

GÖSTERGE

YAZ 2015

ARACI KURUMLAR 2015/03 SEKTÖR ANALİZİ
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2015/03 SEKTÖR ANALİZİ
FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE EKONOMİK BÜYÜME
LATİN AMERİKA ÜLKELERİNDE ORTAK BİR PİYASA - MILA
YATIRIM FONLARININ DERECELENDİRİLMESİ



TSPB

GÖSTERGE

TSPB Adına İmtiyaz Sahibi

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkrıkoca Asena
Müdür / Araştırma ve İstatistik

Tasarım ve Basım

Printcenter

Yayın Türü

Yaygın, süreli

ISSN 2148464-3



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

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.



İçindekiler

ARACI KURUMLAR 2015/03 SEKTÖR ANALİZİ	4
<i>Deniz Bayram / Mustafa Özer</i>	
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2015/03 SEKTÖR ANALİZİ	32
<i>Gökben Altaş</i>	
FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE EKONOMİK BÜYÜME	44
<i>Ünal Seven</i>	
LATİN AMERİKA ÜLKELERİNDE ORTAK BİR PİYASA - MILA	64
<i>Gökben Altaş</i>	
YATIRIM FONLARININ DERECELENDİRİLMESİ	78
<i>Deniz Bayram</i>	



4-31 ARACI KURUMLAR 2015/03 SEKTÖR ANALİZİ

Pay Piyasası, Sabit Getirili Menkul Kıymetler, Vadeli İşlemler, Opsiyonlar, Varant ve Sertifikalar, Kaldıraçlı İşlemler, Kurumsal Finansman Faaliyetleri, Portföy Yönetimi Faaliyetleri, Kredili İşlemler, Şube Ağı, İnternet İşlemleri, Çağrı Merkezi İşlemleri, Çalışan Profili, Bilanço Analizi, Gelir Tablosu Analizi

32-43 PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2015/03 SEKTÖR ANALİZİ

Portföy Yönetim Faaliyetleri, Çalışan Profili, Finansal Veriler

44-63 FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE EKONOMİK BÜYÜME

Finansal Sistem ve Gelişmişlik, Finansal Gelişmişlik ve Ekonomik Büyüme, Türkiye'deki Finansal Gelişmişlik

64-77 LATİN AMERİKA ÜLKELERİNDE ORTAK BİR PİYASA - MILA

MILA Üyesi Ülkelerin Sermaye Piyasaları, Latin Amerika Ortak Piyasası

78-92 YATIRIM FONLARININ DERECELENDİRİLMESİ

Fon Performansının Değerlendirilmesi, Fon Derecelendirme Yöntemleri

ARACI KURUMLAR 2015/03 SEKTÖR ANALİZİ

2015'in ilk çeyreğinde aracı kurumların pay piyasası işlem hacmi geçen yılın aynı dönemine göre %50 artarak 586 milyar TL'ye yükselmiş, vadeli işlemler ise %41 artmıştır. Nispeten yeni olan opsiyon piyasası işlem hacmi 5 kat artarak 1,4 milyar TL'ye yükselmiştir. Kaldıraçlı işlem hacmi, yıllık bazda %116 artış ile 3,4 trilyon TL'ye çıkmıştır. Sektörde 5.843 kişi istihdam edilmektedir.

Aynı dönemde aracı kurumların toplam varlıkları 15,4 milyar TL, özkaynakları da 3,7 milyar TL olmuştur. Aracı kurumların toplam gelirleri, ağırlıklı olarak pay senedi işlemleri ve kaldıraçlı işlemlerden elde edilen gelirlerin etkisiyle karşılaştırmalı dönemde %59 artarak 567 milyon TL'ye yükselmiştir. Gelirlerdeki yüksek artışa bağlı olarak dönem kârı da 2,5 katına çıkarak 245 milyon TL olmuştur.



Deniz Bayram
dbayram@tspb.org.tr

Mustafa Özer
mozer@tspb.org.tr



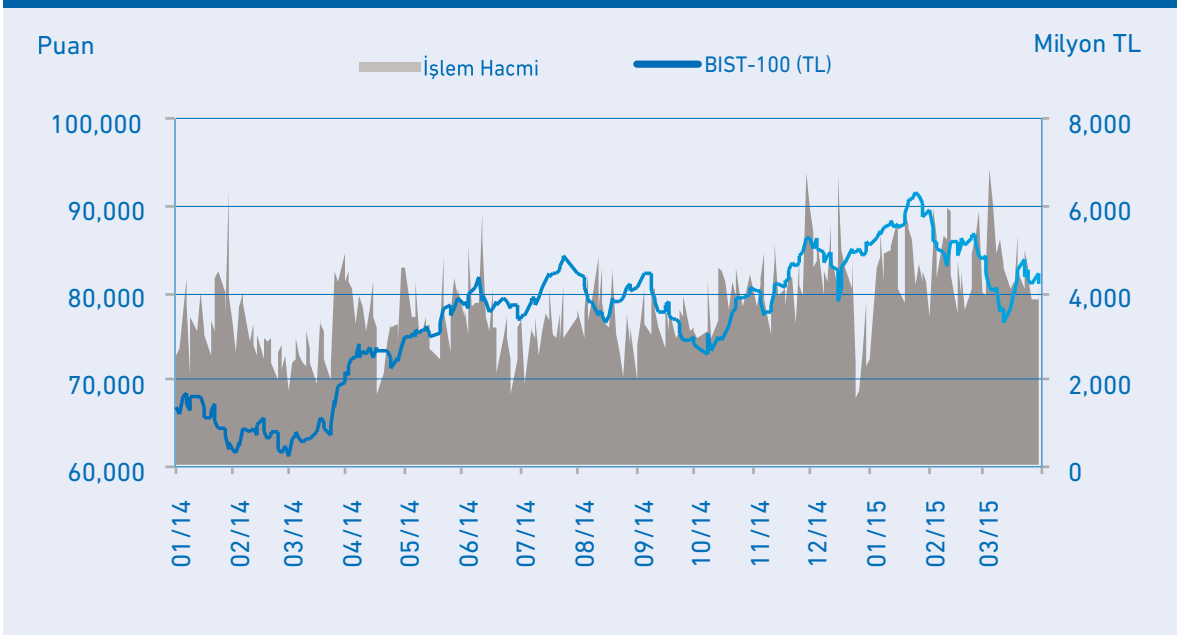
Bu çalışmamızda, Birliğimizin aracı kurumlardan topladığı 2015 yılının ilk üç ayına ilişkin faaliyet ve finansal verileri, önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırılarak analiz edilecektir. Raporda, 2014/03 dönemi için 90 aracı kurumun verisi değerlendirilirken, 2015/03 dönemi için analize konu olan aracı kurum sayısı 85'tir.

PAY SENETLERİ

2014 yılına yurtiçinde seçimler, seçim sonrası ekonomi yönetimindeki belirsizlikler ile FED'in tahvil alım programını sonlandırmasıyla giren pay piyasası 31 Mart 2014 yerel seçimlerinin ardından yükselişe geçmiştir. 2014'te faiz arttırması beklenen ABD Merkez Bankası'nın (FED) parasal genişlemeyi 2015 yılının ilk yarısında azaltacağı sinyalleri, gelişmiş ülkelerdeki genişleyici para politikalarının yarattığı likidite bolluğu ve düşük petrol fiyatlarının etkisiyle BIST-100 endeksi yıllık %26 artış ile 2014 yılını 85.721 seviyesinden kapatmıştır.

2015 başında TCMB'nin bir haftalık repo faiz oranlarını Ocak ayında 50 baz puan, ardından Şubat ayında 25 baz puan düşürerek %7.50'a indirmesi pay piyasalarını desteklemiştir. Buna ek olarak, Avrupa Merkez Bankası'nın parasal genişlemeye gitmesiyle de BIST-100 endeksi Ocak ayı sonunda 91.453'e kadar yükselmiştir. Şubat ayından itibaren Türk lirasının değer kaybı ile endeks değer kaybederek, Mart ayında, ilk çeyreğin dip noktası olan 76.642 seviyesine gerilemiştir ancak; TCMB üzerindeki faiz indirimi baskısının azalmasıyla birlikte piyasalar toparlanmıştır. Böylece BIST-100 endeksi 2015'in ilk çeyreğinde %5 değer kaybetmiştir.

Aracı Kurumların Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100



Kaynak: Borsa İstanbul

Endeks düşerken, 2015 yılının ilk çeyreğinde pay senetlerindeki işlem hacmi 587 milyar TL ile 2014'ün ilk üç aylık dönemine göre yıllık %50 artış kaydetmiş, dolar bazında yükseliş %34 olmuştur.

Aracı Kurumların Pay Senedi İşlem Hacmi			
	2014/03	2015/03	Değişim
Milyar TL	390.4	586.8	50.3%
Milyar \$	178.0	239.0	34.3%

Kaynak: Borsa İstanbul

2015 yılının ilk çeyreğinde 78 aracı kurum pay senetlerinde işlem yapmıştır. Aracı kurumların işlem hacmi yoğunlaşması incelendiğinde, pay senedi işlemlerinin %53'ünü en yüksek işlem hacmine sahip 10 aracı kurumun yaptığı görülmektedir. En yüksek işlem hacmine sahip ikinci 10 aracı kurum toplam işlem hacminin %21'ini, geri kalan 58 aracı kurum ise %27'sini gerçekleştirmiştir. Bir önceki yılın aynı dönemi ile kıyaslandığında, ilk grubun payının 6 puan arttığı, ikinci grubun payının 3 puan ve son grubun payının ise 4 puan azaldığı gözlemlenmektedir. Diğer bir deyişle pay senedi işlemlerinde yoğunlaşma bir miktar artmıştır.

Pay senedi işlem hacminin yatırımcı bazında dağılımına bakıldığında, yurtdışı yatırımcıların payının, finansal kurumları içeren yabancı kurumlardan kaynaklı olarak yaklaşık 2 puan arttığı görülmektedir.

Pay Senedi İşlem Hacmi Sıralaması (2015/03)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	52.6%	52.6%
11-20	20.7%	73.3%
21-78	26.7%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

2015 yılının ilk çeyreğinde yurtiçi yatırımcıların toplam işlem hacmindeki payının geçen yılın aynı dönemine oranla 2 puan gerileyerek %77 olduğu görülmektedir. Bu düşüşe rağmen işlemler, önceki yıllarda olduğu gibi ağırlıklı olarak yurtiçi yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmektedir. Yurtiçi

Yatırımcı Bazında Pay Senedi İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014/03	2015/03
Yurtiçi Yatırımcı	78.7%	76.9%
Bireysel	60.4%	58.6%
Kurumlar	16.1%	15.4%
Kurumsal	2.2%	2.9%
Yurtdışı Yatırımcı	21.3%	23.1%
Bireysel	0.2%	0.2%
Kurumlar	18.0%	19.6%
Kurumsal	3.1%	3.3%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

yatırımcı kırılımında ise son bir yılda bireysel yatırımcıların işlem hacmi paylarının 2 puan düştüğü görülmektedir.

Departman Bazında Pay Senedi İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014/03	2015/03
Yurtiçi Satış	19.7%	16.4%
Merkez Dışı*	27.0%	29.6%
Şube	8.9%	10.7%
Acente	15.1%	15.3%
İrtibat Bürosu	3.0%	3.7%
İnternet	25.1%	23.8%
Çağrı Merkezi	0.4%	0.4%
Yatırım Fonları	0.3%	0.3%
Portföy Yönetimi	0.1%	0.1%
Kurum Portföyü	6.7%	6.4%
Yurtdışı Satış	20.6%	22.9%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

Departman bazındaki dağılım, işlemlerin aracı kurum bünyesindeki hangi bölüm aracılığı ile yapıldığını göstermektedir. Bu dağılıma göre aracı kurumların merkez dışı birimlerinden yapılan işlemlerin payı %30 olurken toplam işlemlerin %24'ü internet kanalıyla gerçekleşmiştir.

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

Sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) piyasasında banka- lar ve aracı kurumlar faaliyet göstermektedir. Tabloda yer alan işlem hacimleri, aracı kurum ve bankaların, Borsa İstanbul ile borsa dışındaki (tescil) kesin alım-satım ve repo - ters repo işlemlerini kapsamaktadır. Merkez Bankası ve Takasbank'a ait işlemler toplama dâhil edilmemiştir.

ri hariç tutulmuştur. SGMK piyasasında işlem yapan aracı kurumların işlem hacmi dağılımında yüksek bir yoğunlaşma olduğu dikkat çekmektedir. 2015 yılında kesin alım-satım işlem hacminin yarısı, banka kökenli iki aracı kurum tarafından yapılmıştır. Aynı dönemde, 50 aracı kurumun faaliyet gösterdiği kesin alım-satım piyasasındaki işlemlerin %92'si ilk 10 kurum tarafından yapılmıştır.

Yatırım Kuruluşlarının SGMK İşlem Hacmi (Milyar TL)					
	Hacim			Pay	
	2014/03	2015/03	Değişim	2014/03	2015/03
Kesin Alım-Satım	299.9	339.4	13.2%	100.0%	100.0%
Banka	271.1	305.3	12.6%	90.4%	90.0%
Aracı Kurum	28.7	34.0	18.5%	9.6%	10.0%
Repo-Ters Repo	3,680.6	4,021.6	9.3%	100.0%	100.0%
Banka	3,377.3	3,601.5	6.6%	91.8%	89.6%
Aracı Kurum	303.3	420.1	38.5%	8.2%	10.4%

Kaynak: Borsa İstanbul

SGMK piyasasında hâkim oyuncu bankalar olup, aracı kurumların bu piyasadaki hacim payları genel olarak %10 seviyelerinde kalmaktadır. Kesin alım-satım işlemlerinde aracı kurumların 2014'ün ilk çeyreğinde 29 milyar TL olan hacmi, 2015'in ilk çeyreğinde %19'luk artışla 34 milyar TL olmuştur.

Kesin alım-satım piyasasına benzer şekilde, repo ve ters repo işlemlerinde de ilk 10 aracı kurum piyasa payının önemli kısmını oluşturmaktadır. 40 kurumun işlem yaptığı bu piyasada toplam işlem hacminin %45'lik bölümü ilk üç aracı kurum tarafından yapılırken, ilk 10 aracı kurum toplam hacmin %88'ini oluşturmaktadır.

Aracı Kurumların Kesin Alım-Satım İşlem Hacmi Sıralaması (2015/03)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	92.1%	92.1%
11-20	6.6%	98.7%
21-50	1.3%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Karşılaştırmalı analiz dönemi içinde repo ve ters repo işlemlerinde toplam hacim, bir önceki yılın aynı dönemine göre %9 oranında artmıştır. Aracı kurumların bu ürünün işlem hacmindeki payı ise 2 puan artış göstererek %10'a çıkmıştır.

