların gelirlerine Tablo 2'deki

sınıflandırmaya göre aracı kurumların performansı analiz edilmiş, ardından kaldırılacak işlemlerdeki iş modeline göre kurumlar irdelenecektir.

Grafik 8: Foreks Kurumları ile Diğer Kurumların Foreks Gelir ve Giderleri (Enflasyona Göre Düzeltilmiş, yıllıklandırılmış, milyon TL)



Foreks kurumları; foreks gelirleri, kurumun toplam esas faaliyet gelirlerinin üçte ikisini ve daha fazlasını yaratan kurumlar seçilerek belirlenmiştir. Foreks işlemlerine ilişkin giderlerde, kurumun foreks gelirlerinin toplam gelirlere oranı baz alınarak temsili değerler hesaplanmıştır.

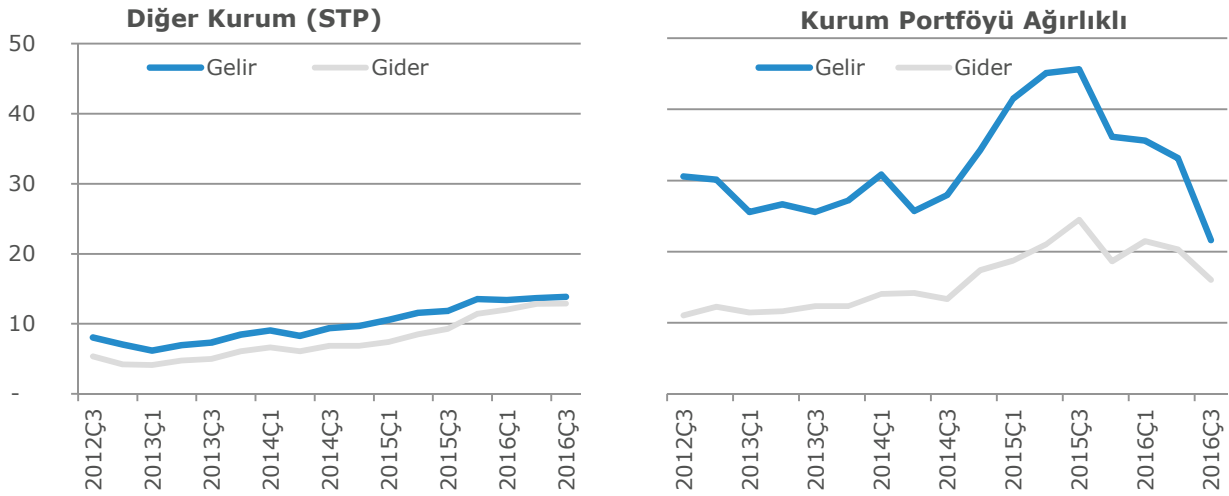
Kaynak: TSPB

Grafik 8’de kurumların gelir ve diğer işlem hacimlerinde foreks işlemlerinin ağırlığı göz önünde bulundurularak, foreks piyasasında aracılık yapan kurumlar, “foreks kurumları” ve “diğer kurumlar” olarak sınıflandırılmıştır.

Foreks kurumlarının, ortalama kaldıraçlı işlemlerden elde ettikleri üç aylık foreks gelirleri, diğer kurumların kaldıraçlı işlemlerden elde ettikleri gelirlerle göre hayli yukarıdadır. Foreks işlemlerinde yoğunlaşan kurumların enflasyona göre düzeltilmiş ortalama yıllık 26 milyon TL iken, foreks işlemi yapan diğer aracı kurumların için bu tutar 7 milyon TL civarındadır. Bununla birlikte, foreks kurumlarının gelirlerindeki oynaklık ise diğer kurumlara

göre çok yüksek seyretmiştir. Döviz kurunun aşağı ya da yukarı yönlü ivme kazandığı dönemlerde bu kurumların gelirlerindeki hareket daha keskin olmuştur. 2015 Haziran itibariyle yıllık gelir-gider farkını 12 milyon TL’ye yaklaştıran bu kurumların devam eden dönemlerde gelir gider farkı hızla düşmüştür. Hatta 2016’nın ikinci ve üçüncü çeyreğinde üç aylık foreks gelirleri, foreks giderlerinin gerisinde kalmıştır. Bu durum faaliyet alanlarını çeşitlendiren kurumların finansal tablolarının daha az riske maruz kalmasına işaret etmektedir. Nitekim diğer kurumların foreks gelirlerinin toplam gelirlerine oranı yıllar içinde piyasa koşullarına göre değişse de, ortalama %7-8 civarındadır.

Grafik 9: Emirleri Kurum Portföyünden Yapanlar ile Diğer Kurumların (STP) Foreks Gelir ve Giderleri (Enflasyona Göre Düzeltilmiş, yıllıklandırılmış milyon TL)



Kurum portföyü ağırlıklı kurumlar, müşteri ile yapılan işlem hacmi likidite sağlayıcılarla yapılan işlem hacmin 2 katı ve daha fazla olan kurumlar olarak belirlenmiştir. Foreks işlemlerine ilişkin giderlerde, kurumun foreks gelirlerinin toplam gelirlere oranı baz alınarak temsili değerler hesaplanmıştır.

Kaynak: TSPB

Foreks işlemi yapan kurumları iş modeline göre ayırarak aracı kurumların kârlılıklarını irdelemek yararlı olacaktır.

Müşterilerin açtıkları pozisyonu kendi portföylerinden karşılayanlar ile müşteri emirlerini likidite sağlayıcı kurumlara ters

pozisyonla karşılayanlar, (straight through processing - STP) olarak iki farklı kategoride aracı kurumlar grafik 9’da yer almaktadır. Emirlerini kurum portföyünden karşılayan kurumlar belirlenirken; ilgili dönemde müşteriyle yapılan işlem hacmi likidite sağlayıcılarla yapılan işlem

hacmin iki katı ve daha fazla olan kurumlar dikkate alınmıştır. Buna göre kurumlar dönemler içinde farklı kategoride yer almaktadır. Yani, kurumlar bazı dönemler müşteri emirlerini ağırlıklı likidite sağlayıcıya ters pozisyonla karşılarken, diğer dönemlerde kendi portföylerinden karşılabilmektedir.

2016 Eylül itibariyle yukarıda "Foreks Kurumu" olarak belirttiğimiz kurum sayısı 16 iken, bu bölümdeki ölçüte göre "kurum portföyü ağırlıklı" olarak belirlediğimiz kurum sayısı 6'dır.

Müşterilerin açtıkları pozisyonu kendi portföylerinden karşılayan kurumların, enflasyona göre düzeltilmiş yıllıklandırılmış ortalama geliri 34 milyon TL iken, diğer (STP) kurumlarda bu rakam 10 milyon TL) olarak hesaplanmıştır. Emirleri kurum portföyünden karşılayan kurumların gelir ve gider dalgalanması daha yüksektir.

Ayrıca, grafik 8 ve grafik 9 karşılaştırıldığında müşteri emirlerini "kurum portföyü" olarak nitelendirilen kurumların gelir ve giderlerdeki dalgalanmanın foreks kurumlarına göre daha fazla olduğu görülmektedir.

STP olarak grafik 9'da bilgilerine yer verilen kurum sayısı Eylül 2016 itibariyle 37 olup, bu kurumlar yıllar içerisinde toplam işlemlerin ortalama dörtte üçünü, gelirlerin de yarısından fazlasını yaratmıştır.

Bununla birlikte, tablo 6'daki aracı kurumların foreks gelirleri ve gelir oynaklığı arasındaki ilişkiye benzer şekilde STP ve emirleri kurum portföyünden karşılayan kurumlar için ayrı ayrı hesaplanmıştır.

Oynaklık endeksi ile STP kurumların foreks gelirlerinin bağılılaşım katsayısı %66, kur yönündeki değişim sayısı içinse bu değer %72 çıkmıştır. Bu durum, kurdaki oynaklıktan bu kurumların daha çok etkilendiğine işaret etmektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

31 Ağustos 2011 tarihinde SPK'nın düzenlemesine giren ve sadece aracı kurumların işlem yapabildiği foreks piyasası, aracı kurumlar için yeni bir faaliyet alanı olmuş, bu kurumların gelir çeşitliliğini artırmasına katkı sağlamıştır.

Düzenlemenin yürürlük tarihinden itibaren, yalnızca bu alanda faaliyet göstermek isteyen yeni aracı kurumlar kurulmuş, bazı kurumlar da faaliyetlerini bu yönde yoğunlaştırmaya başlamıştır.

Yatırımcıların da ilgisini çeken foreks piyasasında kısa bir sürede aktif müşteri sayısı 2016 Eylül itibariyle 40.000'e yaklaşmıştır. Nitekim 30 yıllık bir geçmişe sahip olan hisse senedi piyasasındaki aktif işlem yapan yatırımcı sayısının 200.000, 11 yıllık vadeli işlem piyasasında 7.000

civarında seyretmesi, bu piyasanın dinamizminin bir göstergesidir. Doğal olarak, bu hızlı artışın arkasında yatırımcı ilgisinin yanı sıra, bu işlemi yapan kurumların reklam, çalışan, altyapı gibi ciddi yatırımlarının etkisi bulunmaktadır. Ancak, son dönemde müşteri artış hızında azalma gözlemlenmektedir. Bu durum aracı kurumların foreks gelirlerinin azalacağına işaret etmektedir.

Kısa vadeli risklerin çok yüksek olduğu bu piyasada aracı kurumların gelirleri de önemli ölçüde değişkenlik göstermiştir. Geleneksel hisse senedi ya da tahvil piyasasından farklı olarak, aracı kurumların foreks işlemlerinden elde ettiği gelirlerin, işlem hacimlerindeki değişimden ziyade fiyat (kur) hareketlerinden etkilendiği görülmüştür.