Takip eden tablolarda, yalnızca aracı kurumların SGMK işlem hacimleri incelenmiş olup, bankaların verile-

Aracı Kurumların Repo-Ters Repo İşlem Hacmi Sıralaması (2015/03)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	87.7%	87.7%
11-20	9.7%	97.4%
21-40	2.6%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Yatırımcı bazında işlem hacmi dağılımı incelendiğinde, aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen kesin alım-satım işlemlerinin tamamına yakınının yerli yatırımcılar tarafından yapıldığı görülmektedir. Bu üründe, yurtiçi yatırımcılar içinde en yüksek pay kurumsal müşterilere aittir. Yurtiçi kurumsal yatırımcıların, kesin alım-satım işlemlerindeki payı önceki yıla göre yarım puan artarak

%80'e çıkarken, yurtiçi kurumların payı 1 puan artmıştır. Yabancı yatırımcıların toplamdaki payı %1 civarında olmuştur.

Departman bazında incelendiğinde tahvil ve bono işlemlerinin ağırlıklı kısmının yurtiçi satış bölümü tarafından gerçekleştirildiği ancak bu payın gerilediği ve

Aracı Kurumların Yatırımcı Bazında SGMK İşlem Hacmi Dağılımı				
	Kesin Alım - Satım		Repo - Ters Repo	
	2014/03	2015/03	2014/03	2015/03
Yurtiçi Yatırımcı	96.3%	98.8%	99.5%	99.1%
Bireysel	1.2%	1.8%	8.8%	8.9%
Kurumlar	15.3%	16.5%	8.7%	9.2%
Kurumsal	79.9%	80.4%	82.0%	81.1%
Yurtdışı Yatırımcı	3.7%	1.2%	0.5%	0.9%
Bireysel	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
Kurumlar	3.4%	1.0%	0.4%	0.8%
Kurumsal	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Kesin alım-satım işlemlerinde olduğu gibi, aracı kurumlarca yapılan repo ve ters repo işlemlerinde de yerli yatırımcı hâkimiyeti bulunmaktadır. Alt kırılıma bakıldığında, bu ürünlerdeki ağırlıklı payın, bir önceki döneme göre sınırlı bir azalışla yine yerli kurumsal yatırımcılara ait olduğu görülmektedir. Repo-ters repo işlemlerinde yerli bireysel yatırımcılar %9 paya sahipken, kesin alım-satım işlemlerinde %2 paya sahip olmuştur.

merkez dışı birimlerin işlem hacmi payının arttığı görülmektedir.

Repo işlemleri de ağırlıklı olarak yurtiçi satış departmanı aracılığıyla yapılmaktadır. Karşılaştırmalı dönemler incelendiğinde, önceki yılın aynı dönemine kıyasla merkez dışı birimlerin payında 2015'in ilk çeyreğinde 7 puan artış gerçekleşmiştir. Bu artışın temelinde yatan neden ise,

Aracı Kurumların Departman Bazında SGMK İşlem Hacmi Dağılımı				
	Kesin Alım - Satım		Repo - Ters Repo	
	2014/03	2015/03	2014/03	2015/03
Yurtiçi Satış	74.2%	68.3%	66.3%	65.7%
Merkez Dışı*	3.5%	10.9%	7.3%	14.6%
Şube	1.7%	2.8%	5.3%	12.2%
Acente	1.6%	7.7%	1.6%	2.1%
İrtibat Bürosu	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%
İnternet	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Çağrı Merkezi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Yatırım Fonları	7.8%	6.2%	18.6%	11.3%
Portföy Yönetimi	3.7%	1.2%	0.0%	0.1%
Kurum Portföyü	10.5%	13.2%	7.4%	7.5%
Yurtdışı Satış	0.4%	0.2%	0.4%	0.8%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

banka kökenli bir aracı kuruluşun SGMK işlemlerini yurt içi satıştan acentelere yönlendirmesinden kaynaklanmıştır.

Yeni düzenleme gereği aracı kurumlar kurmuş oldukları ve yönettikleri fonları portföy yönetim şirketlerine devretmeye

başlamıştır. Bu kapsamda repo ve ters repo işlemlerinde aracı kurumlarca yönetilen yatırım fonları payı 7 puan azalmıştır.

VADELİ İŞLEMLER

Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP), banka ve aracı kurumlar faaliyet göstermektedir. Vadeli işlemler, 2015'in ilk çeyreğinde 2014'ün aynı dönemine kıyasla %41 artışla 278 milyar TL olmuştur.

olan yurtdışı kurum payındaki yükseliş, büyük ölçüde tek bir aracı kurum tarafından yapılan işlem hacmindeki artışı yansıtmaktadır.

Yatırım Kuruluşlarının Vadeli İşlem Hacmi (Milyar TL)					
	Hacim		Değişim	Pay	
	2014/03	2015/03		2014/03	2015/03
Aracı Kurum	194.3	276.3	42.2%	98.9%	99.5%
Banka	2.1	1.4	-33.3%	1.1%	0.5%
Toplam	196.4	277.7	41.4%	100.0%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul, VOB

SGMK işlemlerinin aksine, aracı kurumlar vadeli işlemlerde çok yüksek paya sahiptir. 2015 yılının ilk çeyreğinde 66 aracı kurum 276 milyar TL'lik hacim yaparken, toplamdaki pazar payları ise %99 olarak hesaplanmıştır. Aracı kurumların neredeyse vadeli işlemler pazarının tamamına sahip olmasının nedeni, 2013 yılında VOB ile Borsa İstanbul'un birleşmesinden sonra bankaların piyasada en çok işlem gören pay senedi endeksine dayalı kontratlarda işlem yapamıyor olmasıdır.

Aracı Kurumların Vadeli İşlem Hacmi Sıralaması (2015/03)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	60.6%	60.6%
11-20	21.1%	81.7%
21-66	18.3%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı kurumlar, vadeli işlemlerinin büyük bir kısmını önceki dönemlerde olduğu gibi yurtdışı yatırımcılarla gerçekleştirmiştir. Yabancı yatırımcıların payı %24'ten %28'e çıkmıştır. Diğer taraftan yabancı yatırımcılardaki artışın kaynağı

Yurtdışı yatırımcıların en fazla tercih ettiği kanal internettir. İnternet işlemlerinin toplamdaki payı önceki yıl olduğu gibi %35 olmuştur. Merkez dışı örgütler de yerli yatırımcıların en fazla tercih ettiği bir diğer kanal olup payları son bir yılda %22'den %27'ye çıkmıştır. Öte yandan kurum portföylerinin işlem hacmi payında 3 puanlık bir düşüş gerçekleşmiştir. Yatırımcı kırılımında yurtdışı yatırımcıların payı %28 iken yurt dışı satış kanalı payı %25'tir. Aradaki fark, bazı

Aracı Kurumların Yatırımcı Bazında Vadeli İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014/03	2015/03
Yurtdışı Yatırımcı	75.9%	72.1%
Bireysel	62.2%	62.8%
Kurumlar	9.1%	5.6%
Kurumsal	4.5%	3.7%
Yurtdışı Yatırımcı	24.1%	27.9%
Bireysel	0.3%	0.7%
Kurumlar	19.1%	23.7%
Kurumsal	4.7%	3.5%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

aracı kurumların yurtdışı müşterileri ile işlemlerini yurtiçi satış departmanından gerçekleştirmesinden kaynaklanmaktadır.

Opsiyonlarda 2015'in ilk çeyreğinde işlem hacmi 5 kat artarak, 1,5 milyar TL'ye yükselmiştir. Vadeli işlemler hacminde olduğu gibi opsiyon işlemlerinde de piyasa hakimiyeti yurtiçi yatırımcılar olup bu grup altında bireysel yatırımcılar %88 paya sahiptir.

Aracı Kurumların Departman Bazında Vadeli İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014/03	2015/03
Yurtiçi Satış	11.5%	8.3%
Merkez Dışı*	21.5%	27.0%
Şube	10.8%	13.3%
Acente	9.0%	11.6%
İrtibat Bürosu	1.7%	2.0%
İnternet	35.4%	35.4%
Çağrı Merkezi	0.1%	0.0%
Yatırım Fonları	0.9%	0.6%
Portföy Yönetimi	0.2%	0.2%
Kurum Portföyü	6.5%	3.7%
Yurtdışı Satış	23.9%	24.8%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

OPSİYONLAR

Opsiyon hacmine karşılaştırmalı dönemlerde bakıldığında, bankaların her iki dönemde de kayda değer bir hacim yaratmadığı, ilgili ürünlerdeki hacmin neredeyse tamamen aracı kurumlar tarafından yaratıldığı görülmektedir. Bunun nedeni, vadeli işlemlerde olduğu gibi bankaların pay senedi endeksine dayalı kontratlarda işlem yapamıyor olması-

dır. Bir önceki yılın ilk 3 aylık döneminde sadece 236 milyon TL olan işlem hacmi 5 kat artarak 2015'in aynı döneminde 1,5 milyar TL'ye çıkmıştır.

Yatırım Kuruluşlarının Opsiyon İşlem Hacmi (Milyon TL)					
	Hacim		Değişim	Pay	
	2014/03	2015/03		2014/03	2015/03
Aracı Kurum	236.1	1,434.9	507.8%	100.0%	93.5%
Banka	0	99.0	A.D.	0.0%	6.5%
Toplam	236.1	1,533.9	549.7%	100.0%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı Kurumların Opsiyon İşlem Hacmi Sıralaması (2015/03)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	99.0%	99.0%
11-20	1.0%	100.0%
21-26	0.0%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

2015'in ilk çeyreğinde 20 aracı kurum tarafından yaratılan opsiyon işlem hacminin tamamına yakını işlem hacmi en yüksek 10 aracı kuruma aittir. Üç aracı kurum toplam işlem hacminin %68'ini oluştururken, 100 milyon TL'nin üzerinde işlem hacmi olan ilk 5 aracı kurumun payı %88 olmaktadır.

Pay senedi ve vadeli işlemler piyasalarında olduğu gibi opsiyon işlemlerinde de piyasa işlem hacminin büyük kısmını %88'lik payla yerli yatırımcılar oluşturmuştur. Alt kırımlara bakıldığında; toplam işlem hacminin %48'inin yerli kurumlar tarafından yapıldığı görülmektedir. Bireysel yatırımcılar ise işlemlerin %39'unu gerçekleştirmiştir. Departman bazında dağılımda görüldüğü üzere bu tutarın büyük kısmı opsiyon piyasasında yeni işlem yapmaya başlayan bir aracı kurumun kurum portföyü işlemlerini yansıtmaktadır.

Aracı Kurumların Yatırımcı Bazında Opsiyon İşlem Hacmi Dağılımı			
	2014/03	2015/03	
Yurtiçi Yatırımcı	67.6%	87.6%	
Bireysel	63.1%	39.1%	
Kurumlar	4.5%	47.5%	
Kurumsal	0.0%	1.0%	
Yurtdışı Yatırımcı	32.4%	12.4%	
Bireysel	0.0%	0.0%	
Kurumlar	32.4%	12.4%	
Kurumsal	0.0%	0.0%	
Toplam	100.0%	100.0%	

Kaynak: TSPB

Aracı Kurumların Departman Bazında Opsiyon İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014/03	2015/03
Yurtiçi Satış	28.6%	34.2%
Merkez Dışı*	13.6%	5.4%
Şube	13.4%	5.2%
Acente	0.2%	0.2%
İrtibat Bürosu	0.0%	0.0%
İnternet	20.9%	5.1%
Çağrı Merkezi	0.0%	0.0%
Yatırım Fonları	0.0%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.0%	0.0%
Kurum Portföyü	4.5%	41.9%
Yurtdışı Satış	32.4%	12.4%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

Departman bazında dağılım incelendiğinde, %35'lik pay ile yurtiçi satış departmanının ilk sırada yer aldığı görülmektedir. Kurum portföyü işlemlerinin artmasıyla opsiyon işlemleri için diğer önemli kanallar olan şube ve internet işlemlerinin payı önemli ölçüde gerilemiştir.

VARANT VE SERTİFİKALAR

2015 yılının ilk üç ayında 52 aracı kurum, 4,2 milyar TL'lik varant işlemi gerçekleştirmiştir. Varant ve sertifika işlem hacmi, 2014'ün aynı dönemine oranla TL bazında %56 artarken, dolar bazında ise %42 oranında yükseliş göstermiştir.

Aracı Kurumların Varant ve Sertifika İşlem Hacmi			
	2014/03	2015/03	Değişim
Milyar TL	2.7	4.2	55.6%
Milyar \$	1.2	1.7	41.7%

Kaynak: Borsa İstanbul

Bundan önceki rapor sonuçlarımızla uyumlu olarak, varant piyasasındaki yoğunlaşma hayli yüksektir. Varant ihraç eden iki aracı kurum, işlem hacminin

yarısını oluşturmuştur. En büyük pazar payına sahip 10 aracı kurum ise toplam işlem hacminin %88'lik kısmını gerçekleştirmiştir.

Varant ve Sertifika İşlem Hacmi Sıralaması (2015/03)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	87.7%	87.7%
11-20	7.7%	95.4%
21-52	4.6%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Pay senetlerinde olduğu gibi varant işlemlerinde de hacim, ağırlıklı olarak yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. Bu üründe yabancı işlemlerinin tamamı

Yatırımcı Bazında Varant ve Sertifika İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014/03	2015/03
Yurtiçi Yatırımcı	70.0%	70.6%
Bireysel	50.1%	47.8%
Kurumlar	19.8%	22.8%
Kurumsal	0.1%	0.0%
Yurtdışı Yatırımcı	30.0%	29.4%
Bireysel	0.0%	0.0%
Kurumlar	30.0%	29.4%
Kurumsal	0.0%	0.0%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

ihraççı yabancı kurum ile piyasa yapıcılığı çerçevesinde yapılan işlemlere ait olup, toplam hacimdeki payı fazla değişmeyerek %29'da kalmıştır. Diğer taraftan, 2015'in ilk çeyreğinde, yerli bireysel yatırımcılar toplam varant hacminin yarısını oluştururken, yerli kurumların payı %23 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Varant işlemlerine departman bazında bakıldığında, 2015 yılının ilk üç ayında hâkim kanal, %37 seviyesiyle internet olmuştur. İnternet kanalı, şubeler ve

Departman Bazında Varant ve Sertifika İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014/03	2015/03
Yurtiçi Satış	6.1%	4.7%
Merkez Dışı*	16,1%	12.9%
Şube	10.5%	7.6%
Acente	5.2%	5.2%
İrtibat Bürosu	0.4%	0.1%
İnternet	39.8%	36.9%
Çağrı Merkezi	1.9%	1.3%
Yatırım Fonları	0.0%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.0%	0.0%
Kurum Portföyü	6.2%	14.8%
Yurtdışı Satış	30.0%	29.4%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

yurtiçi satış departmanı payında azalma görülürken, kurumların kendi portföylerine yaptıkları işlemlerin payının ise 8 puan arttığı görülmektedir. Artışta bir aracı kurumun kendi portföyüne yaptığı görece yüksek meblağlı işlemler önemli olmuştur.

KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Döviz, emtia ve kıymetli madenlere dayalı olarak gerçekleştirilen ve kamuoyunda "foreks" olarak bilinen kaldıraçlı alım-satım işlemlerini sadece aracı kurumlar yapabilmektedir. 2015/03 döneminde bu piyasada 36 aracı kurum işlem yapmıştır.

2015'in ilk çeyreğinde, aracı kurumların yapmış olduğu kaldıraçlı işlem hacmi, yıllık bazda TL cinsinden %116'lık artış ile 3,4 trilyon TL'ye, dolar cinsinden ise %93 artış ile 1,4 trilyon dolara yükselmiştir. Tanımı ve yapısı gereği; kaldıraçlı işlem hacmi, pay senedi ve vadeli işlem hacminin hayli üzerinde seyretmektedir.

Aracı Kurumların Kaldıraçlı İşlem Hacmi			
(Milyar TL)	2014/03	2015/03	Değişim
Likidite Sağlayıcı	655.1	1,494.9	128.2%
Müşteriler	900.4	1,865.5	107.2%
Toplam	1,555.1	3,360.4	116.1%
Toplam (Myr. \$)	709.0	1,366.6	92.8%

Kaynak: TSPB

Kaldıraçlı İşlem Hacmi Sıralaması (2015/03)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	72.1%	72.1%
11-21	21.8%	93.9%
21-36	6.1%	100.0%

Kaynak: TSPB

Yatırımcı Bazında Kaldıraçlı İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014/03	2015/03
Yurtiçi Yatırımcı	99.9%	95.8%
Bireysel	40.6%	46.4%
Kurumlar	49.0%	49.2%
Kurumsal	2.3%	0.2%
Yurtdışı Yatırımcı	0.1%	4.2%
Bireysel	0.1%	4.1%
Kurumlar	0.1%	0.0%
Kurumsal	0.0%	0.1%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

2015 yılının ilk çeyreğinde kaldıraçlı işlemlerde en yüksek işlem hacmine sahip ilk üç aracı kurum, piyasa hacminin %28'ini oluştururken, takip eden yedi aracı kurum, toplam hacmin %43'ünü oluşturmuştur. En düşük işlem hacmine sahip 15 aracı kurumun toplam payı ise %6'da kalmaktadır.

2015'in ilk üç ayında kaldıraçlı işlem hacminin neredeyse tamamını yerli yatırımcılar oluştururken, bu hacmin %46'sını yerli bireysel yatırımcılar oluşturmuştur. Bunun yanında, önemli kısmı kurum portföyü işlemlerini yansıtan yurtiçi kurumların toplam işlem hacmindeki payı değişmeyerek %49 olmuştur. Yurtdışı yatırımcıların toplam işlem hacmindeki payı

Departman Bazında Kaldıraçlı İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014/03	2015/03
Yurtiçi Satış	21.2%	16.6%
Merkez Dışı*	2.0%	0.4%
Şube	0.8%	0.1%
Acente	1.2%	0.2%
İrtibat Bürosu	0.0%	0.0%
İnternet	34.6%	39.2%
Çağrı Merkezi	0.1%	0.1%
Yatırım Fonları	0.0%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.0%	0.0%
Kurum Portföyü	42.4%	43.6%
Yurtdışı Satış	0.1%	0.1%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

ise, önceki yılın aynı döneminden bu yana 4 puanlık artış göstererek %4'e çıkmıştır. Bu durum bir aracı kurumda yüksek işlem yapan bireysel müşterilerden kaynaklanmaktadır.

Kaldıraçlı işlemler ağırlıklı olarak (%39'u) internet üzerinden yapılmaktadır. İşlemlerin %17'si ise yurtiçi satış departmanı üzerinden gerçekleştirilmiştir.

KURUMSAL FİNANSMAN FAALİYETLERİ

Yatırım bankacılığı faaliyetlerinin incelendiği bu bölümde, aracı kurumların kurumsal finansman departmanları tarafından yapılan proje sayıları derlenmiştir.

Mart 2015 itibarıyla herhangi bir yatırım bankacılığı faaliyeti olan kurum sayısı 25'tir. 2014'ün ilk üç ayında 141 kurumsal finansman projesi tamamlanan sektörde, 2015'in aynı döneminde 248 yeni proje imzalanmış, toplam projelerin 209'u aynı dönemde tamamlanmıştır. 2015'in ilk çeyreğinde toplam büyüklüğü 42 milyon TL tutarında 3 adet halka arz gerçekleştirilmiştir.

Cari analiz döneminde aracı kuruluşlar tahvil ihracında 146 adet yeni sözleşme yaparken, 145 tahvil ihracı gerçekleştirmiştir. Önceki dönem ihraç edilen tahvil sayısının 73 olduğu göz önüne alındığında tahvil ihracı sayısında %100'lük bir artış olmuştur. Aracı kurumların aracılık ettiği özel sektör tahvil ihraçlarına ihraççı bazında bakıldığında ilgili dönemde 69 bankanın tahvil ihraç ettiği görülmektedir. Bankaları, 57 tahvil ihracıyla aracı kurum, finansal kiralama ve faktöring şirketleri gibi banka dışı finansal kurumlar takip etmektedir. Geriye kalan ihraççıları ise finans dışı kurumlar oluşturmaktadır.

Diğer taraftan 2015'in ilk üç ayında 19 adet sermaye artırım 26 adet temettü dağıtımı tamamlanmıştır. Değerleme, proje finansmanı, fizibilite analizi gibi işlemleri kapsayan 14 diğer danışmanlık sözleşmesi ise yılın ilk üç ayında tamamlanmıştır.

Sonuç olarak, süresi dolan veya feshedilen sözleşmelerle birlikte aracı kurumlar 2015 yılının ikinci çeyreğine 249 kurumsal finansman sözleşmesiyle girmiştir.

Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Proje Sayıları)				
	2014/03 Tamamlanan	Yeni Sözleşme	2015/03 Tamamlanan	Dönem Sonu
Birincil Halka Arz	3	12	3	22
İkincil Halka Arz	0	3	0	4
Tahvil İhracı	73	146	145	19
SAB-Alış	2	1	0	3
SAB-Satış	2	15	1	86
Finansal Ortaklık	0	0	0	0
Sermaye Artırımı	22	20	19	26
Temettü Dağıtımı	22	36	26	33
Özelleştirme Projeleri-Alış	2	0	0	2
Özelleştirme Projeleri-Satış	1	2	1	4
Diğer Danışmanlık	14	13	14	50
Toplam	141	248	209	249

Kaynak: TSPB

PORTFÖY YÖNETİMİ FAALİYETLERİ

Aracı kurumlar için bir diğer faaliyet alanı portföy yönetimidir. Aracı kurumlardan toplanan verilerle hazırlanan tablolar, bir yatırımcının birden fazla kurumda portföy yönetim hesabı olabileceği göz önünde bulundurularak değerlendirilmelidir.

Portföy yönetimi alanında faaliyet gösteren aracı kurum sayısı Mart 2015 sonunda, önceki yıla göre 11 adet azalarak 26'ya inmiştir. Bu durum yeni düzenleme gereği aracı kurumların 1 Temmuz 2015'e kadar fonlarını portföy yönetim şirketlerine devretmesi veya tasfiye etmesinden kaynaklanmaktadır. 2015'in ilk üç ayında, aracı kurumlardan portföy yönetim hizmeti alan yatırımcı sayısı bir önceki yıla göre %11 artış gösterirken, yönetilen portföy büyüklüğü ise %21 oranında artarak 5 milyar TL olmuştur.

Bilindiği üzere, 1 Temmuz 2015 itibarıyla yatırım fonu yönetmeyecek olan aracı kurumlar özel portföy yönetimi hizmeti sunmaya devam edebilecektir. Portföy yönetim hizmeti alan bireysel yatırımcı sayısı, 2015'in ilk çeyreğinde 300 kişi artışla 2.911'e çıkarken, aynı yatırımcı grubuna ait portföy büyüklüğü ise %30 yükselişle 1 milyar TL'ye ulaşmıştır. Böylelikle, yönetilen ortalama portföy büyüklüğü geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %16 artarak 321 bin TL'den 372 bin TL'ye çıkmıştır.

Karşılaştırılan dönemler arasında pay senedi içerikli A tipi yatırım fonu sayısı 38'e çıkarken, yıllık bazda %16 artan endeksin de katkısıyla toplam portföy büyüklüğü %34 oranında artmıştır.

Aracı kurumlar tarafından yönetilen B tipi yatırım fonları ise, hem adet hem de portföy büyüklüğü açısından

A tipi fonların önünde yer almaktadır. Mart 2015 itibarıyla, bu gruba ait yönetilen fon sayısı 56'ya inerken fon büyüklüğü %11 artışla 3 milyar TL olmuştur.

Aracı kurumların yanı sıra portföy yönetim şirketleri de bu hizmeti sunmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin yönettiği portföy büyüklüğü 86 milyar TL ile aracı kurumların 14 misli kadardır. Söz konusu şirketlerin faaliyetleri bir sonraki raporumuzda incelenmektedir.

Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi Faaliyetleri			
	2014/03	2015/03	Değişim
Aracı Kurum Sayısı	35	26	-25.7%
Yatırımcı Sayısı	2,796	3,096	10.7%
Bireysel Yatırımcı Sayısı	2,607	2,911	11.7%
A Tipi Yatırım Fonu Sayısı	37	38	-2.6%
B Tipi Yatırım Fonu Sayısı	63	56	-22.2%
Diğer Kurumsal Yatırımcı Sayısı	7	0	-100.0%
Diğer Kurum Sayısı	71	77	8.5%
Portföy Büyüklüğü (Mn. TL)	4,210	5,312	20.6%
Bireysel Yatırımcı	836	1,084	29.6%
A Tipi Yatırım Fonu	326	443	34.3%
B Tipi Yatırım Fonu	2,802	3,339	11.5%
Diğer Kurumsal Yatırımcı	1	0	-100.0%
Diğer Kurum Portföy	244	446	83.0%

Kaynak: TSPB

KREDİLİ İŞLEMLER

Kredili işlemlere ilişkin veriler incelenirken, portföy yönetim faaliyetlerinde olduğu gibi, bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Mart 2014 sonunda pay senedi işlemleri için kredi kullandıran aracı kurum sayısı 56 iken, 2015'in aynı döneminin sonunda bu sayı 52'ye gerilemiştir. Gerileme bu aracı kurumların faaliyetlerine son vermesinden kaynaklanmaktadır.

Mart 2015 sonu itibarıyla, kredili işlem sözleşmesi bulunan yatırımcı sayısı yıllık bazda %6,5 artarak 62.859 kişiye

ulaşırken, aynı dönemde kredi kullanan yatırımcı sayısında ise %7 artış olmuştur. Sözleşme ve yatırımcı sayılarında olduğu gibi, toplam kredi bakiyesinde de büyüme yaşanmış, Mart 2014'te 1 milyar TL olan tutar %19 artışla 1,2 milyar TL olmuştur. Toplam kredi bakiyesinin, yatırımcı sayısından daha fazla artması neticesinde kişi başına kullandırılan kredi tutarı %11,5 artışla 121.344 TL olmuştur. Kredi bakiyesindeki bu artış, piyasaya yönelik olumlu beklentilere işaret etmektedir.

Kredili İşlemler			
	2014/03	2015/03	Değişim
Kredi Sözleşmeli Yatırımcı Sayısı	59,000	62,859	6.5%
Kredi Kullanan Yatırımcı Sayısı	9,525	10,195	7.0%
Kredi Bakiyesi (Mn. TL)	1,037	1,237	19.3%
Kişi Başına Kredi (TL)	108,838	121,344	11.5%

Kaynak: TSPB

ERİŞİM AĞI

Türkiye’de faaliyet gösteren aracı kurumların biri hariç tamamı İstanbul merkezlidir. Aracı kurumlar, diğer illerdeki yatırımcılara şube, irtibat bürosu ve anlaşmalı acente şubeleri aracılığıyla ulaşabilmektedir.

2014 ilk çeyreği itibarıyla 53 aracı kurumun merkez dışı birimi bulunurken, 2 kurumun yeni faaliyete girmesi, 1 kurumun geçici kapanması, 2 kurumun irtibat bürolarını kapatması ve 3 kurumun faaliyetlerini durdurmasıyla 2015 ilk çeyreğinde merkez dışı birimi olan aracı kurum sayısı 49’a düşmüştür. Bir yıl içinde aracı kurumların yatırımcıla-

ra ulaşmak için kullandığı merkez dışı birimlerin sayısı ise toplamda 70 adet artarak 7.242’ye yükselmiştir.

Aracı kurumların doğrudan sahip olduğu şube sayısı, Mart 2015 döneminde 1 adet artarak 152’ye çıkmıştır. Buna karşın şubesi bulunan aracı kurum sayısı 31’den 30’a düşmüştür. İrtibat bürosu sayısı ise geçen yılın aynı dönemine göre değişmeyerek 64’te kalmıştır.

Erişim Ağı				
	Aracı Kurum Sayısı		Şube Sayısı	
	2014/03	2015/03	2014/03	2015/03
Şube	31	30	151	152
İrtibat Bürosu	24	23	64	64
Acente	22	20	6,957	7,026
Toplam	53	49	7,172	7,242

Kaynak: TSPB

İNTERNET İŞLEMLERİ

Mart 2015 itibarıyla, fiziki erişim noktaları dışında interneti kullanarak yatırımcılara ulaşan aracı kurum sayısı, 2 yeni kurumun internet işlemlerine başlaması, 1 kurumun geçici kapanması ve 3 kurumun üyelikten çıkmasıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre 2 adet azalarak 67’ye düşmüştür. Bu bölümdeki veriler, bir yatırımcının birden fazla aracı kurumda hesabı olabileceği göz önüne alınarak değerlendirilmelidir.

Karşılaştırılan dönemde internetten pay senedi işlemi yapan yatırımcı sayısı %8 artarken işlem hacmi %43 yükselerek 140 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde vadeli işlem yapan yatırımcı sayısı %5 yükselmiş, işlem hacmi %41 artmıştır. Varant işlemlerinde ise hem yatırımcı hem de işlem sayısı önemli oranda düşerken, hacim artışı yaşanmıştır.

Son yıllarda faaliyete geçen foreks piyasasında ise internet önemli bir kanal olmuş, buradan kaldıraçlı işlem yapan yatırımcı sayısı bir önceki yıla göre %79 oranında büyümüştür. İnternet üzerinden yapılan kaldıraçlı işlem hacmi de hisse senedi ve vadeli işlemlerinin epey üzerinde gerçekleşmiş, bir önceki yıla göre %145 artarak 1,3 trilyon TL’ye ulaşmıştır.

2015 Mart ayı sonu itibarıyla 62 aracı kurum pay senedi, 5 aracı kurum SGMK kesim alım-satım, 50 aracı kurum vadeli işlem, 42 aracı kurum varant ve 28 aracı kurum kaldıraçlı alım satım işlemleri için internet kanalından hizmet sunmuştur.