Piyasanın genel gidişatına bakıldığında, aracı kurumların foreks işlemlerinden elde ettikleri gelirlerin 2016 yılına kadar yükselme eğiliminde olduğu görülmektedir. Özellikle yurtiçi ve yurtdışı belirsizliklerinin yoğunlaştığı ve döviz kurunun ivmelenildiği dönemlerde aracı kurumların gelirlerinin daha fazla arttığı gözlemlenmiştir. Kurların daha sık yön değiştirdiği zamanlarda, aracı kurumlar genellikle daha çok gelir yaratmıştır.

2016 yılının ikinci çeyreğinden itibaren aracı kurumların foreks işlemlerinden gelirlerinin azaldığı, hatta piyasadaki öncü kurumların bazılarının zarar ettiği dikkat çekmektedir. Bu sonuçta, yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde kur oynaklığındaki azalmanın etkili olduğu düşünülmektedir. Eylül 2016 itibarıyla aracı kurum başına foreks işlemlerinden yıllık ortalama 16 milyon TL gelir yaratılırken, yıllık ortalama 15 milyon TL de gider (genel yönetim ve pazarlama giderleri) üretilmiştir.

Foreks işlemlerinde yoğunlaşan kurumların gelirlerinin foreks işlemi yapan diğer kurumların gelirlerinin ve giderlerinin (enflasyondan arındırılmış) 3-4 misli olduğu görülmektedir.

Ayrıca, müşterilerin açtıkları pozisyonu kendi portföylerinden karşılayan kurumların foreks gelirlerinin, müşteri emirlerini likidite sağlayıcı kurumlara ters pozisyonla karşılayan kurumların gelirlerinin (straight through processing - STP) 3 misli kadar ve daha geniş bir bantta hareket ettiğini görülmüştür.

2016 Eylül sonu itibarıyla aracı kurumların foreks gelirleri ile yapılan çalışmada, elde edilen bulguların yanında, devam eden aylardaki kur hareketlerine bakılarak, piyasanın gidişatına ilişkin tahmin yürütülmüştür. Yılın son çeyreğinde gerek oynaklık endeksinde, gerekse kur sepetinin standart sapmasında hızlı yükseliş görülmüştür. Bu durum aracı kurumların

gelirlerinin aratacağına işaret etmektedir. Öte yandan, diğer bir gösterge olan kur yönü değişimindeki düşüşün, gelirlerdeki artışı sınırlayacağı düşünülmektedir. Sektörün toplam işlem hacmi ve gelirlerinin önemli bir kısmını yaratan STP yapan kurumların gelirlerinin, kur yönündeki değişim sayısı ile daha ilişki olduğu görülmüş olup, son çeyrekte kur yönündeki değişim sayısının azalmış olmasının toplam gelirleri baskılayacağı düşünülmektedir.

Gelirlerde yüksek bir artışın veya giderlerde düşüşün (artan rekabet nedeniyle) beklenmediği önümüzdeki dönemlerde, foreks işlemlerindeki kârlılığın azalacağı düşünülmektedir.

Bu kapsamda, aracı kurumların için foreks işlemleri gelirlerindeki artışın yeniden kazanılması için, kurumların mevcut koşullarını gözden geçirmesi gerekmektedir. Çalışmada, kaynaklarını bu işlemlerde yoğunlaştıran kurumların gelir ve giderlerinin daha oynak bir yapıda olduğu görülmüş olup özellikle bu kurumların önümüzdeki dönemde stratejilerini belirlerken, daha fazla kurumun girdiği bu piyasadaki yeni dinamikleri de dikkate alarak gözden geçirmesi sağlıklı olacaktır.

Foreks piyasasındaki aracı kurumların karlılıklarına yönelik bir durum analizi yapılan bu rapordaki bulgularının, söz konusu dinamiklerin inceleneceği ve piyasanın sağlıklı gelişimine katkıda bulunacak önerilerin sunulacağı gelecekteki çalışmalar için yararlı olacağı düşünülmektedir.

Bununla beraber, sektörün gündeminde olan iki düzenleme değişikliği ile foreks piyasasının gelişmesinin sağlanabileceğini bu noktada hatırlatmak isteriz.

İlki, işlemlerden Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi alınıp alınmayacağına ilişkin belirsizliğin kaldırılmasıdır. Diğer ise yabancı yatırımcıların beyanname

vermesine yol açan düzenlemenin değıştirilerek daha pratik yöntem olan gelir vergi kesintisi (stopaj) uygulamasına geçilmesidir. Yabancı yatırımcıların bu piyasaya gelmesi aracı kurumların coğrafi çeşit-

lendirme yapmasını sağlarken, yeni yabancı yatırımcıların kazanılması İstanbul Uluslararası Finans Merkezi hedefine hizmet edecektir.

IOSCO FON ÜCRET VE GİDERLERİ EN İYİ UYGULAMALARI

Onur Salttürk

Yatırım fonu ve yatırım ortaklıkları gibi kolektif yatırım kuruluşlarında komisyon ve diğer ücretler yatırım getirilerini doğrudan etkilediğinden, bu giderler yatırımcı başarısı için büyük önem arz etmektedir. Bu bağlamda Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü'nün (IOSCO – International Organization of Securities Commissions) Ağustos 2016'da yayımladığı Good Practice for Fees and Expenses of Collective Investment Schemes raporu düzenleyicilere yönelik tavsiye niteliğinde uluslararası standartlar getirmeyi amaçlamıştır. Bu rapor, kolektif yatırım kuruluşlarında uygulanacak ücret ve giderler için uluslararası en iyi uygulamaları ortaya koymayı hedeflemektedir.

En iyi uygulamalar, kolektif yatırım kuruluşlarının uygulayabileceği ücret ve giderleri, elektronik haberleşme dahil maliyetlerin kamuya duyurulması, fon yöneticisinin mükafatlandırılması, performansla ilgili ücretler, işlem maliyetleri, dolaylı ve doğrudan komisyonlar (soft and hard commissions), diğer fonlara yatırım yapan fonların giderleri, birden çok pay sınıfının bulunduğu durumlarda ücret farklılaştırılması, fon ücret ve giderlerinde yapılacak değişiklikler hususlarına değinmektedir.

Rapor kapsamında incelenen kolektif yatırım kuruluşları, portföy yönetim şirketleri tarafından kurulan değişken sermayeli yatırım fonları ile organize piyasalarda katılma payları işlem gören sabit sermayeli yatırım fonlarıdır. Yalnızca bireysel yatırımcılara yönelik yatırım fonlarının komisyon ve giderlerinin incelendiği raporda serbest yatırım fonu, girişim sermayesi gibi kurumsal yatırımcılara yönelik fonlar üzerine eğilmemiştir.

Raporda ana başlıklar altında sırasıyla aşağıdaki hususlar incelenmiştir:

- i. ücret ve gider tipleri
- ii. ücret ve giderlerin açıklanması
- iii. işlem maliyetleri
- iv. diğer giderler

I. ÜCRET VE GİDER TİPLERİ

Fon giderlerinin pek çok ülkede doğrudan belirlendiği, bazı ülkelerde ise belirli giderler yasaklanarak dolaylı yoldan düzenlendiği görülmektedir. İzin verilen ücret ve gider tiplerine ilişkin en iyi uygulama aşağıdaki gibidir:

En İyi Uygulama 1

Düzenleyiciler kolektif yatırım kuruluşu varlıklarından tenzil edilemeyecek ücret ve giderleri belirlemeye veya bu hususta yönlendirmede bulunmaya karar verebilir.

Kolektif yatırım kuruluşu varlıklarından tenzil edilecek ve/veya edilemeyecek ücret ve giderlerin kapsamı, kanun ve düzenlemelerde buyurulduğu dönemlerde yatırım öncesi ve sonrası yatırımcılara tebliğ edilen evraklarda düzenlenmelidir.

Fon yöneticilerinin mükafatlandırılması çoğunlukla dönemsel olarak tahsil edilen yönetim ücretleri üzerinden yapılmaktadır. Yönetim ücretleri, fon net varlık değerinin yüzdesel bir oranı veya sabit ya da performansa dayalı olarak hesaplanan ücretlerdir.

IOSCO performans ücretlerinin tanımlanması ve yatırımcıya açıklanması hu-

suslarında aşağıdaki ilkeleri benimsemiştir:

En İyi Uygulama 2

Performans ücretlerine izin veren bir düzenleyici sistem aşağıdaki hususlarda standartlar belirlemelidir.

- i) Söz konusu ücretin hesaplama yöntemi*
- ii) Fon yöneticisinin yatırımcılara performans ücretlerinin kullanımı hakkında açıklaması gereken bilgiler*
- iii) Açıklama kanalları*

Her halükarda, performans ücretleri yatırımcılara adilane muamele ilkesine riayet etmelidir.

En İyi Uygulama 3

Performans ücretleri, kolektif yatırım kuruluşu yatırım hedefleri ile örtüşmeli ve kendi getirisini artırma hedefiyle fon yöneticisini aşırı risk almaya teşvik etmemelidir. Bu amaçla:

- i) Performans ücretlerinin hesaplama yöntemi doğrulanabilir olmalı ve suistimal ihtimaline açık olmamalıdır. Performans ücretleri aşağıdaki hususlarda muğlaklıklara mahal vermeyecek şekilde belirlenmelidir:*

a. Yatırım performansının nasıl belirleneceği (katılım ve itfa ücretleri dahil veya hariç, vs.)

b. Hangi performans ölçütünün kullanılacağı¹

c. Hesaplama formülünün ne olacağı (uygun olması durumunda kazançların geçmiş kayıplardan mahsup edilmesi yöntemi ile beraber)

¹ Genel olarak, fon yöneticilerinin, bağımsız olarak doğrulanabilir olsa da, kendi karşılaştırma ölçütlerini oluşturmaları ya da ilişkili tarafların ölçütlerini kullanmaları en iyi uygulama olarak sayılmaz.

- ii) Karşılaştırma ölçütü aşım ücreti (fulcrum fee) modelinin kullanılmadığı durumlarda, performans ücretinin hesaplanma ve ilgili ücretin fon yöneticisine aktarım sıklığı yılda bir kereden fazla olmamalıdır.*

- iii) Kolektif yatırım kuruluşu performansının karşılaştırılacağı ölçüt doğrulanabilir olmalı ve bağımsız bir taraf tarafından hazırlanmalıdır.*

Fon yöneticileri, performans ölçütü için yatırım performansına orantılı bir değeri doğuracak bir hesaplama yöntemi tasarlamalıdır. Hesaplama yöntemleri, yatırımcıları almaya razı oldukları risklerin neticesi olan getirilerin uygun bir bölümünü edinmelerinden alıkoymamalıdır.

En İyi Uygulama 4

Performans ücreti hesaplamasının karşılaştırma ölçütü aşım ücreti (fulcrum fee) modeline dayandığı hallerde:

- i) Ücret hesaplaması uygun bir karşılaştırma ölçütü ile yapılmalı ve performans aşımını belirlemede kullanılan ölçütü dayanak almalıdır.*

- ii) Ücret, belirli bir zaman diliminde kolektif yatırım kuruluşunun yatırım performansına oransal olarak artmalı ve azalmalıdır.*

- iii) Kolektif yatırım kuruluşunun yatırım performansı masraflar düşüldükten sonra net varlık değeri üzerinden hesaplanmalıdır.*

Kolektif yatırım kuruluşunun performansının karşılaştırma ölçütü aşım ücretine göre değil de bir karşılaştırma ölçütüne göre değerlendirildiği modelde:

- i) Ücret hesaplaması performans aşımını belirlemede kullanılan karşılaştırma ölçütünü dayanak almalıdır.*

- ii) Performans aşımı masraflar düşüldükten sonra hesaplanmalıdır.*

En İyi Uygulama 5

Yatırımcıların, performans ücretinin varlığı hakkında yeterli bilgisinin bulunması ve bu ücretin yatırımlarından elde ettikleri getirilerin üzerindeki muhtemel etkisinin bilincinde olması önemlidir.

II. ÜCRET VE GİDERLERİN AÇIKLANMASI

Fon ücret ve giderlerinin yatırımcılar tarafından kolayca anlaşılması için bilgilendirici evrakların açık ve net olması büyük önem taşımaktadır.

Mevcut ve müstakbel yatırımcıların yatırım sürecinde bilinçli karar verebilmelerine olanak tanımak için hazırlanması gereken yasal evrakların içeriği, güncellenmesi ve yayımlanma sıklığı ile elektronik iletişim araçlarının kamuyu aydınlatmada kullanımına ilişkin en iyi uygulamalar aşağıdaki gibidir:

En İyi Uygulama 6

Bir kolektif yatırım kuruluşuna yatırım yapmak ve bu suretle belirli miktar masrafı üstlenmek için karar verme aşamasında mevcut ve müstakbel yatırımcılara sunulan bilgiler yatırım kararı vermek için yeterli nitelikte olmalıdır.

Yatırım sürecinde bilinçli kararlar alabilmek için yatırımcılara ücret ve giderlerin temel öğeleri hakkında özet bilgiler verilmelidir.

Ücret ve giderler hakkında özet bilgiler içeren kamuyu aydınlatma belgeleri mevcut ve müstakbel yatırımcılara ilgili ücret ve giderler hakkında detaylı bilgilere nereden ve nasıl ulaşabileceğini açıkça belirtmelidir.

En İyi Uygulama 7

Hangi ücret ve giderlerin kesildiğinin yatırımcılarca anlaşılabilmesi için:

i) Bilgiler basit, öz olmalı, açık bir dilde ifade edilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır.

ii) Bilgiler yatırımcının kolektif yatırım kuruluşundaki yatırımından doğrudan ödenen ücretlerle, kuruluşun varlıklarından kesilen diğer ücret ve giderler arasındaki farkı ortaya koymalıdır.²

iii) Bilgiler yatırımcıları konu ile alakasız detaylara boğmamalıdır.

iv) Bilgiler, kolektif yatırım kuruluşu fon toplam gider oranını standart bir ücret tablosu kullanarak ya da devam eden masraflar kullanan benzer bir hesaplama ile sunmalıdır.³

v) Fon toplam gider oranı ya da benzer hesaplama, standart bir ücret tablosu ya da özet mali verilerle, standartlaştırılmış bir şekilde kamuya açıklanmalıdır.

En İyi Uygulama 8

Ücretler hakkında kamuya açıklanan bilgiler, yatırımcıların ücret ve giderlerin kolektif yatırım kuruluşunun performansı üzerindeki etkisini kavramasını hedeflemelidir.

Bilgiler kolektif yatırım kuruluşunun maliyet yapısını (yönetim, saklama ücreti gibi operasyonel maliyetler) açıklamalıdır.

En İyi Uygulama 9

Bilgiler önceki dönemlerde fiilen ödenmiş ücret ve giderlerle beraber öngörülen ücret ve giderleri de içermelidir.

Ücret ve giderler hakkındaki bilgiler güncel tutulmalı ve güncelleştirme sıklığı

² Fona uygulanan ücret ve giderler yönetim, saklama, bağımsız denetim vb. gibi maliyetlerden oluşurken yatırımcılara uygulanan ücret ve giderler performans ücretleri, katılım ve itfa maliyetlerini içermektedir.

³ Bazı durumlarda, ücret tablosu müstakbel ücretleri de içerebilir. Bu durumda, fon toplam gider oranı özet mali veriler gibi diğer yollarla kamuya açıklanabilir.

kanun veya düzenlemelerde belirlenmelidir.

Önceki dönemlerde gerçekleşmiş olan ücret ve giderler düzenleyiciler tarafından belirlenen en az bir ya da daha çok mecrada (örneğin yıllık raporlar) senede en az bir kez kamuya açıklanmalıdır.

En İyi Uygulama 10

Ücret ve giderler hakkındaki bilgiler yatırımcıların farklı kolektif yatırım kuruluşlarının maliyetlerini karşılaştırabilmesine olanak tanınmalıdır.

En İyi Uygulama 11

Kolektif yatırım kuruluşu ücret ve giderleri hakkındaki bilgilerin kamuya açıklanmasında elektronik iletişim araçlarının kullanımı aşağıdaki koşulların sağlanması şartıyla özendirilmelidir:

i) Uygun koşulların varlığı, örneğin:

a. Uygun teknik altyapının mevcudiyeti

b. Yatırımcının elektronik iletişim araçları vasıtasıyla bilgi almaya rızası

c. Elektronik iletişim araçları kullanımı yoluyla kamuyu aydınlatmayı var sayılan uygulama olarak tanımlayan bir düzenleyici çerçeve

ii) Güncellenen kamuyu aydınlatma belgelerinin elektronik ortamda kolaylıkla edinilebilmesi

iii) Mevcut kanalların ve basılı kamuyu aydınlatma belgelerinin yatırımcılara talep halinde ücretsiz olarak sağlanmasına devam edilmesi

Kolektif yatırım kuruluşuna yatırım yapmadan önce elektronik dağıtım kanalları kullanan yatırımcılara yeterli ve doğru bilgilerin sağlandığından emin olunmalıdır.

III. İŞLEM MALİYETLERİ

İşlem maliyetleri, fon yöneticilerinin fon portföyü için alım-satım yapmaları halinde gerçekleşmektedir. Çoğunlukla menkul kıymetlerin alım-satımından kaynaklanan işlem maliyetleri belirli durumlarda gayrimenkullerin alım-satımından da kaynaklanabilir.

İşlem maliyetlerinin sadece fon yöneticileri değil her tür yatırımcının karşılaması gereken giderler olmasından mütevellit bu maliyetlerin yatırım yapmanın genel geçer bir parçası olduğunu söylemek mümkündür.

Aracılık komisyonları, vergiler, takas maliyetleri ve alım-satım marjlarından meydana gelen işlem maliyetlerinin tanımı, kapsamı, türleri, maliyetlerden kaynaklanabilecek çıkar çatışmalarının önlenmesi, dolaylı ve doğrudan komisyon anlaşmalarının yapıldığı durumlarda yatırımcı çıkarlarının gözetilmesine ilişkin en iyi uygulamalar aşağıdaki gibidir:

En İyi Uygulama 12

Düzenleyiciler diğer ilgili tanımları göz önünde bulundurarak işlem maliyetlerini tanımlayabilir. Bir diğer yöntem de, düzenleyici veya fon yöneticisinin, fonun varlıklarına uygulanacak maliyet türlerinin hangilerinin işlem maliyeti olarak sayılamayacağını ya da işlem maliyetlerinin değer ve/veya etkisinin nasıl saptanacağını belirlemesidir.