İnternet İşlemleri			
	2014/03	2015/03	Değişim
Aracı Kurum Sayısı	69	67	-2.9%
Pay Senedi			
Yatırımcı Sayısı	178,347	191,976	7.6%
İşlem Sayısı	12,378,605	14,152,891	14.3%
Hacim (Mn. TL)	97,325	139,499	43.3%
SGMK Kesin Alım-Satım			
Yatırımcı Sayısı	28	14	-50.0%
İşlem Sayısı	52	52	0.0%
Hacim (Mn. TL)	0.4	0.5	24.1%
Repo-Ters Repo			
Yatırımcı Sayısı	384	368	-4.2%
İşlem Sayısı	4,326	3,208	-25.8%
Hacim (Mn. TL)	42.6	49.2	15.3%
Vadeli İşlem			
Yatırımcı Sayısı	5,502	5,789	5.4%
İşlem Sayısı	2,727,942	2,676,265	-1.9%
Hacim (Mn. TL)	69,209	97,287	41.3%
Opsiyon			
Yatırımcı Sayısı	15	29	93.3%
İşlem Sayısı	4,672	1,039	-77.8%
Hacim (Mn. TL)	49	73	49.2%
Varant ve Sertifika			
Yatırımcı Sayısı	7,726	7,060	-8.6%
İşlem Sayısı	850,709	638,542	-24.9%
Hacim (Mn. TL)	1,089	1,553	42.6%
Kaldıraçlı İşlemler			
İşlem Yapan Yatırımcı Sayısı	10,176	18,233	79.2%
İşlem Sayısı	3,691,494	10,072,798	172.9%
Hacim (Mn. TL)	538,032	1,318,018	145.0%

Kaynak: TSPB

ÇAĞRI MERKEZİ İŞLEMLERİ

İşlem hacminin incelendiği bölümden hatırlanacağı üzere çağrı merkezi aracılığıyla yapılan işlemlerin payı hayli düşüktür ve düşüş trendindedir. Bir önceki yılın aynı döneminde çağrı merkezi üzerinden hizmet sunan aracı kurum sayısı 16 iken 2015'in ilk çeyreğinde bu sayı 13'e düşmüştür. Bu bölümdeki veriler incelenirken, internet işlemlerinde olduğu gibi, bir yatırımcının birden fazla aracı kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Çağrı merkezlerinde işlem hacimleri, vadeli işlemler dışında artış göstermiştir. Ancak departman bazında işlem hacmi dağılımlarına bakıldığında, çağrı merkezlerinin toplam hacimdeki payının birçok işlemde %1'in altında kaldığı gözlenmektedir.

Çağrı Merkezi İşlemleri			
	2014/03	2015/03	Değişim
Aracı Kurum Sayısı	16	13	-18.8%
Pay Senedi			
Yatırımcı Sayısı	6,915	7,808	12.9%
İşlem Sayısı	103,974	201,284	93.6%
Hacim (Mn. TL)	1,590	2,365	48.7%
SGMK Kesin Alım-Satım			
Yatırımcı Sayısı	6	2	-66.7%
İşlem Sayısı	15	6	-60.0%
Hacim (Mn. TL)	0.04	0.1	63.4%
Repo-Ters Repo			
Yatırımcı Sayısı	2,604	726	-5.7%
İşlem Sayısı	16,681	3,357	7.8%
Hacim (Mn. TL)	304	43.9	61.8%
Vadeli İşlem			
Yatırımcı Sayısı	182	176	-3.3%
İşlem Sayısı	4,987	2,574	-48.4%
Hacim (Mn. TL)	199	126	-36.7%
Opsiyon			
Yatırımcı Sayısı	0	0	-
İşlem Sayısı	0	0	-
Hacim (Mn. TL)	0	0	-
Varant ve Sertifika			
Yatırımcı Sayısı	404	742	83.7%
İşlem Sayısı	2,664	3,053	14.6%
Hacim (Mn. TL)	52	54	3.3%
Kaldıraçlı İşlemler			
Yatırımcı Sayısı	89	113	27.0%
İşlem Sayısı	1,489	3,233	117.1%
Hacim (Mn. TL)	1,422	3,083	116.8%

Kaynak: TSPB

ÇALIŞAN PROFİLİ

Aracı kurumlarda çalışan sayısı 2015 yılının ilk çeyreği itibarıyla, geçen yılın aynı dönemine göre 329 kişi artarak 5.843 kişiye ulaşmıştır. Piyasaya yeni giren ve kaldırıcı işlemlerde uzmanlaşan kurumların yeni işe alımlarının etkisiyle, sektördeki çalışan sayısı 2008'den bu yana en

yüksek seviyeye çıkmıştır. Sektörde istihdam edilen kadın çalışan oranı %40 ile erkeklerin gerisinde seyretmeye devam etmiştir. Kurum başına ortalama çalışan sayısı ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre artarak 62'den 66'ya çıkmıştır.

Aracı kurumlarda çalışan sayısı 2015 yılının ilk çeyreğinde de artışı sürdürmüştü ve 5.843'e ulaşmıştır.

Aracı Kurumlarda Çalışan Sayısı

	2014/03	2015/03	Değişim
Kadın	2,209	2,385	8.0%
Erkek	3,305	3,458	4.6%
Toplam	5,514	5,843	6.0%

Kaynak: TSPB

Çalışanların Departman Dağılımı

Çalışanların departman dağılımı incelendiğinde, 2014 yılının Mart ayına kıyasla en büyük pay artışının 3 puan ile yurtiçi satış departmanında gerçekleştiği görülmektedir. Bunun nedeni, kaldırıcı işlemlerde uzmanlaşmış aracı kurumların işe alımlarını, ağırlıklı olarak yurtiçi satış departmanlarına yapmasıdır. Yurtiçi satış departmanlarındaki ortalama çalışan sayısı 2014'ün ilk çeyreğinde 11 kişiyken, 2015'in ilk çeyreği itibarıyla 15 kişi olmuştur.

Önceki dönemlere benzer olarak, 2015'in ilk üç ayında da aracı kurumlarda istihdam %26 payla merkez dışı birimlerde yoğunlaşmıştır. Merkez dışı birimler arasında en büyük istihdam ise, %15 ile şubeler tarafından yaratılmaya devam etmiştir. İstihdam yoğunlaşmasında, ikinci ve üçüncü sırayı %15 ile mali ve idari işler ve yurtiçi satış departmanı almıştır. Yurtdışı satış ve araştırma departmanlarında ortalama 5 kişi çalışırken; kurumsal finansman departmanlarında ortalama 4 kişi çalışmaktadır.

Departmanlara Göre Çalışanlar				
	Çalışanların Dağılımı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2014/03	2015/03	2014/03	2015/03
Merkez Dışı*	28.1%	26.4%	5.6	5.7
Şube	16.5%	14.9%	6.0	5.7
Acente	6.1%	5.4%	-	-
İrtibat Bürosu	5.5%	6.0%	4.7	5.5
Yurtiçi Satış	11.2%	14.6%	11.2	14.5
Broker	4.0%	3.1%	3.1	2.6
Dealer	6.5%	5.6%	6.4	6.3
Yurtdışı Satış	3.4%	3.6%	4.8	5.2
Hazine	2.0%	2.0%	3.1	3.2
Portföy Yönetimi	0.9%	0.9%	2.1	2.5
Kurumsal Finansman	3.5%	3.1%	5.0	4.3
Araştırma	4.5%	4.5%	5.0	4.8
Mali ve İdari İşler	14.8%	14.8%	9.2	10.2
İç Denetim-Teftiş	3.3%	3.2%	2.0	2.2
İnsan Kaynakları	1.1%	1.3%	1.7	1.9
Bilgi İşlem	5.2%	5.2%	4.1	4.5
Diğer	11.5%	11.7%	7.9	9.1

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

Çalışanların Eğitim Durumu

Sektörde genel olarak her beş çalışandan dördü en az lisans eğitimine sahip olup, bu oran önceki yıllar içinde artmaktadır. Eğitim profilinde yoğunlaşma lisans diploması sahibi çalışanlarda olmaya devam etmiş, bu kişilerin payı önceki yılın aynı dönemine göre 2 puan artarak %64'e ulaşmıştır. Sektöre yeni katılan 4 yıllık fakülte mezunlarının, ağırlıklı olarak yurtiçi satış departmanlarında istihdam edildiği anlaşılmaktadır. Diğer kırımlara bakıldığında ise yüksek lisans derecesine sahip 774 çalışanın sektörün %13'ünü oluşturduğu, doktora diplomasına sahip çalışan sayısının ise 34 kişiyle sektörün toplam çalışanlarının %1'inin altında kaldığı görülmektedir.

Çalışanların Eğitim Durumu		
	2014/03	2015/03
Doktora	0.6%	0.6%
Yüksek Lisans	13.3%	13.2%
Lisans	62.4%	64.5%
Yüksekokul	6.5%	6.4%
Lise	13.9%	12.2%
Ortaokul	1.5%	1.3%
İlkokul	1.9%	1.8%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Çalışanların Yaş Dağılımı

Aracı kurum çalışanları yaş dağılımı bazında incelendiğinde, 30 yaş altı çalışanların oranında yıllık bazda 2 puanlık artış gerçekleştiği, bu grubun payının %29'a yükseldiği görülmektedir. Özellikle kaldırıcı işlemler üzerine yoğunlaşmış kurumların 30 yaş altı çalışan dilimlerindeki artışlar, sektörün yeni mezunlara istihdam olanağı yarattığını göstermektedir. 30-40 yaş bandındaki çalışanların oranında 3 puanlık bir azalış gerçekleşmiş ve bu kişilerin payı %39'a düşmüştür. 41 yaş ve üstü çalışanların oranında ise yarım puanın üstünde bir artış gözlemlenmektedir.

Çalışanların Yaş Dağılımı		
	2014/03	2015/03
18-25	7.8%	9.9%
26-30	17.8%	19.1%
31-35	19.5%	18.3%
36-40	22.1%	19.5%
41-45	19.9%	19.6%
46-50	8.6%	9.2%
51-55	2.9%	3.2%
56-60	0.9%	0.9%
61+	0.4%	0.3%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Çalışanların İş Tecrübesi

2014 yılı sonunda 5 yıldan az tecrübeli çalışanların oranı önceki yılın aynı dönemine göre 3 puan artarak toplam çalışanların yaklaşık dörtte birini oluşturmuştur. 6-10 yıl tecrübeli çalışan grubu da bir önceki yıla göre yarım puanlık düşüş sergilese de çalışanların en ağırlıklı olduğu tecrübe dilimidir. Toplamda 10 yıldan az tecrübeli kişilerin payı %44'ten %46'ya yükselmiştir. Yaş dağılımı ve iş tecrübesi bulgularından hareketle sektörün daha az tecrübeli ve genç çalışanlara istihdam olanağı yaratmaya başladığı görülmektedir.

Çalışanların İş Tecrübesi		
(Yıl)	2014/03	2015/03
0-2	10.2%	12.1%
3-5	12.3%	13.3%
6-10	21.2%	20.4%
11-15	19.5%	17.4%
16-20	19.9%	19.9%
21-25	11.6%	11.2%
26-30	3.7%	4.1%
31+	1.5%	1.5%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

FİNANSAL VERİLER

Raporun bu kısmında, faaliyetleri incelenen aracı kurumların finansal verileri değerlendirilmektedir. Birliğimiz, aracı kurumların kamuya açıkladıkları özet finansal tabloların yanı sıra, bu tablolara ilişkin daha detaylı verileri de derlemektedir. Birliğimiz tarafından hazırlanan ve 2010 yılında yayınlanan 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.

BİLANÇO ANALİZİ

31 Mart 2015 itibarıyla aracı kurum sektörünün toplam varlıkları, bir önceki yılın aynı dönemine göre %5 artarak 15,4 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Sektör bilançosunun yarısından fazlası aracı kurumların kendi hesaplarına yaptıkları mevduat, ters repo ve para piyasasından alacaklarını içeren nakit ve nakit benzeri varlıklardan oluşmaktadır. Yükümlülükler tarafında ise büyük bir kısmı para piyasasına borçları ifade eden kısa vadeli borçlanmalar bilançonun neredeyse yarısını oluşturmuştur. Finansal tabloların detayları, bazı kurumların banka kredisi ve para piyasası yoluyla borçlanarak bu tutarı ağırlıklı olarak vadeli mevduatlarda değerlendirdiğini göstermektedir. Sektörün özkaynağı bir yılda %11 artarak 3,7 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Aracı Kurumların Bilançosu (Milyon TL)					
	2014/03	2015/03	% Değişim	Dağılım	
				2014/03	2015/03
Dönen Varlıklar	13,570	14,363	5.8%	93.0%	93.5%
Duran Varlıklar	1,020	1,006	-1.4%	7.0%	6.5%
Toplam Varlıklar	14,590	15,369	5.3%	100.0%	100.0%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,186	11,564	3.4%	76.7%	75.2%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	78	101	30.7%	0.5%	0.7%
Özkaynaklar	3,326	3,704	11.4%	22.8%	24.1%
Toplam Kaynaklar	14,590	15,369	5.3%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

VARLIKLAR

Dönen Varlıklar

Sektör bilançosunun yarısından fazlasını nakit ve nakit benzeri varlıklar oluşturmaktadır. Aracı kurumlar 8,6 milyar TL tutarındaki nakitlerinin önemli bir kısmını (%89'unu) vadeli mevduatta değerlendirmektedir. Vadeli mevduatların dörtte üçünden fazlası önceki dönemlerde olduğu gibi iki

aracı kuruma aittir. İleride değinileceği gibi sektörün para piyasasına borcunun %87'sini de bu iki kurum yapmıştır.

Aracı kurumların kısa vadeli finansal yatırımları 1 milyar TL civarında olup, bu yatırımların %70'ini (719 milyon TL)

Aracı Kurumların Varlıkları (Milyon TL)					
				Dağılım	
	2014/03	2015/03	% Değişim	2014/03	2015/03
DÖNEN VARLIKLAR	13,570	14,363	5.8%	93.0%	93.5%
Nakit ve Nakit Benzerleri	7,543	8,571	13.6%	51.7%	55.8%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	963	1,038	7.8%	6.6%	6.8%
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	4,578	4,214	-7.9%	31.4%	27.4%
Diğer Alacaklar (Kısa Vadeli)	283	403	42.7%	1.9%	2.6%
Türev Araçlar	129	30	-77.0%	0.9%	0.2%
Peşin Ödenmiş Giderler	36	39	6.9%	0.2%	0.3%
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	23	55	138.4%	0.2%	0.4%
Diğer Dönen Varlıklar	14	11	-25.6%	0.1%	0.1%
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	0	3	A.D.	0.0%	0.0%
II. DURAN VARLIKLAR	1,020	1,006	-1.4%	7.0%	6.5%
Ticari Alacaklar (Uzun Vadeli)	0.3	0.5	89.7%	0.0%	0.0%
Diğer Alacaklar (Uzun Vadeli)	54	66	21.5%	0.4%	0.4%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	642	582	-9.4%	4.4%	3.8%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	59	70	18.9%	0.4%	0.5%
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	8	0	A.D.	0.1%	0.0%
Maddi Duran Varlıklar	139	173	24.9%	0.9%	1.1%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	30	42	40.4%	0.2%	0.3%
Peşin Ödenmiş Giderler	1.3	1.5	14.5%	0.0%	0.0%
Ertelenmiş Vergi Varlığı	86	70	-18.3%	0.6%	0.5%
Diğer Duran Varlıklar	0.3	0.8	173.4%	0.0%	0.0%
TOPLAM VARLIKLAR	14,590	15,369	5.3%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

KUTU 1: Aracı Kurumların Portföy Dağılımı

Kısa vadeli finansal yatırımlar nakit ve nakit benzeri varlıklarla beraber değerlendirildiğinde, aracı kurum sektörünün portföy tercihlerine dair bir inceleme yapmak mümkündür. Buna göre sektörün toplam portföyü 2015/03 dönemi itibarıyla 9,4 milyar TL olup, önemli bir kısmı repo ve mevduatta değerlendirilmektedir. Kısa vadeli sabit getirili menkul kıymet yatırımları ise toplam portföyün %8'i kadardır. Aracı kurumların pay senedi yatırımları 209 milyon TL olup, portföylerinin yalnızca %2'sini oluşturmaktadır.