En İyi Uygulama 13

İşlem maliyetlerinin kolektif yatırım kuruluşu varlıklarından indirildiği durumlarda, belirli işlem maliyetlerine maruz kalabilecekleri bilgisi yatırımcılara yatırım kararı almadan önce aktarılmalıdır. Örneğin, aşağıdaki bilgileri içerecek evraklar erişilebilir kılınmalıdır.

i) Kolektif yatırım kuruluşunun bilindiği kadarıyla ücret ve giderlerinin detaylı bir tarifi

ii) İşlem maliyeti olarak uygulanacak veya uygulanabilecek maliyet türlerinin tanımı

Gerçek işlem maliyetinin fon yöneticisi tarafından işlemler gerçekleştikten sonra bilindiği durumlarda, bu tutar (ya da belirli bir dönemde ortaya çıkan tutarların toplamı) yatırımcılara açıklanabilir.

İşlem maliyetleri, ihmalden ötürü yatırımcıları yanıltmayacak şekilde yeterli detayla açıklamalıdır.

En İyi Uygulama 14

Dolaylı komisyon sözleşmeleri fon yöneticileri için çıkar çatışması yaratabileceğinden ötürü bu çatışmalar ya bertaraf edilmeli ya da yatırımcıların çıkarına en iyi hizmet edecek şekilde (örneğin, kamuyu aydınlatma yoluyla) yönetilmelidir.

En İyi Uygulama 15

Alım-satımlar kolektif yatırım kuruluşunun ve yatırımcılarının menfaati için yapılmalı, işlemlerden sadece gelir elde etmek için yapılmamalıdır.

Alım-satımlar her zaman en iyi işlemi gerçekleştirme ilkesi doğrultusunda yapılmalı (best execution), dolaylı veya doğrudan komisyonlar fon yöneticisinin bu konudaki sorumluluğundan ödün vermemelidir. Bu durum, uygulanabilir olduğu hallerde, alım-satımların piyasa fiyatları üzerinden gerçekleşmesi anlamına gelir.

Düzenleyici kuruluşa yapılacak bilgilendirmeler, en iyi işlem ilkeleri ile uyum sağlanıp sağlanmadığının teyidi için düzenleyiciye yardımcı olabilir.

Doğrudan komisyonlara izin verildiği durumlarda, komisyonların doğrudan veya iadeler vs. gibi dolaylı olarak yalnızca kolektif yatırım kuruluşunun menfaati için gerçekleştirilmesi gerekir.

Doğrudan komisyonların fon yöneticisinin aracı kurum tercihinde rol oynamaması gerekir.

En İyi Uygulama 16

Dolaylı komisyon anlaşmalarına izin verildiği durumlarda, bu anlaşmaların fon yöneticisinin aracılık faaliyetleri için tercih edeceği aracı kurumu seçmede tek ya da esas kriter olmamalıdır.

En İyi Uygulama 17

Kurallar, kılavuzlar ve düzenlemeler fon yöneticisinin hangi ürün ve hizmetlerin araçları tarafından ödenecek komisyonlar ile karşılanabileceğinin saptanması konusunda imkan tanır.

Düzenleyici yaklaşımlar, fon yöneticisinin aşağıdaki şartları sağlaması durumunda, yönetici tarafından yatırımcı menfaatlerine yapılacak yeniliklere izin verecek esneklik için ilkeler ve/veya örnekler listesi biçimini alabilir:

i) Ürün ve hizmetlerin temininin, kolektif yatırım kuruluşu ve yatırımcılarının menfaatleri uyarınca faaliyet gösterme görevini ihlal etmemesini sağlayacak tedbirleri alır.

ii) Dolaylı komisyon anlaşmalarının kullanımı ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini sağlamak için ilke ve yöntemleri belirler.

En İyi Uygulama 18

Doğrudan ve dolaylı komisyon anlaşmaları olan fon yöneticisi bunlar hakkında ilgili bilgileri yatırımcılara yatırım öncesi sağlamalı ve ödenecek ücret ve giderlerin, bilindiği ölçüde, detaylı bir tanımını kamuya açıklamalıdır.

Kamuya açıklanacak bilgiler asgari olarak aşağıdaki bilgileri içermelidir:

i) Komisyon anlaşmalarının mevcudiyeti

ii) Dolaylı komisyon anlaşmaları kapsamında temin edilen ürün ve hizmet türleri

iii) Gerekli görüldüğü takdirde, komisyon ödemelerinin yol açacağı çıkar çatışmalarının önlenmesi için alınacak önlemler.

Kolektif yatırım kuruluşunun komisyon anlaşmaları kapsamında araştırma hizmeti aldığı durumlarda, doğrudan ve dolaylı komisyon alan fon yöneticisi yatırımcılara gerçekleştirilen alım-satımlar ve bu işlemlerden elde edilen komisyonlar hakkında düzenli aralıklarla bilgilendirme bulunmalıdır.

IV. DİĞER GİDERLER

Fon yöneticileri yatırım gayelerini gerçekleştirebilmek için başka fonlara yatırım yapabilmektedir. Başka fonlar aracılığıyla yapılan yatırımlar ek maliyetler doğuracağından bu hususta yatırımcıların bilgilendirilmesi önem arz etmektedir.

Fon yöneticilerinin başka fonlara yatırım yapması halinde bu durumun yatırımcılara bildirilmesi, diğer fonlara yapılan yatırımlardan ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının önüne geçilmesi, farklı pay sınıflarının bulunduğu durumlarda yatırımcı haklarının korunması, fon ücret ve giderlerinde yapılan mühim değişikliklerin yatırımcılara bildirilmesi hususlarına ilişkin en iyi uygulamalar aşağıdaki gibidir:

En İyi Uygulama 19

Ücret ve giderlere ilişkin bilgiler, kolektif yatırım kuruluşunun çifte giderli ücret yapısı olması halinde (double fee structure), bu durumun kuruluşun performansını etkileyeceğini yatırımcıya açıklamalıdır. Kolektif yatırım kuruluşunun diğer araçlara önemli ölçüde yatırım yaptığı hallerde, ana kuruluş ile yatırım yapılan alt araçların yönetim masrafları (ilişkili taraflara ödenen yönetim ücretleri dahil) yatırımcılara açıklanmalıdır.

En İyi Uygulama 20

Diğer fonlara yapılan yatırımlardan kaynaklanan çıkar çatışmaları önlenmeli ya da etkileri azaltılmalıdır.

Düzenlemelerin izin verdiği durumlarda ücret paylaşımı anlaşmaları sadece kolektif yatırım kuruluşunun menfaatlerini gözetmeli ve doğrudan ya da üçüncü taraflar üzerinden fon yöneticisinin menfaatine olmamalıdır.

Ana kolektif yatırım kuruluşunun ilişkili taraflar tarafından yönetilen alt fonlara yatırım yaptığı hallerde, bu durum yatırımcılara açıklanmalı ve alt fon tarafından uygulanan tüm katılım ve itfa ücretlerinden feragat edilmelidir (bu ücretlerin alt fonlara ödenen kısmı hariç).

Alt fonun farklı varlık sınıflarına yatırım yapan bir kolektif yatırım kuruluşu olması halinde, ana kuruluş yatırım yapmayı arzu ettiği varlık sınıflarını belirlemeli ve diğer yönlerden benzer olmaları halinde en düşük fiyat yapısına sahip varlık sınıfına yatırım yapmalıdır.

En İyi Uygulama 21

Farklı pay sınıflarının bulunduğu durumlarda, aynı sınıf paylara yatırım yapan veya yapmış olan yatırımcılar için adilane muamele ilkesi ihlal edilmemelidir.

Aynı sınıfta yer alan yatırımcılar açıklanan gider tutarlarına yansıtılan (fon toplam gider oranı veya muadili) aynı ücret ve giderlere tabi olmalıdır. Bu ücret ve giderlerden bir sınıfa yatırım yapmış belirli yatırımcılar için feragat edilmemelidir.

Ücret ve giderlerdeki farklılıklar izahnamede sunulan nesnel ölçütlere göre belirlenmelidir (örneğin, katılım miktarı)

Hiçbir pay sınıfı, bir diğer pay sınıfı ya da kolektif yatırım kuruluşunun tümüne hânel getirecek şekilde fayda sağlayamaz.

En İyi Uygulama 22

Fon yöneticisi, düzenleyici (kanun ve düzenlemelerin bu durumu gerektirdiği yerlerde) ya da ilgili kişi veya kurumlar (örneğin, yönetim kurulu, belirlenmiş bağımsız yönetim süreci) tarafından onaylanmadan, kuruluşun varlıklarından yeni bir ücret kesmeye başlamamalıdır.

Düzenleyiciler, kolektif yatırım kuruluşunun ücret ve giderlerinin değişmesini gerektiren durumların oluşması halinde, yatırımcılara sağlanan bilgilerin güncellenmesini şart koşmalıdır. Değişikliklerin önemine göre güncelleme yöntemi ve aciliyeti değişebilir.

En İyi Uygulama 23

Kolektif yatırım kuruluşunun esas niteliklerinde mühim değişiklikler olması halinde, kamuya açıklanan bilgilerde değişiklikler yapılması gereklidir.

Bu değişikliklerle mevcut yatırımcıların gerçekleşmiş ücret ve giderlere vakıf olmalarını hedeflemelidir. Yapılan değişiklikler yönetim ücretlerinde önemli bir artışa sebep olursa, fon yöneticisi tarafından atılacak adımlar aşağıdaki eylemleri içerebilir:

i) Yönetim ücreti artışına ilişkin duyuru ile artışın yürürlüğe girmesi arasında (tercihen düzenleyici tarafından belirlenecek) bir süre bırakmak,

ii) Bu süre zarfında yatırımcıların yatırımlarından herhangi bir ücret ödemeksizin çıkmasına izin vermek,

iii) Uygun olduğu hallerde, yatırımcıların ücret artışına karşı oy kullanabilmesine izin vermek.