Aracı Kurumların Portföy Dağılımı (Milyon TL)					
				Dağılım	
Finansal Araçlar	2014/03	2015/03	%Değişim	2014/03	2015/03
Repo ve Mevduat	7,367	8,352	13.4%	88.4%	88.9%
Kamu Tahvil/Bono	401	326	-18.7%	4.8%	3.5%
Özel Sektör Tahvil/Bono	299	392	31.2%	3.6%	4.2%
Pay Senedi	212	209	-1.2%	2.5%	2.2%
Diğer	51	110	116.5%	0.6%	1.2%
Toplam	8,330	9,390	12.7%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

sabit getirili menkul kıymetler oluşturmaktadır. Özel sektör sabit getirili menkul kıymetlerinin toplam kısa vadeli finansal yatırımlardaki payı geçen yıldan bu yana artış göstererek %38'e (392 milyon TL) yükselmiştir.

Aracı kurumların toplam varlıklarının %27'sini oluşturan kısa vadeli ticari alacaklar daha çok sektörün takasa ilişkin alacaklarını yansıtmaktadır. Aracı kurumların 2015 yılının ilk çeyreği itibarıyla menkul kıymet işlemlerine ilişkin

Takasbank'tan 1,7 milyar TL alacağı bulunurken, aynı dönemde kredili ve diğer müşterilerinden alacakları 2,1 milyar TL civarındadır.

Aracı kurumların aldıkları türev pozisyonlarından kaynaklanan alacakları ifade eden Türev Araçlar, 30 milyon TL civarındadır. Bir aracı kurumun satış amacıyla elinde bulundurduğu maddi duran varlığı 2,8 milyon TL'dir.

Duran Varlıklar

1 milyar TL civarında olan duran varlıkların en önemli kalemini uzun vadeli finansal yatırımlar oluşturmaktadır. Bir sonraki tabloda detaylarına yer verilen uzun vadeli finansal yatırımların yaklaşık %62'sini paylar oluştururken bu tutarın önemli bir kısmı iştirak paylarını içermektedir. Bazı aracı kurumlar ise iştiraklerini "diğer finansal yatırımlar" başlığı altında takip etmektedir. Bir diğer ifadeyle, sektörün uzun vadeli finansal yatırımlarının büyük çoğunluğu iştirak pay senetlerindedir.

Öte yandan, aracı kurum iştiraklerinin kaydedildiği bir diğer kalem özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar olup, 2015/03 dönemi itibarıyla bu kalem 70 milyon TL'dir. Uzun vadeli pay senedi yatırımları ile bu kalem birlikte ele alındığında 15,4 milyar TL'lik aktif büyüklüğüne sahip aracı kurumların yaklaşık 720 milyon TL tutarında iştiraki olduğu hesaplanmaktadır.

Aracı Kurumların Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar (Milyon TL)					
Finansal Araçlar	2014/03	2015/03	% Değişim	Dağılım	
				2014/03	2015/03
Pay	402	403	0.2%	57.3%	61.7%
Kamu Tahvil/Bono	8	4	-53.2%	1.1%	0.5%
Özel Sektör Tahvil/Bono	1	1	-9.2%	0.2%	0.2%
Diğer	291	245	-15.8%	41.5%	37.6%
Toplam	701	652	-7.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

KAYNAKLAR

Likit bir aktif yapısına sahip aracı kurumların kaynaklarının dörtte üçünü kısa vadeli yükümlülükler, kalan bölümünü de özsermayeleri oluşturmaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklerin payı %1'in altındadır.

Yükümlülükler

2015/03 dönemi itibarıyla 12 milyar TL'ye yaklaşan kısa vadeli yükümlülüklerin üçte ikisini (7,6 milyar TL) kısa vadeli borçlanmalar oluşturmaktadır. Bu borçlar ağırlıklı

olarak Takasbank Para Piyasasına borçlardan (6,1 milyar TL) oluşmaktadır. Aynı hesaptaki bir diğer önemli kalem olan banka kredileri de 1,1 milyar TL'yi geçmiştir. Aracı ku-

Aracı Kurumların Kaynakları (Milyon TL)					
	Dağılım				
	2014/03	2015/03	% Değişim	2014/03	2015/03
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	11,186	11,564	3.4%	76.7%	75.2%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6,596	7,603	15.3%	45.2%	49.5%
Uzun Vadeli Borçlanmanın Kısa Vadeli Kısımları	1	5	382.5%	0.0%	0.0%
Diğer Finansal Yükümlülükler (Kısa Vadeli)	9	24	169.3%	0.1%	0.2%
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	4,329	3,532	-18.4%	29.7%	23.0%
Diğer Borçlar (Kısa Vadeli)	82	156	89.0%	0.6%	1.0%
Çalışanlara Sağ. Faydalar Kapsamında Borçlar	31	25	-18.1%	0.2%	0.2%
Türev Araçlar	45	83	86.7%	0.3%	0.5%
Ertelenmiş Gelirler	0.3	1	256.9%	0.0%	0.0%
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	12	39	235.0%	0.1%	0.3%
Kısa Vadeli Karşılıklar	50	66	33.4%	0.3%	0.4%
Diğer Yükümlülükler (Kısa Vadeli)	33	30	-8.7%	0.2%	0.2%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	78	101	30.7%	0.5%	0.7%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	7	21	214.5%	0.0%	0.1%
Ticari Borçlar (Uzun Vadeli)	0	2	A.D.	0.0%	0.0%
Diğer Borçlar (Uzun Vadeli)	0.7	1.1	57.9%	0.0%	0.0%
Ertelenmiş Gelirler	0	2	A.D.	0.0%	0.0%
Uzun Vadeli Karşılıklar	51	62	20.6%	0.4%	0.4%
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar	0	8	A.D.	0.0%	0.1%
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	18	4	-77.4%	0.1%	0.0%
Diğer Yükümlülükler (Uzun Vadeli)	1	0.4	-55.8%	0.0%	0.0%
ÖZKAYNAKLAR	3,326	3,704	11.4%	22.8%	24.1%
Ödenmiş Sermaye	1,898	2,077	9.4%	13.0%	13.5%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	286	280	-2.0%	2.0%	1.8%
Geri Alınmış Paylar	-3	0	A.D.	0.0%	0.0%
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	8	8	0.0%	0.1%	0.1%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	93	57	-39.1%	0.6%	0.4%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	470	502	6.9%	3.2%	3.3%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	477	534	11.9%	3.3%	3.5%
Net Dönem Kârı/Zararı	97	245	154.1%	0.7%	1.6%
TOPLAM KAYNAKLAR	14,590	15,369	5.3%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

rum işlemlerinin detayına bakıldığında çeşitli kurumların para piyasası ya da banka kredisi yoluyla borçlanarak elde ettikleri kaynağı mevduatta değerlendirdikleri görülmektedir. Söz konusu işlemlerin önemli bir kısmı iki kurum

tarafından yapılmakta olup, vadeli mevduatın dörtte üçünden fazlasını elinde tutan bu iki aracı kurum sektörün para piyasasına borcunun da %87'si kadar borçlanmıştır.

Aracı kurumların kısa vadeli ticari borçları 3,5 milyar TL olup, bu kalemin 2 milyar TL'sini müşteri bakiyeleri oluşturmaktadır. Bu kalem müşterilerin para piyasasından alacakları, müşterilere repo işlemlerinden doğan borçlar ile takastan alınıp müşteri hesaplarına yansıtılacak olan müşteri borçlarını yansıtmaktadır. Aynı hesabın altında yer alan aracı kurumların Takasbank'a olan borçları yaklaşık 1 milyar TL'dir. Özetle, kısa vadeli ticari borçların 3 milyar TL gibi önemli bir kısmı, kurumların takas yükümlülüklerini yansıtmaktadır. Aracı kurumların varlıklarında takip edilen takasa ilişkin alacakları (3,8 milyar TL) göz önünde bulundurulduğunda sektörün 2015/03 itibarıyla net 800 milyon TL civarında alacağı bulunmaktadır.

Aracı kurumların aldıkları türev pozisyonlarına ilişkin yükümlülükleri ifade eden Türev Araçlar, 83 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu durum iki aracı kurumun bilançosunu yansıtırken, aracı kurumların aldıkları türev pozisyonundan kaynaklanan alacakları ise varlıklar bölümünde yazıldığı üzere 30 milyon TL'dir.

101 milyon TL olan uzun vadeli yükümlülüklerin en önemli kalemi, sektörün kıdem tazminatı gibi çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklarını içeren uzun vadeli karşılıklardır (62 milyon TL).

Özkaynaklar

Bir önceki yıla kıyasla %11 artış gösteren özkaynaklar, 31 Mart 2015 sonunda 3,7 milyar TL seviyesinde olup toplam kaynakların %24'ünü oluşturmaktadır. Sektörün ödenmiş sermayesi 2,1 milyar TL iken, buna ilişkin enflasyon düzeltmesi farkları 280 milyon TL'dir.

Halka açık aracı kurumlardan ikisinde toplam 8,2 milyon TL pay senedi ihraç primi bulunmaktadır. 2015/03 dönemi itibarıyla aracı kurum sektörünün yedekler ile geçmiş yıl kârlarının toplamı 1 milyar TL civarında olup, ilgili dönemdeki net kârı 245 milyon TL'dir.

GELİR TABLOSU ANALİZİ

Bu bölümde aracı kurumların gelir ve gider dağılımı incelendikten sonra sektörün kârlılığına ilişkin değerlendirme yapılmıştır.

GELİR DAĞILIMI

Sektörün toplam esas faaliyet gelirleri 2015 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine kıyasla %59 artarak 567 milyon TL'ye çıkmıştır.

Aracı kurumların en önemli gelir kaynağı, daha önceki yıllarda olduğu gibi aracılık gelirleridir. Kutu 2'de detayları açıklanan bu gelirler bir önceki yılın aynı dönemine göre %66 artarak 374 milyon TL olmuştur. Bu gelirlerin %43'ünü pay senedi işlemlerinden elde edilen aracılık komisyon gelirleri oluştururken, kaldıraçlı işlemlerden elde edilen gelirlerin toplam aracılık gelirlerindeki payı %45'e çıkmıştır.

Aracı kurumların kendi portföylerine yaptıkları finansal araç alım satımından elde edilen kazançlar, 62 milyon TL'ye ulaşmıştır. Finansal araç bazında kurum portföyü kazançlarının detaylarına bakıldığında en büyük kazancın 49 milyon TL ile türev işlemlerinden elde edildiği görülmektedir. Bir aracı kurumun

bu işlemlerden elde ettiği yüksek kâr genel sonuçta etkili olmuştur. Bununla birlikte, söz konusu kurumun arbitraj işlemlerinden elde ettiği gelirler bu sınıfta yer alırken, bu işlemlere ilişkin giderleri ileride de değinileceği üzere diğer finansman giderlerinde muhasebeleştirilmiştir. Bu kapsamda, kurum portföyü kazançlarının söz konusu giderlerle ele alındığında daha düşük olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.

Finansal araç alım satımının dışında kurumlar, aracı kurumların faaliyetlerinin incelendiği bir önceki raporda da belirtildiği gibi, kurumsal finansman, varlık yönetimi ve kredili işlemler gibi diğer faaliyetlerde de bulunmaktadır. Kutu 3'te detayları verilen aracı kurumların kurumsal finansman gelirleri 2015/03 itibarıyla önceki yılın aynı dönemine göre %81 artarak 31 milyon TL olmuştur. Bu dönemde 23 aracı kurum kurumsal finansman geliri elde etmiştir.

Aracı Kurumların Gelir Dağılımı (Milyon TL)					
	2014/03	2015/03	% Değişim	Dağılım	
				2014/03	2015/03
Aracılık Gelirleri	225	373	65.7%	63.1%	65.8%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	21	62	194.4%	5.9%	10.9%
Kurumsal Finansman Gelirleri	17	31	81.3%	4.8%	5.5%
Varlık Yönetimi Gelirleri	12	14	20.2%	3.4%	2.6%
Diğer Gelirler	82	86	5.7%	22.9%	15.2%
Toplam	357	567	58.7%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

KUTU 2: Aracı Kurumların Aracılık Gelirleri

2015 yılının ilk çeyreğinde pay piyasası işlemleri %51 artışla 587 milyar TL olurken, paylardan elde edilen komisyon gelirleri de %48 artarak 162 milyon TL'ye çıkmıştır. Sektörün ortalama efektif pay senedi komisyon oranları, karşılaştırılan dönemde %0,029 (yüzbinde 29) olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu oran kurum portföyleri dışında müşterilere yapılan işlemlerin (549 milyar TL), komisyon gelirlerine bölünmesiyle hesaplanmıştır. Bu oranın yatırımcılardan tahsil edilen komisyon oranı olarak değil, aracı kuruma kalan pay olarak değerlendirilmesi gerekir.

Karşılaştırılan dönemde aracı kurumların vadeli ve opsiyon işlem hacimleri %41 artarken (276 milyar TL), bu işlemlerden elde edilen aracılık komisyonları %24 artışla 39 milyon TL olmuştur. Türev işlemlerinde hesaplanan efektif ortalama komisyon oranları, pay senetlerinin yaklaşık yarısı kadar olup, karşılaştırılan dönemlerde %0,017'den %0,015'e (yüzbinde 15) inmiştir.

Aracı kurumların kaldıraçlı işlemlerden elde ettiği gelirler, ilk defa diğer ürünleri geride bırakarak toplam aracılık gelirlerinin %45'ini oluşturmuştur (168 milyon TL). İşlem aracılığı yapan kurumlar da dahil olmak üzere 40 aracı kurumun gelir yarattığı bu işlemlerde yoğunlaşma yüksek olup, ilk iki aracı kurum kaldıraçlı işlem gelirlerinin %42'sini üretmiştir. Bu iki kurum aynı dönemde müşterilerle yapılan foreks işlemlerinin %13'ünü oluşturmaktadır.

Aracılık Gelirleri* (Milyon TL)					
	2014/03	2015/03	% Değişim	Dağılım	
				2014/03	2015/03
Pay Senedi	109	162	47.8%	48.6%	43.4%
Türev İşlem	31	39	24.2%	13.8%	10.3%
SGMK	3	5	51.1%	1.5%	1.3%
Yabancı Menkul Kıymet	0.4	0.1	-68.3%	0.2%	0.0%
Kaldıraçlı İşlem	81	168	107.1%	36.0%	45.0%
Toplam	225	373	66.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Komisyon iadeleri netleştirilmiştir.

Aracı kurumların bir diğer faaliyet alanı olan varlık yönetimine ilişkin gelirlerinin karşılaştırmalı döneme göre %20 arttığı görülmektedir. Aracı kurumların faaliyetlerini ele alan bölümde değinildiği gibi karşılaştırılan dönemde yönetilen portföy büyüklüğünde %37'lik bir artış söz konusuyken, varlık yönetim gelirleri 14 milyon TL'ye çıkmıştır. Bu gelirlerin yaklaşık 7 milyon TL'si yatırım fonu yönetimi ve satışından, diğer 7,6 milyon TL'si de bireysel ve diğer yatırımcıların portföy yönetiminden elde edilmiştir.

Aracı kurumların diğer gelirleri iki dönem arasında 82 milyon TL'den 86 milyon TL'ye çıkmıştır. Bu başlık altında en önemli gelir kaynağı aracı kurumların kredili menkul kıymet işlemlerinden elde ettikleri faiz gelirleri olup, karşılaştırılan dönemler arasında bu kalem %9 artarak 53 milyon TL'ye çıkmıştır.

KUTU 3: Aracı Kurumların Kurumsal Finansman Gelirleri

En temel kurumsal finansman faaliyetlerinden biri halka arz işlemleri olup, yalnızca aracı kurumlar bu faaliyeti gerçekleştirebilmektedir. 2015/03'te pay senedi halka arz tutarı önceki yılın aynı dönemine göre dört misline çıkarken (42 milyon TL), tahvil ihraç tutarındaki (13 milyar TL'den 17 milyar TL'ye) artışın da etkisiyle halka arz aracılık işlemlerinden elde edilen gelir bir önceki yıla göre yaklaşık bir buçuk kat artmış, 24 milyon TL olmuştur.

Şirket satın alma-birleşme işlemlerinde aracı kurumlar dışında danışmanlık şirketleri gibi şirketler de faaliyet göstermektedir. 2015/03 döneminde aracı kurumlar yalnızca 1 adet şirket satın alma-birleşme projesi tamamlarken, bu işleme ilişkin gelir ilgili dönemde henüz elde edilmemiştir.

Aracı Kurumların Kurumsal Finansman Gelirleri (Milyon TL)

	2014/03	2015/03	% Değişim	Dağılım	
				2014/03	2015/03
Halka Arz	10	24	134.8%	59.7%	77.3%
Şirket Satın Alma-Birleşme	1	0	A.D.	8.5%	0.0%
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtımı	0	1	26.0%	2.7%	1.9%
Diğer Danışmanlık	5	6	29.7%	29.1%	20.8%
Toplam	17	31	81.3%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB



GİDER DAĞILIMI

Sektörün operasyonel giderleri 2015 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı döneme göre %19 artarak 383 milyon TL'ye yükselmiştir.

Sektör giderlerinin %15'ini oluşturan pazarlama ve satış giderleri %60 artarak 56 milyon TL olmuştur. Bu grupta yer alan, yurtiçi ve yurtdışındaki finansal araç işlemlerine (pay senedi, türev, SGMK, para piyasası işlemleri vb.) ilişkin işlem payları ile takas ve saklama giderlerini temsil eden işlem payları bir önceki yıla göre %73 artmış, 33 milyon TL'ye çıkmıştır. Bu artışta pay piyasası ve GİP işlemleri için Temmuz 2014'te yürürlüğe giren yeni ücret tarifesi etkili olmuştur.

Faaliyet giderlerinin yarısını çalışanlarla ilgili giderler oluşturmaktadır. 2015/03 döneminde çalışan sayısının artmasına paralel olarak, personel giderleri %13 artışla 189 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu giderlere, ücretlerin yanı sıra, çalışanlarla ilgili sigorta, servis, yemek, özel sağlık sigortası gibi yan ödeme ve giderler de dahildir.

Sektörde ortalama çalışan sayısı 2014 yılının ilk çeyreğinde 5.497 iken, 2015 yılının aynı döneminde 5.750'ye çıkmıştır. Personel giderlerinin ortalama personel sayısına bölünmesiyle bir çalışanın aylık ortalama maliyeti hesaplanabilmektedir. 2014/03 döneminde 10.146 TL olan bu tutar, enflasyon oranına paralel olarak 2015/03'te %8 artış ile 10.981 TL'ye yükselmiştir.

Aracı Kurumların Gider Dağılımı (Milyon TL)					
	2014/03	2015/03	% Değişim	Dağılım	
				2014/03	2015/03
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	35	56	59.5%	11.0%	14.7%
İşlem Payları	19	33	73.1%	5.9%	8.5%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Gid.	16	24	43.8%	5.1%	6.2%
Genel Yönetim Giderleri	286	326	14.1%	89.0%	85.3%
Personel Giderleri	167	189	13.2%	52.1%	49.5%
Amortisman Giderleri	7	8	17.9%	2.2%	2.2%
İtfa Payları	1	1	26.6%	0.3%	0.3%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	2	2	12.1%	0.7%	0.6%
Komisyon ve Diğer Hizmet Gid.	8	9	9.4%	2.6%	2.4%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	16	21	31.8%	4.9%	5.5%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	84	95	12.5%	26.2%	24.7%
Toplam	321	383	19.1%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

KÂRLILIK

2015 yılının ilk çeyreğinde artan işlem hacmiyle hem pay senedi işlemlerinden hem de kaldıraçlı işlemlerden elde edilen gelirlerdeki önemli artışın etkisiyle, toplam aracılık gelirleri bir önceki seneye göre %66 yükselmiş ve 373 milyon TL'yi ulaşmıştır.

Karşılaştırılan dönemler arasında türev işlemlerinden elde edilen kazançların etkisiyle, aracı kurumların kendi portföylerine yaptıkları finansal araç alım satımından elde edilen kazançlar, neredeyse 3 misline çıkarak 62 milyon TL olmuştur.

Aracı kurumlar varlık yönetimi, kurumsal finansman, kredili işlemler gibi diğer esas faaliyetlerinden de toplamda 131 milyon TL gelir elde etmişlerdir.

Sonuç olarak, aracı kurumların toplam gelirleri (tabloda Brüt Kâr/Zarar) bir önceki yılın aynı dönemine göre 210 milyon TL (%59) artarak 567 milyon TL'ye ulaşmıştır. Sektörün toplam giderleri ise karşılaştırılan dönemlerde 61 milyon TL (%19) artarak 383 milyon TL'ye çıkmıştır. Bazı aracı kurumların menkul kıymet değer artış gelirlerini de takip ettiği net diğer faaliyet gelirleri 5 milyon TL'den 20 milyon TL'ye yükselmiştir. Gelirlerdeki yüksek artışı yansıtır şekilde faaliyet kârı da beş misline çıkarak 204 milyon TL olmuştur.

Gelir tablosunda bazı aracı kurumlar finansman gelir/giderlerini ve maddi duran varlık satışından elde ettikleri gelirleri yatırım faaliyetlerinden gelir/giderler içinde sınıflandırmıştır. Yatırım faaliyetlerinden önceki yılın aynı döneminde 1 milyon TL kâr edilirken, bu yılın aynı döneminde 56 milyon TL net kazanç yaratılmıştır. Bu tutarın 55 milyonu iki aracı kurumun bina satışı gelirlerinden oluşmaktadır. Böylece, finansman gideri öncesi faaliyet kârı, karşılaştırılan dönemde yaklaşık 5 kat artarak 270 milyon TL'ye çıkmıştır.

Öte yandan net finansman geliri 2014/03 döneminde 71 milyon TL iken, bu miktar 2015/03 itibarıyla 15 milyon TL'ye düşmüştür. Tablodaki finansman gelir ve giderlerinin önemli bir kısmı, bir aracı kurumun arbitraj işlemleri

Aracı Kurumların Gelir Tablosu (Milyon TL)					
	2014/03	2015/03	% Değişim	Dağılım	
				2014/03	2015/03
Satış Gelirleri	44,327	56,222	26.8%	A.D.	A.D.
Satışların Maliyeti	-43,970	-55,655	26.6%	A.D.	A.D.
BRÜT KÂR/ZARAR	357	567	58.7%	100.0%	100.0%
Pazar., Satış ve Dağıtım Giderleri	-35	-56	59.6%	-9.9%	-9.9%
Genel Yönetim Giderleri	-286	-326	14.1%	-80.1%	-57.5%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	-52.9%	0.0%	0.0%
Diğer Faaliyet Gelirleri	50	71	43.4%	13.9%	12.5%
Diğer Faaliyet Giderleri	-45	-51	14.7%	-12.5%	-9.0%
FAALİYET KÂRİ/ZARARI	41	204	399.6%	11.5%	36.1%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2	56	2771.0%	0.5%	9.9%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-1	0	-71.0%	-0.2%	0.0%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	5	10	104.4%	1.4%	1.8%
FİNANSMAN GİD. ÖNCESİ FAAL. K/Z	47	270	473.6%	13.2%	47.7%
Finansman Gelirleri	391	229	-41.4%	109.5%	40.4%
Finansman Giderleri	-320	-214	-33.2%	-89.7%	-37.8%
VERGİ ÖNCESİ KÂR/ZARAR	118	286	142.1%	33.0%	50.4%
Vergi Gelir/Gideri	-21	-40	88.1%	-6.0%	-7.1%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-13	-44	235.3%	-3.7%	-7.8%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-8	4	A.D.	-2.3%	0.7%
DÖNEM KARI/ZARARI	97	245	154.1%	27.0%	43.3%

Kaynak: TSPB

rinden gelir ve giderlerini yansıtmaktadır. Karşılaştırılan dönemlerde arbitraj işlemlerinden yüksek gelir yaratan bir başka kurum giderlerini burada muhasebeleştirilmiş, sonuçta net finansman gelirleri azalmıştır. Ayrıca bir aracı kurumun da bu dönemde, portföyünde bulunan ve ihraççısının iflas ertelemesi talebinde bulunduğu özel

yılın ilk üç ayında sektörün dönem kârı bir önceki yıla göre iki buçuk katına, 245 milyon TL'ye yükselmiştir. Dönem içinde kâr eden kurum sayısı 59'a çıkarken, zarar eden kurum sayısı 26'ya düşmüştür. Net kârın toplam gelirlere oranını gösteren kârlılık ise ilgili dönemde %27'den %43'e yükselmiştir.

Aracı Kurumların Kâr Dağılımı			
	2014/03	2015/03	Değişim
Kâr Eden Kurum Sayısı	45	59	31.1%
Zarar Eden Kurum Sayısı	45	26	-42.2%
Toplam Kurum Sayısı	90	85	-5.6%
Kâr Toplamı (Milyon TL)	123	262	113.1%
Zarar Toplamı (Milyon TL)	-26	-17	-37.0%
Net Dönem Kârı (Milyon TL)	97	245	154.1%
Kârlılık*	%27	%43	A.D.

Kaynak: TSPB

* Net Kâr/Toplam Gelirler

sektör tahvillerine ilişkin değerlendirme giderlerini bu kalemde muhasebeleştirilmesi net finansman gelirlerinin düşmesinde etkili olmuştur.

Sonuçta aracı kurumların 2014/03 döneminde 118 milyon TL olan vergi öncesi kârı, değerlendirme döneminde hizmet ve yatırım faaliyetlerinden artan gelirlerin etkisiyle 286 milyon TL'ye çıkmıştır. Vergi giderleri düşüldüğünde

Net kârdaki artış ile 2014 yılının ilk üç ayında sektörün %13 olan özsermaye kârlılık oranı, bu yılın aynı döneminde %15'e yükselmiştir. Benzer şekilde, sektörün pay başına kazancı karşılaştırılan dönemler arasında 22 kuruştan 25 kuruşa çıkmıştır.

Özsermaye Kârlılık Oranı ve Hisse Başına Kazanç			
	2014/03	2015/03	Değişim
Son 12 Ay Net Dönem Kârı (Milyon TL)	427	521	22.1%
Ortalama Özsermaye (Milyon TL)	3,258	3,564	9.4%
Özsermaye Kârlılık Oranı	13.1%	14.6%	11.6%
Ödenmiş Sermaye (Milyon TL)	1,898	2,077	9.4%
Pay Başına Kazanç (TL)	0.22	0.25	11.6%

Kaynak: TSPB



PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2015/03 SEKTÖR ANALİZİ

Portföy yönetim şirketlerinin Birlik üyesi olmasıyla birlikte, aracı kurumlara benzer şekilde, portföy yönetim şirketlerinden faaliyet ve finansal verileri derlenmiştir. 2013 sonunda bu şirketlerce yönetilen portföy büyüklüğü 64 milyar TL iken, bu tutar 2015 Mart sonu itibariyle 86 milyar TL'ye yaklaşmıştır.

2015 Mart itibariyle 631 kişinin istihdam edildiği sektörün toplam varlıkları 408 milyar TL'dir. Sektörün özkaynağı ise aynı dönemde 342 milyar TL olup, toplam varlıkların %84'ü kadardır. 2015 yılının ilk çeyreğinde portföy yönetim faaliyetlerinden elde edilen gelirler 66 milyar TL iken bu gelirlerin %62'si menkul kıymet yatırım fonlarından yaratılmıştır. Gelirlerin giderlerden daha fazla artmasıyla, sektörün kârı bir önceki yılın aynı dönemine göre %36 artarak 2015 yılının ilk çeyreğinde 21 milyar TL olmuştur.



Gökben Altaş
galtas@tspb.org.tr

Birliğimiz kuruluşundan itibaren aracı kurumların çeşitli faaliyet verilerini ve finansal tablolarını derlemektedir. Bilindiği gibi, yenilenen Sermaye Piyasası Kanunuyla portföy yönetim şirketleri de 2014 yılında Birliğimizin üyeleri arasında yer almaya başlamıştır.

Bu kapsamda, portföy yönetim şirketlerinden 2013 yıl sonundan başlayarak üçer aylık dönemler itibarıyla çeşitli veriler derlenmiştir. Bu çalışmamızda Birlik üyesi 40 portföy yönetim şirketinin faaliyet bilgileri ve finansal tabloları ilgili dönemlerde karşılaştırılarak analiz edilecektir.