Benzer bilgilendirmeler bir kolektif yatırım kuruluşunun ya da pay sınıfının ilk safhası için de belirlenmelidir.

YEŞİL TAHVİLLER

Mustafa Özer

Artan enerji ihtiyacı ve küresel ısınma sorununa odaklanmasıyla son yıllarda dünyada sürdürülebilirlik kavramı gide-rek önem kazanmaktadır. Uluslararası Enerji Ajansı (International Energy Agency - IEA) ve ABD Havacılık ve Uzay Dairesine göre (National Aeronautics and Space Administration - NASA) 21. yüzyılın sonuna kadar küresel sıcaklığın Sana-yi Devriminden önceki seviyeden en fazla 2 santigrat derece fazlası ile sınırlandırılmasını hedefleyen Birleşmiş Milletlerin "2°C" hedefi doğrultusunda daha çevreci yatırımlara ihtiyaç artmaktadır. Uluslara-rası Enerji Ajansı'nın hesaplamalarına göre 2030 yılına kadar 2°C hedeflerine ulaşmak için dünya çapında 53 trilyon dolarlık altyapı yatırım ihtiyacı bulun-maktadır.

Temiz enerjiye artan talep ve çevreci altyapı projeleriyle birlikte "yeşil finans-man" ve "yeşil teknolojiler" 2°C hedefi için uygun çözümler sunmaktadır. Bu çözümler sürdürülebilir kalkınma hedefi-

ne ulaşmaya yardımcı olurken bu konuya duyarlı yatırımcıları da cezbetmektedir.

İlk örnekleri, 2007 yılında çevre projele-rinin finansmanı konusunda farkındalık yaratmak amacıyla Avrupa Yatırım Ban-kası (European Investment Bank - EIB) ve 2008 yılında Dünya Bankası gibi ulus-lararası finansman kuruluşlarınca çıkarı-lan "yeşil tahviller" 2013 yılından itibaren özel şirketler tarafından da ihraç edilme-ye başlanmıştır.

Yeşil tahviller finanse edecekleri projele-rin çevreci projeler olmasıyla geleneksel tahvillerden farklılaşmaktadır. Çevreci yatırımlara artan talep ile 2015 yılında yeşil tahvillerin piyasa büyüklüğü 700 milyar dolara ulaşmıştır. Yıllar içerisinde katlanarak artan tahvil ihraçları da 2016 yılında 79 milyar dolar olmuştur.

Makalemizde yeşil tahvillerin ortaya çıkışı ile özellikleri tanıtılacak ve mevcut yeşil tahvil uygulamalarından bahsedilecektir.

KÜRESEL ISINMA VE ULUSLARARASI GİRİŞİMLER

Sanayi Devrimi ardından dünya çapında ortalama sıcaklığının arttığı Birleşmiş Milletler ve NASA verileri ile ortaya konsa da küresel ısınma ve iklim değişikliği ko-nusunda tartışmalar nispeten yenidir. Birleşmiş Milletler Çevre Konferansının ilki 1972 yılında Stokholm'de düzenlemiş, toplantı ozon tabakasına zarar veren gazlar, atom bombası testleri ve balina avcılığı gibi temalara odaklanmıştı. Bu konulara ek olarak, toplantının çıktısı olarak çevre konusunda ülkelerarası iş-birliğini geliştirmek üzere Birleşmiş Mil-letler Çevre Programı (United Nations

Environment Programme - UNEP) oluşturu-lmuştur. Ayrıca, 1970'li yılların başında bir düşünce kuruluşu olan Roma Klübü Volkswagen Vakfı ile yaptığı bir araştırma çerçevesinde bir simülasyon gerçekleştirerek doğal kaynakların kıt olduğu dün-yada üstel (exponential) nüfus artışı ile mevcut ekonomik sistemin çevre üzerin-deki olumsuz etkileri dolayısıyla sürdürü-lebilir olmadığını iddia etmiştir.

1980'lere gelindiğinde Birleşmiş Milletle-rin önce Viyana, ardından Montreal pro-tokolleri ile ozon tabakasının korunması-

na ilişkin bir uzlaşma ortamı oluşmuştur. 1992’de ise Rio Dünya Çevre Zirvesinin bir çıktısı olarak hükümetler sera gazlarının salınımının azaltılması için oluşturulan Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Çerçeve Sözleşmesi (United Framework Convention on Climate Change - UFGCC) anlaşmasını hazırlanmıştır. 2016 yılı itibarıyla bu sözleşme 197 ülke tarafından imzalanmıştır.

İklim değişikliğine karşı hükümetler arası anlaşmalarının en bilineni olan 1997 Kyoto Protokolü ile gelişmiş ülkeler 2008-2012 yılları arasında sera gazı salınımlarını %5 oranında azalma taahhüdü vermiştir. Uluslararası işbirliği süreci 2009 yılında Kopenhag’da toplanan BM İklim Toplantısı ile 192 ülkenin iklim değişikliğine karşı bir araya gelmesiyle hızlanmış ve salınım limitleri, önlem ve uyum çalışmalarının finansmanı gibi daha somut

konular tartışılmaya başlanmıştır. Bu toplantıda ülkeler küresel ısınmayı 2100 yılına kadar 2 santigrat derece ile sınırlandırmak konusunda uzlaşmaya varmıştır. 2015’te gerçekleştirilen Paris Konferansında ise (COP21) ısınmanın 2 derecenin de altında tutulması için çaba göstermek konusunda anlaşılmıştır.

Küresel ısınmanın dünyanın önemli sorunlarından biri olarak kabul görmesiyle Birleşmiş Milletler temel kalkınma sorunlarını çözmek için koyduğu Binyıl Kalkınma Hedeflerini 2016 yılında daha çevreci bir yaklaşımla güncellerken hedeflerin ismini de Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri olarak değiştirmiştir.

2100’e kadar küresel ısınmanın 2 santigrat derece ile sınırlandırılması hedefine ulaşmak için IEA’nın tahminlerine göre 2030’a kadar 53 trilyon dolarlık bir yatırım ihtiyacı olduğu hesaplanmaktadır.

YEŞİL TAHVİLLER

Küresel ısınmanın önüne geçmek için gerekli finansman ihtiyacını karşılamak üzere mevcut finansal ürünlere ek olarak yenilikçi finansman yaklaşımları üzerinde çalışmalar yapılmaya başlanmıştır. 2000’li yılların sonuna doğru ilk defa “yeşil tahvil” adı verilen ve gelirleri yalnızca çevreci projelerin finansmanında kullanılmak üzere borçlanma senetleri ihraç edilmeye başlanmıştır.

Özünde bir borçlanma kâğıdı olan yeşil tahvilleri geleneksel tahvillerden ayıran ana özellik, tahvillerden elde edilen gelirlerin iklim değişikliğinin etkilerini azaltmaya yönelik projeleri finanse etmesidir. Başlangıçta yenilenebilir enerji odaklı projelerin finansmanı, düşük karbon salınımını destekleyen altyapı projeleri gibi kamusal projelerin finansmanını sağlayan yeşil tahviller, görmüş olduğu yatırımcı ilgisi ile çevreci yatırımları finanse etmeye başlamıştır.

İlk defa 2007 yılında Avrupa Yatırım Bankası tarafından ihraç edilen İklim Farkındalık Tahvilinin (Climate Awareness Bond) ardından 2008 yılında Dünya Bankası tarafından iklim değişikliğinin etkilerini azaltma projeleri için ihraç edilen yeşil tahvil ile bu yeni ürünün ilk örnekleri piyasada görülmeye başlamıştır. 2008-2013 yılları arasında, ağırlıklı olarak uluslararası finansman kuruluşları ve kamu iktisadi teşebbüslerin ilgi gösterdiği bu ürünleri, 2013 yılında yerel yönetimler özel sektör de ihraç etmeye başlamıştır. Özel sektörün ilk yeşil tahvil ihracı Kasım 2013’te Fransız enerji şirketi Électricité de France – EDF tarafından gerçekleştirilmiştir. 2021 vadeli ve 1,4 milyar euroluk bu tahvil şirketin yenilenebilir enerji yatırımlarını finanse etmek için ihraç edilmiştir. 2015 yılına gelindiğinde ise dünya genelinde ihraç edilen yeşil tahvillerin yaklaşık üçte birinin özel sektörde ihraç edildiği görülmektedir.

Özellikle kalkınmakta olan ülkelerin proje finansmanı için bu yöntemi seçtiği ve Hindistan, Çin de dâhil olmak üzere gelişmekte olan ülkelerdeki kamu iktisadi teşebbüslerinin de yeşil tahvil ihraç ettiği gözlenmektedir.

Yeşil tahvillerin çevreci yapısı, ihraççı firmalar için itibar sağlarken, başta uzun vadeli emeklilik fonları olmak üzere kurumsal yatırımcıların sosyal sorumlu yatırım ("Sosyal sorumlu yatırım" çevresel temalara ek olarak, sosyal faktörler ve kurumsal yönetim uygulamalarını da ön planda tutan yatırımlar olarak ifade edilmektedir) ürün talebini de karşılamaktadır. ABD, Çin ve Hindistan'da olduğu gibi bazı ülke uygulamalarında yeşil sertifikalar ya da yeşil iş yaklaşımları, yatırımcılara vergi avantajı sağlamaktadır.

Geleneksel tahvillerle yeşil tahviller arasındaki temel fark, yeşil tahvillerin fonla-

dıkları projelerdir. Yeşil ibaresine sahip tahviller, ihraç esnasında belirtmiş oldukları sürdürülebilir projelere odaklanmaktadır. Tahvil ihraççısı kurum çevreci bir projenin ya da üretim sürecinin finansmanı için borçlanabileceği gibi, düşük karbon salınımına destek olmak üzere altyapı süreçlerini de fonlayabilmektedir.

Öte yandan, hâlihazırdaki birçok altyapı ya da yerel yönetim tahvili zaten yeşil yatırımları fonlamaktadır. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri'nde yerel yönetimlerin atık yönetimi, LED ışıklandırmaya geçiş gibi kamu yatırımları da çevreye olan olumlu katkılarından ötürü yeşil tahvil olarak değerlendirilebilmektedir. Bununla beraber, ileride de değinileceği üzere belirli prensiplere ya da standartlara uyan tahvillere "yeşil" etiketi verilebilmektedir.

YEŞİL TAHVİLLERDE STANDARTLAŞMA

Başlangıç aşamasında yeşil tanımının net olmayışı yeşil tahvil piyasasının gelişmesi önündeki engellerden biri olarak değerlendirilmiştir. Çevreci projeleri tahvil ihraç ederek finanse ettiği iddiasındaki bazı kurumların topladıkları kaynağı uygulaması ile çevreci olmayan projelerini finanse etmek (greenwashing) için kullandıklarının gözlenmesi bu alanda bir denetim ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Yıllar içerisinde büyüyen yeşil tahvil ihraçları, bu piyasada bir standartlaşma olabilmemesinin önünü açmıştır.

Piyasada şeffaflığın artırılması, hem yapılan ihraçların, hem de ihraçlar gerçekleştirildikten sonra elde edilen kaynakların gerçekten çevre dostu projelerde kullanılıp kullanılmadığının teyidi için çeşitli giri-

şimler ortaya çıkmıştır. Bu girişimler günümüzde doğrulama ve sertifikalama olarak ikiye ayrılmaktadır. Uluslararası Sermaye Piyasası Birliği (International Capital Market Association - ICMA) tarafından hazırlanan Yeşil Tahvil Prensipleri (Green Bonds Principles) gönüllülük esaslı bir doğrulama süreci iken, İklim Tahvili Girişimi (Climate Bond Initiative) ise sertifika programı olarak öne çıkmaktadır.

2014 yılında Yeşil Tahvil Prensiplerinin belirlenmesinin ardından özel sektörün yeşil tahvil ihraçlarının artması bu tarz girişimlerin piyasanın önemli bir ihtiyacını karşıladığını düşündürmektedir. Standartlar ve sertifikalar piyasada şeffaflığı ve güveni arttırmaktadır.

ICMA Yeşil Tahvil Prensipleri

Tahvillerin çevre dostu projeleri fonlandığını teyit etmek ve piyasaya bir standart getirmek üzere kurulan ilk girişimlerden biri 2014 yılında ICMA önderliğinde oluşturulan Yeşil Tahvil Prensipleridir (Green Bond Principles). ICMA 60 ülkeden 500'ü aşkın yatırım kuruluşunun üye olduğu özdüzenleyici uluslararası bir meslek örgütü olup Yeşil Tahvil Prensiplerinin sekretaryasını yürütmektedir. Kurumsal yatırımcıların, ihraççıların ve tahvil ihracında aracılık eden finansal kurumların yürütme kurulunda olduğu sekretaryada, yeşil tahvil uyum, etki raporlama, yeşil tahvil endeksi ve sosyal tahviller olmak üzere çeşitli çalışma grupları da bulunmaktadır. Örgüt Yeşil Tahvil Prensipleri ile yeşil tahvil ihraç ve pazarlama sürecinde piyasaya standart getirmek üzere gönüllü kriterler oluşturmayı amaçlamaktadır. 2016 yılının Haziran ayında revize edilen prensipler aşağıdaki gibi özetlenebilir.

1. *Tahvil ihracından elde edilen kaynak çevreci alanlarda kullanılmalıdır.*

Tahvillerin satışı karşılığında elde edilen sermayenin kullanım alanlarının sürdürülebilir enerji üretimi ve düşük karbon emisyonlu projelerde kullanılmalıdır. Bu projeler, sürdürülebilir enerji, sürdürülebilir tarım, biyoçeşitlilik, içme suyu temini ve çevreci ulaşım yöntemleri olarak belirtilmiştir. Yeşil tahvillerin halka arzı izahnamesinde ihraç koşulları ve ihraççı kurum/kuruluş hakkında hukuki ve mali bilgilere ek olarak, fonlanan projenin çevreye olan katkısının net bir şekilde belirtilmesi ve ihraççı tarafından detaylandırılması önerilmektedir. Yeşil Tahvil Prensipleri; iklim değişikliği, hava kirliliği, biyoçeşitlilik kaybı, enerji verimliliği, doğal kaynakların sürdürülebilir kullanımı, temiz ulaşım alternatifleri ve iklim değişikliğine uyum gibi konuları önceliklendirmektedir.

2. *Proje değerlendirme ve seçim süreci gerekçelendirilebilir ve şeffaf olmalıdır.*

Fonlanacak projelerin yukarıda bahsi geçen alanlarda çevreye olumlu etkide bulunması gerekmektedir. Yeşil tahvil ihraççısı tahvil satışlarından elde edilecek gelirlerin kullanımının çevresel etkisini ve çevresel sürdürülebilirlik hedeflerini açık ve net bir şekilde belirtmelidir. Yeşil tahvil ihracında piyasaya bu konularda yeterli şeffaflığın sağlanması ürünlerin yatırımcılar tarafından daha tercih edilir kılacaktır. Bu açıklamaların yanı sıra yatırımcılar ihraççının çevresel sürdürülebilirlik konusundaki genel profilini de dikkate alabilmektedir.

3. *Tahvil ihracından elde edilen kaynak öngörülen alanda kullanılmalıdır.*

Tahvil ihracından elde edilen gelirlerin ihraççı tarafından yeşil yatırım faaliyetlerinde kullanılması gerekmektedir. Kullanılan sermayenin nerede ve nasıl kullanıldığı ile ilgili bilgilendirme yapılması ve kullanılmayan toplanmış sermayenin hangi hesapta tutulduğu ile ilgili denetçi raporu yeşil tahvillerde şeffaflığı sağlamaktadır. Satış gelirlerin yönetimi şeffaflığın sağlanması ve greenwashing gibi piyasada suistimale yol açacak pratiklerin önüne geçmeyi amaçlamaktadır.

4. *Tahvil ihracından elde edilen kaynağın kullanımına ilişkin düzenli raporlama yapılmalıdır.*

Tahvil ihracından elde edilen kaynağın kullanım alanlarının ve finanse edilen projenin çevreye etkilerinin yılda en azından bir kez raporlanması ve gerektiği durumlarda güncellenmesi gerekmektedir. Yeşil tahvil etki raporlarının, projenin çevre anlamında kazanımlarını (azaltılan karbon emisyonu oranı veya temiz enerjiye kavuşturulan insan sayısı vs.) sayısal olarak ifade etmesi önerilmektedir.

İklim Tahvili Girişimi (Climate Bond Initiative)

İklim Tahvili Girişimi (Climate Bond Initiative - CBI), çeşitli finans kuruluşları, vakıflar ile hükümetlerin bir araya geldiği, yatırımların düşük karbon ekonomisine geçişini destekleyen kâr amacı gütmeyen bir kuruluştur. 2009 yılında kurulan CBI, tahvil piyasasının sürdürülebilir kalkınmadaki rolünü arttırmayı hedeflemektedir.

CBI, yatırımcılar ve tahvil ihraççıları için sektöre tanımlamalar aracılığıyla bir standart getirmeyi hedeflerken, "Climate Bond Certified" markası ile projeleri sertifikalandırmaktadır.

CBI bünyesindeki Yeşil Tahvil Standartları Kurulu (Climate Bond Standards Board) yeşil tahvil standartlarına uyan projelere sertifika vermektedir. Kurulun üyeleri kurumsal yatırımcıları temsil eden kurumlardan oluşmaktadır.

2009 yılında kurulan CBI, ICMA'nın prensiplerini yayınlamasının ardından sertifikalarda bir standart sağlanması için temelini Yeşil Tahvil Prensiplerinden alan Yeşil Tahvil Standartlarını geliştirmiştir. İhraç aşamasında ve sonrasında uyulması gereken bu kurallar ise 2016 yılında güncellenmiştir. CBI'nın geliştirdiği standartlar ICMA'nın prensiplerine kıyasla nesnel yapısıyla daha sistematik bir yaklaşımla hazırlanmıştır.

CBI, geliştirdiği standartlara uyumu bağımsız denetim kurumlarının teyit etmesini öngörmüştür.

İhraç aşaması kuralları

Sertifika için başvuruda bulunacak ihraççılar ihraç gelirlerinin tablo 1'de belirtilen yeşil yatırım alanlarında değerlendirmelidir.

Yanı sıra, proje gelirlerinin takip edileceği alt hesapların oluşturulması gerekmektedir.

İhraç sonrası kurallar

İhraç gerçekleştikten sonra ihraççı kurumun, ihraç gelirlerinden elde edilen kaynağın 24 ay içinde tablo 1'de belirlenen alanlarda kullanılması esastır.

Tahvil ihraç gelirlerinin kurumun özel bir alt hesabına aktarılması ve tahvil gelirlerinin diğer alt hesaplardan ayrı tutulması gerekmektedir.

Ayrıca ihraççı kurumun, yılda en az bir kez; tahvil yatırımcılarına ve CBI sekreteriyasına ihraçtan elde edilen kaynakların kullanımını detaylandırması ve projenin çevre üzerindeki nicel etkilerini raporlaması gerekmektedir.