PORTFÖY YÖNETİM FAALİYETLERİ

Portföy yönetim şirketi, ana faaliyet konusu fonların kurulması ve yönetimi olan ve anonim ortaklık şeklinde kurulan sermaye piyasası kurumudur. Portföy yönetim şirketleri, yatırım fonu ve emeklilik yatırım fonlarının yönetiminin yanı sıra bireysel ve tüzel yatırımcılara özel portföy yönetimi hizmeti sunmaktadır.

Portföy yönetim şirketleri ağırlıklı olarak, yatırım fonu ve özel portföy yönetimi alanında faaliyet göstermektedir. İncelenen dönemde verileri derlenen 40 kurum

arasında bazı kurumlar çeşitli dönemlerde herhangi bir portföy yönetim hizmeti sunmamıştır. Yatırım fonu yöneten şirketlerin sayısı 2013 yılında 28'den Mart 2015'te 32'ye çıkarken; özel portföy yönetimi sunan kurum sayısı 34 olmuştur. Emeklilik yatırım fonu yöneten kurum sayısı ise 18'dir. 8 portföy yönetim şirketi; yatırım fonu, emeklilik yatırım fonu veya özel portföy yönetim hizmetlerinden yalnızca birini vermektedir.

Portföy Yönetim Şirketleri Sayısı						
	2013/12	2014/03	2014/06	2014/09	2014/12	2015/03
Yatırım Fonu	28	28	31	31	32	32
Emeklilik Yatırım Fonu	17	17	17	17	17	18
Özel Portföy Yönetimi	31	31	31	33	33	34
Toplam Şirket Sayısı	35	35	37	37	38	38

Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketlerince yönetilen portföy büyüklüğü 2013 sonunda 64 milyar TL iken, bu tutar 2015 Mart sonu itibarıyla 86 milyar TL'ye yaklaşmıştır.

Yönetilen portföy büyüklüğüne bakıldığında, yoğunlaşmanın yüksek olduğu görülmektedir. Mart 2015 itibarıyla yönetilen toplam portföy büyüklüğü 86 milyar TL'dir. En yüksek portföy büyüklüğüne sahip ilk portföy yönetim şirketi, toplam portföyün beşte birini, ilk 4 şirket ise üçte ikisini yönetmektedir. İlk 10 şirkette bu oran %89'a çıkmaktadır. Son 18 şirketin yönettiği portföy ise, sektör toplamının yalnızca %2'si kadardır. Karşılaştırılan dönemler arasında yoğunlaşmaya ilişkin önemli bir değişim görülmemiştir.

2013 yılında portföy yönetim şirketlerince yönetilen portföy büyüklüğü 64 milyar TL iken, bu tutar 2015 Mart sonu itibarıyla 86 milyar TL'ye yaklaşmıştır. Artışta 2013 yılından itibaren devlet katkısıyla desteklenmeye başlanan bireysel emeklilik sistemi önemli olmuştur.

Portföy yönetim şirketlerince yönetilen yatırım fonu sayısı ele alınan dönemlerde 340-360 civarında değişmektedir. Fark, görece kısa vadeli oluşturulan anapara korumalı fonların sayısındaki dönemler arası değişimin bir yansımasıdır. Yönetilen yatırım fonu portföyü ise sürekli artarak karşılaştırılan dönemde 30 milyar TL'den 36 milyar TL'ye ulaşmıştır. Ortalama portföy büyüklüğü 2015 Mart sonunda 100 milyon TL'yi aşarken, bir kurumun yönettiği ortalama yatırım fonu portföy büyüklüğü 1 milyar TL civarındadır.

Yönetilen emeklilik yatırım fonu sayısı ise 2013'te 237'den 2015/03 sonunda 248'e yükselmiştir. Yönetilen portföy büyüklüğü ise devlet teşvikinin de etkisiyle karşılaştırılan dönemde 27 milyar TL'den 40 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu değişime paralel olarak, ortalama emeklilik yatırım fonu portföy büyüklüğü 1,5 kat artarak 161 milyon TL'ye çıkmış, bir şirketin yönettiği

Portföy Yönetim Şirketleri						
	2013/12	2014/03	2014/06	2014/09	2014/12	2015/03
Yatırımcı Sayısı	2,290	2,572	2,445	2,438	2,448	2,642
Yatırım Fonları	363	368	369	369	359	346
Emeklilik Yatırım Fonları	237	240	243	245	246	248
Özel Portföy Yönetimi	1,690	1,964	1,833	1,824	1,843	2,048
Bireysel	1,388	1,634	1,499	1,486	1,508	1,729
Tüzel	302	330	334	338	335	319
Yönetilen Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)	64,456	65,054	71,559	74,219	81,799	85,896
Yatırım Fonları	30,050	29,146	32,124	32,998	35,196	36,422
Emeklilik Yatırım Fonları	26,648	28,269	31,742	33,500	37,815	40,051
Özel Portföy Yönetimi	7,757	7,639	7,694	7,721	8,787	9,423
Bireysel	1,839	1,730	1,762	1,795	2,092	2,288
Tüzel	5,918	5,909	5,932	5,926	6,695	7,135
Ortalama Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)						
Yatırım Fonları	83	79	87	89	98	105
Emeklilik Yatırım Fonları	112	118	131	137	154	161
Özel Portföy Yönetimi	5	4	4	4	5	5
Kurum Başı Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)						
Yatırım Fonları	1,036	1,005	1,004	1,031	1,100	1,138
Emeklilik Yatırım Fonları	1,568	1,663	1,867	1,971	2,224	2,225
Özel Portföy Yönetimi	250	239	240	234	275	286

Kaynak: TSPB

ortalama emeklilik yatırım fonu büyüklüğü 2,2 milyar TL'ye yükselmiştir.

Portföy yönetim şirketlerinin özel portföy yönetimi kapsamında hizmet verdiği bireysel yatırımcı sayısı karşılaştırılan dönemlerde 1.400-1.700 kişi arasında değişmektedir. Bir portföy yönetim şirketi, bireysel yatırımcılarla portföy yönetim sözleşmesini üç ay gibi

kısa vadeli dönemler için imzalamakta, her dönem de hizmet verdiği bireysel yatırımcı sayısı değişmektedir. Nispeten düşük tutardaki yatırımların söz konusu olduğu bu durum, sektördeki bireysel yatırımcı sayısında dalgalanmaya neden olurken, yönetilen portföy büyüklüğünde önemli değişim olmamıştır. Portföy yönetim şirketlerince yönetilen bireysel yatırımcıların portföy büyüklüğü 2015 Mart sonunda 2,3 milyar TL'dir.

Yönetilen Portföy Büyüklüğü Sıralaması (2015/03)		
Sıralama	Portföy Büyüklüğü Payı	Kümülatif Pay
1-10	89%	89%
11-20	9%	98%
21-38	2%	100%

Kaynak: TSPB

ÇALIŞAN PROFİLİ

Portföy yönetim şirketlerinde çalışan sayısı karşılaştırılan dönemlerde sürekli bir artış göstermiş, 2015 Mart sonunda 631 olmuştur. Kurum başına ortalama çalışan sayısı 16'dır.

Aracı kurumlarda olduğu gibi portföy yönetim şirketlerinde istihdam edilen çalışanların yaklaşık %40'ı kadındır. 2013 sonunda bu oran %42 idi.

En fazla çalışana sahip portföy yönetim şirketinde 2015 Mart sonu itibarıyla 67 kişi istihdam edilmektedir. Sıralamada ilk 3 sırada yer alan kurumlarda sektör çalışanlarının %30'u yer alırken, bu kurumlarda 50'den fazla kişi istihdam edilmektedir. 20 portföy yönetim şirketinde 10 kişiden az çalışan istihdam edilmektedir.

Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışan Sayısı						
	2013/12	2014/03	2014/06	2014/09	2014/12	2015/03
Kadın	241	235	235	238	242	253
Erkek	333	338	350	359	368	378
Toplam	574	573	585	597	610	631

Kaynak: TSPB

Çalışanların Departman Dağılımı

Portföy yönetim şirketlerindeki çalışanların departman dağılımı tabloda sunulmaktadır. Mart 2015 itibarıyla fonları ve müşteri portföylerini yönetip takibini yapan portföy yöneticileri, sektör çalışanlarının %30'unu oluşturmaktadır. İncelenen şirketlerde bu departmanda ortalama çalışan sayısı 5'tir. Muhasebe, satın alma, operasyon, idari ve mali

işlerle ilgilenen çalışanların istihdam edildiği mali ve idari işler bölümünde çalışanların oranı ise %18'dir.

Yurtiçi satış olarak tanımlanan departman, portföy yönetim şirketindeki yurtiçi müşterilerle doğrudan ilgilenen kişileri ve yatırım danışmanlarını içermektedir. Mart 2015 itibarıyla

le 39 şirketin 17'sinde yurtiçi satış departmanı bulunurken, bu çalışanların toplam içindeki payı %12 civarındadır. Portföy yönetim şirketlerinde yurtiçi satış biriminde ortalama 4 kişi çalışmaktadır. Bir kurumun kadrosunda yurtdışı müşterileri ile doğrudan ilgilenen yurtdışı satış çalışanları bulunmaktadır.

İlgili mevzuatta da belirtildiği gibi, portföy yönetim şirketleri, faaliyetlerini devam ettirmek için iç denetim, teftiş, fon hizmet birimi, araştırma ve risk yönetiminden sorumlu personeli bulundurulmalıdır. Bununla birlikte, aynı mevzuat çerçevesinde, bu hizmetler dışarıdan da alınabilmektedir.

Şirket içindeki tüm iş ve işlemlerin mevzuat ve kurallar çerçevesinde yürütülmesinden sorumlu olan iç denetim ile şirket faaliyetlerini gözetten teftiş birimindeki çalışanlar toplam çalışanların %7'sini oluşturmaktadır. 2013 sonunda

verisi derlenen kurumlardan 22'sinde bu birim bulunurken, 2015 Mart sonu itibarıyla bu rakam 31'e çıkmıştır.

Yönetilen fonlara ilişkin kayıtların ve ilgili raporların hazırlanmasından sorumlu olan fon hizmet birimindeki çalışanların payı %6 olup, 2015 Mart itibarıyla portföy yönetim şirketlerinin yarısı bu hizmeti dışarıdan temin etmektedir.

Araştırma ve risk yönetimi departmanlarındaki çalışanlar toplam çalışanların yaklaşık onda birini oluştururken, verisi derlenen şirketlerin yarısında bu birimlerde çalışan istihdam edilmektedir. Bu birimlerde ortalama çalışan sayısı 3'tür.

Kadroların %15'ini oluşturan "diğer" pozisyonunda, üst yönetim ve ağırlıklı olarak hizmet personeli sınıflandırılmaktadır.

Portföy Yönetim Şirketi Çalışanlarının Departman Dağılımı							Ort. Çalışan Sayısı (2015/03)
	2013/12	2014/03	2014/06	2014/09	2014/12	2015/03	
Portföy Yönetimi	33.1%	32.6%	32.0%	31.0%	30.8%	30.4%	5.1
Mali ve İdari İşler	16.9%	16.6%	16.2%	16.9%	17.9%	18.1%	3.1
Yurtiçi Satış	12.4%	12.4%	12.0%	11.9%	11.0%	11.6%	4.4
İç Denetim-Teftiş	5.7%	5.6%	6.2%	6.5%	7.4%	7.4%	1.5
Fon Hizmet Birimi	5.4%	5.4%	5.6%	5.4%	6.1%	5.7%	1.7
Araştırma	4.7%	4.9%	5.0%	5.2%	5.4%	5.2%	1.6
Risk Yönetimi	3.3%	3.3%	3.8%	4.0%	3.9%	4.1%	1.4
Bilgi İşlem	1.0%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.6
İnsan Kaynakları	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	1.3
Yurtdışı Satış	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	2.0
Diğer	16.6%	16.9%	16.9%	16.8%	15.2%	15.2%	2.8

Kaynak: TSPB

Çalışanların Eğitim Durumu

Aracı kurumlarda olduğu gibi portföy yönetim şirketlerinde de eğitim düzeyinin genel iş gücüne göre yüksek olduğu görülmektedir. Sektörde genel olarak her 10 çalışandan 9'u en az lisans eğitimine sahiptir.

Portföy yönetim şirketlerindeki çalışanların yarısından fazlası lisans, üçte biri de yüksek lisans diplomasına sahiptir. Mart 2015 itibarıyla doktora programını tamamlamış çalışan sayısı 10 olup, sektör çalışanlarının %2'sini temsil etmektedir.

Portföy Yönetim Şirketi Çalışanlarının Eğitim Durumu						
	2013/12	2014/03	2014/06	2014/09	2014/12	2015/03
Doktora	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Yüksek Lisans	33%	33%	32%	32%	33%	32%
Lisans	54%	54%	55%	55%	55%	55%
Yüksek Okul	2%	2%	2%	1%	1%	1%
Lise	8%	8%	7%	8%	8%	8%
Ortaokul	1%	1%	1%	1%	1%	1%
İlkokul	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Kaynak: TSPB

Çalışanların Yaş Dağılımı

Portföy yönetim şirketi çalışanları yaş dağılımı bazında incelendiğinde, çalışanların beşte birinin 30 yaş altında olduğu görülmektedir. Mart 2015 sonu itibarıyla çalışanların %42'si 31-40; %36'sı da 41-50 yaş bandındadır. 50 yaş üzeri çalışanların payı %2'dir.

İncelenen dönemler arası bakıldığında 18-25 yaş arası grupta bir artış söz konusu olup, bu durum, sektörün yeni mezunlara istihdam olanağı yarattığını göstermektedir.

Portföy Yönetim Şirketi Çalışanlarının Yaş Dağılımı						
	2013/12	2014/03	2014/06	2014/09	2014/12	2015/03
18-25	2%	2%	2%	3%	3%	4%
26-30	18%	17%	17%	16%	17%	16%
31-35	22%	23%	22%	22%	21%	21%
36-40	23%	22%	22%	21%	21%	20%
41-45	25%	26%	25%	25%	24%	23%
46-50	7%	8%	9%	9%	11%	13%
51-55	1%	1%	2%	2%	2%	1%
56-60	0%	0%	0%	0%	0%	0%
61+	1%	1%	1%	1%	0%	0%

Kaynak: TSPB

Çalışanların İş Tecrübesi

İş tecrübesi bazındaki dağılım, yaş profiline paralel şekilde, çalışanların beşte birinin 5 yıl ve daha az tecrübeye sahip olduğunu göstermektedir. 6-10 yıl tecrübeli çalışanların payı 2013 sonunda %21 iken, bu oran 2015 Mart itibarıyla

%24'e çıkmıştır. Bu durum hem mevcut çalışanların bir üst banda geçmesi, hem de bazı aracı kurumların yeni işe alımlarının bu grupta olmasının yansımasıdır.