Bu standartlara ek olarak, CBI'nın teknik danışma kurulunun yönlendirmesi doğrultusunda projeler sektörlerine göre ilave şartlara da tabidir. Örneğin, demiryolları projelerinde kilometre ve yolcu başına düşen CO₂ emisyonu için üst limitler vardır.

Tablo 1: Yeşil Yatırım Alanları

Enerji	Düşük Karbon Salımlı Binalar	Atık Yönetimi	Ulaşım	Bilgi Teknolojileri	Tarım ve Ormancılık	Uyum
Güneş* Rüzgar* Biyoelektroenerji Jeotermal* Deniz Enerjisi Enerji Verimliliği	Konut* İşyeri* Bina Yenileme* Karbon Verimliliği	Geri Dönüşüm Atıktan Enerji Üretimi Karbon dioksit Gömüsü	Demiryolları* Taşıt Üretimi* Toplu Taşıma* Hızlı Otobüs Taşımacılığı* Alternatif Yakıtlar Su Taşımacılığı	Güç Yönetimi Telekonferans Kaynak Verimliliği	Önlem Uyum Tarım Ürünleri	Enerji Düşük Karbon Binalar Atık Yönetimi Ulaşım Bilgi Teknolojileri Tarım ve Orman Sahil Gıda

Kaynak: Climate Bonds 2016

*İşaretli yatırım alanları için sektörel standartlar bulunmaktadır. Diğer alanlar için standartlar hazırlanmaktadır.

Sertifikalandırma

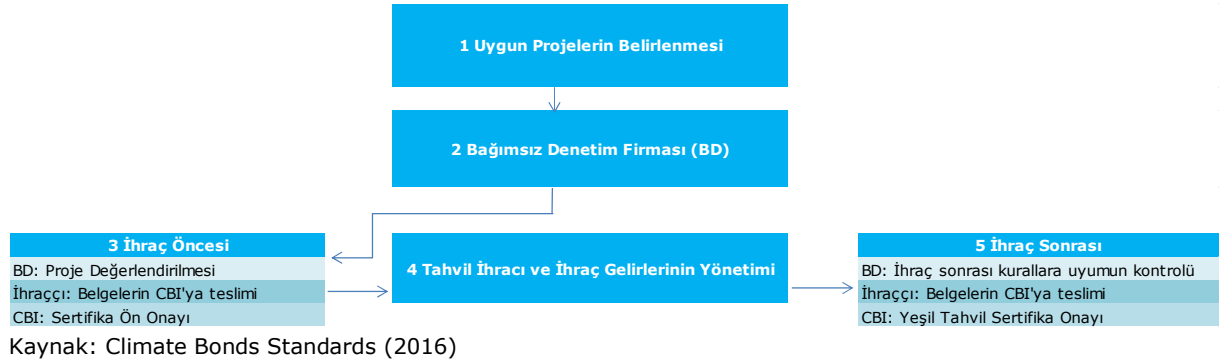
CBI danışma kurulu, yeşil tahviller konusunda yetkin insan kaynağına sahip bağımsız değerlendirme kurumlarını yetkilendirerek ihracçılara standartlara uyum konusunda hizmet sağlayabilmektedir.

Yeşil tahvil yatırımcıları ve analistleri tarafından kabul gören bu sertifika için bağımsız denetim firmaları; tahvilin varlıklarını ve tahvil ihracından elde edilen kaynaklarla yapılan süreçler ile yatırımları inceleyerek standartlara uyumuna ilişkin güvence vermektedir. Grafik 1’de gösterildiği üzere bu kuruluşlar, tahvil ihracı ile sağlanan kaynağın taahhüt edildiği şekilde düşük karbon emisyonlu ve çevre dostu projelere yönlendirilip

yönlendirilmediğini raporlamakta ve bu raporlarda toplanan gelirlerin ilerleyen aşamalarda düşük emisyonlu faaliyetlerin finansmanında kullanılıp kullanılmadığını (ya da greenwashing yapıp yapılmadığını) denetlemektedir.

Bağımsız denetim firmaları ihrac sonrası kurallara olan uyumu teyit etmesinin ardından CBI projeye Yeşil Tahvil Sertifikasını verebilmektedir. Piyasada yeşil yatırımların ayrışmasını sağlayan bu etikete sahip tahviller çeşitli kurumların yeşil tahvil endeksine girmek için de bir kriter sayılmaktadır. İhraççı sertifika alabilmek için bağımsız değerlendirici kurumunun yanı sıra CBI’ya da ihracın %0,001’lik kısmı kadar bir ücret ödemektedir.

Grafik 1: Sertifika Süreci



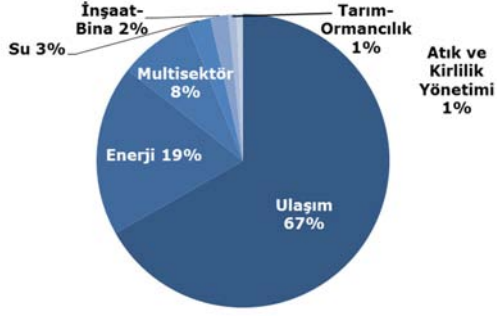
YEŞİL TAHVİL PİYASA VERİLERİ

Gelişmekte olan ülkelerin çevreci altyapıya olan ihtiyacı, kurumsal yatırımcıların sosyal sorumlu yatırımlara karşı artan talebi ve özel sektörden ihraçların başlamasıyla yeşil tahvil ihracının 2013 yılı itibariyle arttığı görülmektedir.

2015 sonu itibariyle yeşil sertifikalı tahvil stoku tüm dünyada 118 milyar dolardır.

Yeşil sertifikası bulunmayan, fakat çevre dostu projeleri finanse eden tahvillerin stoku ise 576 milyar dolardır. Kısacası yeşil tahvil evreninde tahvil stoku 694 milyar doları bulmaktadır. Grafik 2’de gösterildiği üzere 2015 sonu itibariyle yeşil tahvil stokunun üçte ikilik kısmı ulaşım projelerini finanse etmektedir.

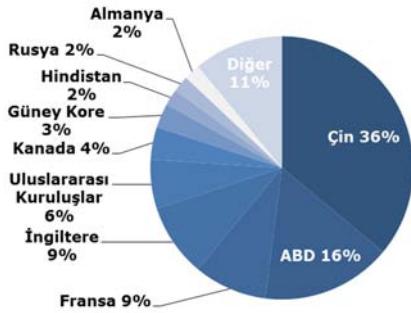
Grafik 2: Yeşil Tahvil Stokunun Sektörel Dağılımı (% , 2015 sonu)



Kaynak: Climate Bond Initiative, 2016

Başta China Railway Corporation, İngiliz Network Rail ve Fransız SNCF olmak üzere düşük emisyon ve çevreci yapısıyla demiryolu yatırımları yeşil tahviller ile finanse edilmektedir. Ulaşım projelerinin ardından en fazla paya sahip olan enerji projeleri ağırlıklı olarak yenilenebilir enerji ve enerji verimliliği projelerine odaklanmaktadır. Tahvil gelirlerinin birden fazla alanda kullanıldığı alana multi-sektörel yeşil tahviller olarak tanımlanmaktadır. Genellikle bu tip yeşil tahvilleri IFC, Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası gibi uluslararası kalkınma finansmanı kuruluşları ihraç etmektedir.

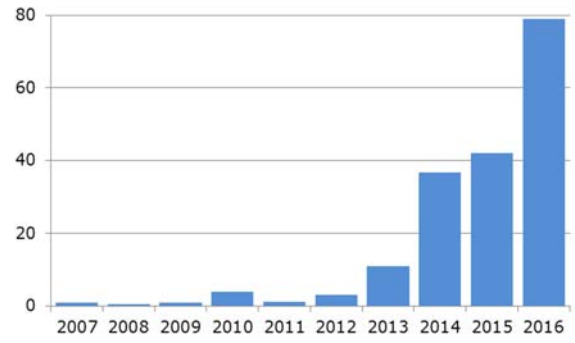
Grafik 3: Yeşil Tahvillerin İhraç Edildiği Ülkeler (% , 2015 sonu)



Kaynak: Climate Bond Initiative, 2016

Grafik 3'te yeşil tahvillerin ihraç edildiği ülkeler sıralanmaktadır. Rusya, Hindistan ve Çin gibi gelişmekte olan ülkelerde de tahvil ihracı gerçekleşmektedir. 2015 toplu verilerine bakıldığında bu ülkelerin yapılan ihraçlarının yeşil tahvil stokunun %40'ını oluşturduğu görülmektedir.

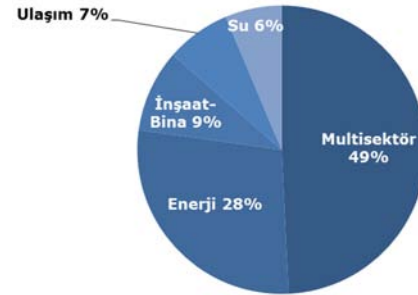
Grafik 4: Sertifikalı Yeşil Tahvil İhraçları (milyar dolar)



Kaynak: KPMG, Bloomberg, Climate Bond Initiative

Yıllık ihraç miktarına bakıldığında grafik 4'te görüldüğü üzere 2012-2014 yılları arasında 3'er kat artan sertifikalı yeşil tahvillerin ihraç büyüklüğü 2015 yılında 42 milyar ABD dolarına, 2016 yılı sonunda ise 79 milyar dolara ulaşmıştır.

Grafik 5: Sertifikalı Yeşil Tahvil Stokunun Sektörel Dağılımı (% , 2015 sonu)



Kaynak: Climate Bond Initiative, 2016

118 milyar dolar büyüklüğe ulaşan sertifikalı yeşil tahvillerde ise 2015 verilerine göre tahvil gelirlerinin birden fazla temayı içeren projelerde kullanan multi-sektörel tahviller, toplam stokun yarısını oluşturmaktadır (bkz: grafik 5). Öte yandan multi-sektörel tahvil stokunun tamamının (57 milyar dolar) sertifikalı yeşil tahvillerde olduğu dikkat çekmektedir. Ardından %28'lik pay ile ağırlıklı olarak yenilenebilir enerji projeleri gelmektedir.

DÜNYADAN YEŞİL TAHVİL ÖRNEKLERİ

Yeşil tahviller ilk olarak Avrupa Yatırım Bankası, Dünya Bankası gibi uluslararası finansman kuruluşlarınca çıkarılmış, yıllar içerisinde yerel yönetimler, kalkınma kuruluşları, altyapı hizmeti sağlayan şirketler, bankalar ve özel şirketler tarafından da ihraç edilmeye başlanmıştır. İklim Tahvilleri Girişiminin 2015 verilerine göre yeşil tahvillerin %60'ı kamu tarafından ihraç edilmiştir.

Yerel Yönetimler

İlk yerel yönetim yeşil tahvili 2013'te ihraç edilmiştir. ABD'nin Massachusetts eyaleti enerji verimliliği ve içme suyu sağlama ve dağıtım gibi hizmetlerin finansmanı için 20 yıl vadeli 100 milyon dolarlık tahvil ihraç etmiştir. Benzer şekilde 2014 yılında Kanada'daki Britanya Kolumbiyası eyaleti yeni yapılan hastanelerin enerji verimliliği sertifikası LEED alabilmesi için 32 yıl vadeli 231,5 milyar dolarlık yeşil tahvil ihracında bulunmuştur.

Enerji

Fransız enerji şirketi GDF Suez 2014 yılında yenilenebilir enerji portföyü için 2,5 milyar euroluk bir tahvil ihracı yapmıştır. İki aşamalı bir ihraçtan oluşan bu tahvil, 6 yıl vadeli 1,2 milyar euroluk kısmı %1,375 faiz oranı ve 12 yıl vadeli 1,3 milyar euroluk kısmı %2.375 faizle satışa sunulmuş ve bu ihraç için 10 milyar dolarlık talep toplanmıştır. Environmental Finance dergisine göre, 6 yıl vadeli ihracın %69'u Avrupalı portföy yöneticileri, %12'lik kısmı da emeklilik fonları ve sigorta şirketlerince alınmıştır. Kalan kısma ise bankalar talep göstermiştir. Bu yeşil tahvilin 12 yıl vadeli kısmında portföy yöneticilerinin payı %51 olurken emeklilik fonları ve sigorta firmalarının payı %43 olmuştur.

Otomotiv

ABD'li Toyota Finansal Hizmetler şirketi ilk kez 2014 yılında yapmış olduğu ihraçla elektrikli araçlar için tüketici finansmanı sağlayarak varlığa dayalı borçlanma modeli izlemiştir. Bu modelde ABD otomotiv pazarında hibrit ve elektrikli araç satışlarını desteklemek için taşıt kredisi alacaklarını dayanak alarak varlığa dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmiştir. İhraç miktarı başlangıçta 1,5 milyar dolar olarak belirlense de yüksek talep ile Toyota ihracı 1,75 milyar dolara çıkarmıştır.

Gelişmekte Olan Ülkeler

Yeşil tahviller gelişmiş ülkelerde olduğu gibi gelişmekte olan ülkeler arasında da popülerleşen bir yatırım aracıdır. Grafik 3'te görüldüğü üzere 2015 verilerine göre yeşil tahvil stokunun %36'sını Çinli ihraççılar oluşturmaktadır. Çin'deki bu büyüklüğün nedeni ülkede son yıllarda artan çevre kirliliğinin Çin politikasında önemli bir yer edinmesi ve çevreci demiryolu altyapı çalışmalarının hız kazanmasıdır.

Çin özel sektörünce ihraç edilen ilk yeşil sertifikalı tahvil 2015 yılında Xinjiang Goldwind Enerji Yatırım firması tarafından çıkarılmıştır. 2015 ortasında ihraç edilen 3 yıl vadeli ve %2,5 kupon ödemesi 300 milyon dolarlık bu tahvilde, diğer yeşil tahvillerde görülen proje bazlı fonlama yerine, tahvil ihracından oluşan gelirler şirketin genel giderlerini finanse etmek için kullanılacaktır. Şirketin ana faaliyetinin düşük karbon emisyonunu desteklemesi dolayısıyla, ihraç gelirleri genel giderleri finanse etmesine rağmen, ihraç yeşil sertifikası alabilmiştir. Bununla birlikte Çin'deki yeşil tahvil ihraçlarının çoğu sertifikasız ihraç edilmektedir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB) da Türkiye'nin ilk yeşil tahvilini Mayıs 2016 tarihinde çıkarmıştır. TSKB'nin 5 yıl vadeli 300 milyon dolarlık yeşil tahvil ihracı uluslararası piyasalarda 317 kurumsal yatırımcıdan 3,9 milyar dolarlık talep görmüştür.

Merkezi Yönetim

2016 yılına kadar yalnızca uluslararası finans kuruluşları, yerel yönetimler ve özel şirketlerin ihraçları piyasada yer

almıştır. 2016 yılından itibaren merkezi yönetimler de yeşil tahvil çıkarmak için çalışmalara başlamıştır. Fransa, Almanya ve İsveç hükümetleri ihraç çalışmalarını hızlandırmışken ilk yeşil devlet tahvili ihracı Polonya'dan gelmiştir. Polonya Devletinin 5 yıl vadeli 750 milyon avroluk yeşil tahvili ihracından elde edilecek gelirler yenilenebilir enerji, düşük karbon salınlı ulaşım yöntemleri, milli parklar, sürdürülebilir tarım faaliyetleri ve ağaçlandırma temalı projeleri finlması planlanmaktadır.

GENEL DEĞERLENDİRME

1970'lerden itibaren gelişen sürdürülebilir ekonomi kavramı beraberinde bu ekonomik faaliyetlerin finansmanı konusunu gündeme taşımıştır. Yeşil yatırımların finansmanını sağlayan yeşil tahviller sürdürülebilir ekonomik faaliyetlerin finansmanı için bir alternatif oluşturmaktadır.

İlk örneği 2007 yılında Avrupa Yatırım Bankası tarafından iklim değişikliğinin etkilerini azaltmak adına çevreci projelerin finansmanı için çıkarılan yeşil tahviller özel şirketlerin ihraçlarıyla birlikte 2014 yılı itibarıyla hızla popülerleşmiştir. 2016 yılı sonunda ise ilk kez Polonya yeşil devlet tahvili ihraç etmiştir.

ABD ve Çin gibi çeşitli ölkelerde yenilenebilir enerji ve enerji verimliliği faaliyetlerini finanse etmek üzere ihraç edilmiş tahvillerin getirisinde yatırımcılara vergi muafiyeti getirilmiştir. Çeşitli ölkeler sermaye piyasası düzenleyicileri konuyla ilgili özel düzenlemeler de yapmaktadır.

Yeşil tahvil piyasasına güven ve şeffaflık ihtiyacını gidermek amacıyla geliştirilen standartlar piyasanın gelişmesine destek olmaktadır. Bu standartların geliştirilmesiyle piyasada yeşil yatırım ve yeşil tahvil tanımının sağlanması hedeflenirken çeşitli banka ve kredi derecelendirme kuruluşlarının oluşturduğu yeşil tahvil en-

deksleri de piyasada güvenilirliği ve şeffaflığı desteklemektedir.

2015 yılında OECD tarafından yayınlanan rapora göre, düşük karbon salınımı projelerini finanse etmek için hükümetlerin yeşil tahvilleri teşvik etmesi durumunda Avrupa Birliği, Amerika Birleşik Devletleri, Çin ve Japonya'da 2030 yılına kadar yıllık 700 milyar dolarlık yeşil tahvil ihracı yapılması mümkündür.

Kurumsal yatırımcıların sorumlu yatırım talebine çözüm getiren ve bazı ölkelerde yatırımcısına vergi avantajı sağlayan yeşil tahvillerin önümüzdeki yıllarda çevre dostu projelerin finansmanında daha da önemli yer edineceği öngörülmektedir.

KAYNAKÇA

BNP Paribas, The Green Bond Market: Where are we and where next? Şubat 2016

CBI, Climate Bonds Standard, 2016

CBI, Introduction to the Climate Bonds Standards & Certification Scheme, Aralık 2015

CBI & HSBC, Bonds and Climate Change: The State of the Market in 2016

CBI & HSBC, Bonds and Climate Change: The State of the Market in 2015

CBI, <https://www.climatebonds.net/2015/08/wkly-blog-first-green-bond-chinese-issuer-goldwind-300m-3yr-more-green-bonds-gothenburg> Siteye Erişim Tarihi: 12.01.2017

ICMA, ICMA Greenbond Principles, 2016

International Energy Agency, IEA World Energy Outlook 2016

International Financing Review, Green Bonds Roundtable, Şubat 2016

KPMG, Sustainable Insight Report, Gearing Up for Green Bonds, 2015

OECD, Green Bonds: Mobilising the debt-capital markets for a low-carbon transition

Novethic, Green bonds: an investors' perspective, 2016

E-ISSN: 2548-1223

TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI BİRLİĞİ

Büyükdere Caddesi
No.173 1. Levent Plaza
A Blok Kat: 4 34394
Levent / İstanbul

+90 212 280 8567
+90 212 280 8589
info@tspb.org.tr
www.tspb.org.tr