Öte yandan, 11-15 yıl iş tecrübesine sahip grubun payı, hem diğer gruplardaki yeni işe alımların olması hem de bu gruptaki çalışanların bir kısmının bir üst gruba geçmesiyle 2013 sonuna göre, 2015/03 döneminde 5 puan gerileyerek

%15 olmuştur. Bu duruma paralel olarak 21-25 yıl tecrübeye sahip çalışanların payı aynı dönemde 5 puan artarak %14'e yükselmiştir.

Portföy Yönetim Şirketi Çalışanlarının İş Tecrübesi						
	2013/12	2014/03	2014/06	2014/09	2014/12	2015/03
0-2	9%	8%	9%	10%	10%	10%
3-5	10%	9%	9%	9%	8%	8%
6-10	21%	23%	23%	23%	23%	24%
11-15	20%	20%	18%	17%	17%	15%
16-20	27%	27%	26%	26%	26%	26%
21-25	9%	10%	11%	11%	12%	14%
26-30	3%	3%	4%	3%	3%	4%
31+	1%	1%	1%	0%	0%	0%

Kaynak: TSPB

FİNANSAL VERİLER

Bir önceki bölümde faaliyetleri incelenen portföy yönetim şirketlerinin finansal verileri bu bölümde değerlendirilmektedir.

Bilanço Analizi

Mart 2015 itibarıyla portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları 408 milyon TL olup, Mart 2014'e göre %23 artmıştır. Likit bir yapıya sahip olan sektör varlıklarının %91'i dönen varlıklardır.

Finansal durum tablosunun pasif tarafında özkaynaklar en önemli kalem olup, Mart 2015 sonunda toplam bilançonun %84'ünü oluşturmaktadır. Bununla birlikte, 2013 sonunda %9 seviyesinde olan kısa vadeli borçların payının Mart 2015 sonunda %15'e çıkması dikkat çekmektedir.

Portföy Yönetim Şirketlerinin Özet Bilançosu (Bin TL)						
	31.12.2013	31.3.2014	30.6.2014	30.9.2014	31.12.2014	31.3.2015
Dönen Varlıklar	319,097	302,324	307,593	337,919	372,555	371,417
Duran Varlıklar	26,945	28,421	28,682	31,850	36,968	36,642
Toplam Varlıklar	346,042	330,745	336,275	369,769	409,524	408,059
Kısa Vadeli Yükümlülükler	32,369	45,547	26,764	33,908	40,061	59,831
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,899	4,243	5,935	6,399	5,533	6,201
Özkaynaklar	309,775	280,954	303,576	329,462	363,930	342,027
Toplam Kaynaklar	346,042	330,745	336,275	369,769	409,524	408,059

Kaynak: TSPB

Varlıklar

Mart 2015 itibariyle toplam varlıkları 410 milyon TL'ye yaklaşan sektörde yoğunlaşmanın yüksek olduğu görülmektedir. Toplam bilançonun beşte birini ilk portföy yönetim şirketi, %31'ini ilk iki şirket oluşturmuştur. Bununla birlikte, yoğunlaşmanın incelenen dönemlerde azalması da dikkat çekmektedir. 2013 sonunda ilk 2 kurum sektör varlıklarının %40'ını oluşturmuyordu.

Sektördeki toplam varlıkların yaklaşık üçte ikisini nakit ve nakit benzeri varlıklar oluşturmaktadır. Bu kalemde portföy yönetim şirketlerinin vadeli mevduat ile ters repo alacakları takip edilmektedir.

Dönen varlıkların bir diğer önemli kalemi bilançoda %17 paya sahip olan finansal yatırımlar olup, bu kalemde iştiraklerin yanı sıra özel sektör tahvilleri de önemli yer tutmaktadır. Türev araçlar kalemi bir portföy yönetim şirketinin türev pozisyonuna ilişkin alacağı olup, bu tutar Mart 2015 sonu itibariyle 9.000 TL civarındadır.

Mart 2015 itibariyle 37 milyon TL civarında olan duran varlıkların en önemli kalemleri uzun vadeli finansal yatırımlar ile maddi ve maddi olmayan duran varlıklardır.

Portföy Yönetim Şirketlerinin Varlıkları (Bin TL)						
	31.12.2013	31.3.2014	30.6.2014	30.9.2014	31.12.2014	31.3.2015
DÖNEN VARLIKLAR	319,097	302,324	307,593	337,919	372,555	371,417
Nakit ve Nakit Benzerleri	215,185	195,989	196,932	229,898	251,499	260,941
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	65,175	77,849	74,984	68,673	72,936	71,116
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	34,466	20,737	25,059	28,386	42,036	29,447
Diğer Alacaklar (Kısa Vadeli)	1,056	1,574	2,341	3,874	1,934	3,070
Türev Araçlar	0	205	629	298	103	9
Peşin Ödenmiş Giderler	2,139	4,045	3,781	3,047	2,370	5,620
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	173	524	424	773	1,129	444
Diğer Dönen Varlıklar	887	1,401	3,443	2,970	550	771
DURAN VARLIKLAR	26,945	28,421	28,682	31,850	36,968	36,642
Ticari Alacaklar (Uzun Vadeli)	0	0	0	0	5	71
Diğer Alacaklar (Uzun Vadeli)	334	323	347	379	461	429
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	10,667	10,983	10,955	11,114	11,752	11,973
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	199	114	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	8,124	7,531	7,520	9,456	12,118	11,824
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,389	4,470	4,367	4,369	4,867	4,941
Peşin Ödenmiş Giderler	4	1	5	9	10	224
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4,797	4,997	5,270	6,299	6,964	6,229
Diğer Duran Varlıklar	431	3	219	224	792	952
TOPLAM VARLIKLAR	346,042	330,745	336,275	369,769	409,524	408,059

Kaynak: TSPB

Kaynaklar

Likit bir aktif yapısına sahip portföy yönetim şirketlerinin kaynaklarının %84'ünü özsermayeleri oluştururken, kalan bölümü de kısa vadeli yükümlülükler oluşturmaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklerin payı ise %2'nin altındadır.

2015/03 itibarıyla 60 milyon TL'ye yaklaşan kısa vadeli yükümlülüklerde kısa vadeli ticari borçlar ile karşılıklar önemli yer tutmaktadır.

2013 sonuna göre diğer yükümlülüklerde yükseliş söz konusu olup, artışta bir portföy yönetim şirketinin yıl içinde dağıtmaya karar verdiği kâr payını bu kalemden sınıflaması etkili olmuştur.

Mart 2015 sonunda 6 milyon TL civarındaki uzun vadeli yükümlülüklerin önemli bir kısmını kıdem tazminatı gibi çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar oluşturmaktadır.

Portföy Yönetim Şirketlerinin Yükümlülükleri (Bin TL)						
	31.12.2013	31.3.2014	30.6.2014	30.9.2014	31.12.2014	31.3.2015
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	32,369	45,547	26,764	33,908	40,061	59,831
Kısa Vadeli Borçlanmalar	128	108	640	647	265	92
Uzun Vadeli Borçlanmanın Kısa Vadeli Kısımları	31	31	35	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (Kısa Vadeli)	3,068	49	7	10	72	69
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	4,369	5,428	4,619	6,113	3,824	8,002
Diğer Borçlar (Kısa Vadeli)	3,869	8,326	4,340	4,616	6,063	9,418
Çalışanlara Sağ. Faydalar Kapsamında Borçlar	1,920	3,083	2,281	2,509	6,939	5,038
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	5,492	4,034	4,631	6,738	8,334	5,843
Kısa Vadeli Karşılıklar	11,781	9,592	9,191	12,189	12,553	9,189
Diğer Yükümlülükler (Kısa Vadeli)	1,774	14,970	1,042	1,208	2,064	22,181
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	3,900	4,246	5,939	6,404	5,538	6,201
Uzun Vadeli Borçlanmalar	112	85	67	77	42	49
Ticari Borçlar (Uzun Vadeli)	10	8	7	5	4	2
Diğer Borçlar (Uzun Vadeli)	11	0	309	553	17	2
Uzun Vadeli Karşılıklar	3,475	3,606	4,422	4,479	4,746	4,083
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	15	28	827	969	341	435
Diğer Yükümlülükler (Uzun Vadeli)	277	518	308	320	388	1,630
ÖZKAYNAKLAR	309,775	280,954	303,576	329,462	363,930	342,027
Ödenmiş Sermaye	159,060	163,717	169,400	177,685	206,024	211,330
Sermaye Düzeltmesi Farkları	15,487	14,624	10,511	10,248	10,246	12,510
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	1,870	1,870	5,408	5,408	6,281	6,281
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	-447	-615	806	189	878	1,259
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	59,102	62,657	60,609	60,169	61,698	68,289
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	16,256	23,810	30,383	30,672	10,038	21,372
Net Dönem Kârı/Zararı	59,008	15,461	27,062	45,787	69,500	20,986
TOPLAM KAYNAKLAR	346,042	330,745	336,275	369,769	409,524	408,059

Kaynak: TSPB

2015/03 dönem sonunda sektör bilançosunun %84'ünü oluşturan özkaynaklar 342 milyon TL'dir. Bu tutarın da %61'i (211 milyon TL) ödenmiş sermaye olup, buna ilişkin

enflasyon düzeltmesi farkı 13 milyon TL'dir. Mart 2015 itibarıyla, sektörün yedekleri ile geçmiş yıl karı 90 milyon TL olup, ilgili dönemde sektörün net kârı 21 milyon TL'dir.

Gelir Tablosu Analizi

Bu bölümde portföy yönetim şirketlerinin özet gelir tablosuna ilişkin toplulaştırılmış sayısal değerler sunulurken, bazı gelir kalemlerine ilişkin detaylar 2015 yılının ilk çeyreği ile 2014 yılının ilk çeyreği karşılaştırmalı olarak analiz edilecektir.

Satış gelirleri kaleminde, portföy yönetim faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin yanı sıra, kurum portföyü işlemlerine ilişkin satışlar da bulunmaktadır. Satış gelirleri, 2015 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yıla göre %55 artmış, 106 milyon TL olmuştur. Portföy şirketlerinin esas faaliyet gelirleri Kutu 1'de detaylandırılmıştır.

Satışların maliyeti kalemi ise, kurum portföyü işlemlerine ilişkin alış maliyetlerini içermekte olup 2015/03 döneminde bir önceki yıla göre 20 milyon TL'den 39 milyon TL'ye çıkmıştır. Sonuçta, 2015 yılının ilk çeyreğinde sektörün brüt kârı bir önceki yılın aynı dönemine göre gelirlerin giderlerden fazla artmasıyla %38 artarak 66 milyon TL olmuştur.

2015 yılının ilk üç ayında sektörün genel yönetim giderleri 48 milyon TL civarında olup, bu giderlerin %62'sini personel giderleri (29 milyon TL) oluşturmaktadır. Bu giderlere ücretlerin yanı sıra servis, yemek, özel sağlık sigortası gibi yan ödeme ve giderler de dahildir.

Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (Bin TL)						
	31.12.2013	31.3.2014	30.6.2014	30.9.2014	31.12.2014	31.3.2015
Satış Gelirleri (net)	281,055	67,883	167,655	233,476	316,652	105,781
Satışların Maliyeti (-)	-76,164	-19,640	-66,009	-74,264	-87,092	-39,354
BRÜT KÂR/ZARAR	204,890	48,244	101,646	159,212	229,560	66,426
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-4,031	-774	-1,324	-1,941	-3,579	-695
Genel Yönetim Giderleri (-)	-144,592	-39,155	-81,385	-122,087	-169,413	-48,185
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-138	-35	-60	-63	-65	-1
Diğer Faaliyet Gelirleri	9,839	3,552	7,882	10,458	13,621	4,834
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-1,024	-368	-497	-756	-1,151	-186
FAALİYET KÂRI/ZARARI	64,945	11,463	26,264	44,823	69,174	22,194
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	8,074	4,635	7,385	10,284	12,392	6,090
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-2,226	-2,297	-2,274	-2,088	-1,850	-3,272
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	-428	-84	0	0	0	0
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET K/Z	70,365	13,717	31,375	53,019	79,716	25,012
Finansman Gelirleri	10,602	6,591	9,640	12,767	16,671	3,274
Finansman Giderleri (-)	-5,435	-908	-5,459	-6,228	-6,988	-790
VERGİ ÖNCESİ KÂR/ZARAR	75,532	19,399	35,557	59,558	89,399	27,496
Vergi Gelir/Gideri	-16,485	-3,944	-8,536	-13,905	-20,071	-6,510
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-17,792	-4,165	-8,448	-14,582	-22,143	-5,915
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	1,306	220	-88	677	2,073	-595
DÖNEM KÂRI/ZARARI	59,046	15,455	27,021	45,653	69,328	20,986

Kaynak: TSPB

Sektörde ortalama çalışan sayısı 2014'ün ilk çeyreğinde 574 iken, 2015 yılının aynı döneminde 621 olmuştur. Aracı kurum sektör analizinde olduğu gibi personel giderlerinin ortalama personel sayısına bölünmesiyle bir çalışanın aylık ortalama maliyetlerini hesaplamak mümkündür. 2014 yılının ilk çeyreğinde 14.724 TL olan bu tutar, enflasyon artışına paralel olarak 2015 yılının ilk çeyreğinde 15.738 TL'ye yükselmiştir. Aracı kurumların aynı dönemdeki ortalama tutarı 10.981 TL'dir.

Portföy yönetim şirketleri mevduat, hisse senedi, yatırım fonu, tahvil ve bono alım satımı gibi finansal işlemlerden elde ettikleri gelirleri ve giderlerini farklı kalemlerde sınıflandırabilmektedir. Tabloda yer alan "diğer faaliyet gelir ve giderleri", "yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelir ve giderler" ile "finansman gelir ve giderleri" kalemleri portföy yönetim şirketlerinin finansal gelirlerini takip ettiği kalemlerdir. Bu kalemler birlikte ele alındığında 2015 yılının ilk üç ayında sek-

törün yaklaşık 9 milyon TL civarında net finansal gelir sağladığını söylemek mümkündür.

Özetle, portföy yönetimi gibi esas faaliyetlerinden 66 milyon TL, finansal yatırımlarından da net 9 milyon TL gelir sağlayan sektörün giderleri 48 milyon TL civarında olup, 2015/03 döneminde vergi öncesi kârı 27 milyon TL'dir. Vergi giderleri düşürüldüğünde sektörün net kârı 21 milyon TL olmuştur.

Portföy yönetim şirketlerinin kâr dağılımına bakıldığında ele alınan tüm dönemlerde kâr eden şirket sayısının zarar edenlerden yüksek olduğu görülmektedir. 2015 yılının ilk çeyreğinde 22 portföy yönetim şirketi kâr yazarken, 17'si zarar etmiştir. Net kârın brüt kâra bölünmesiyle hesaplanan kârlılık %32 olarak hesaplanmaktadır.

Portföy Yönetim Şirketlerinin Kâr Dağılımı						
	2013	31.3.2014	30.6.2014	30.9.2014	2014	31.3.2015
Kâr Eden Kurum Sayısı	24	21	21	22	24	22
Zarar Eden Kurum Sayısı	15	18	19	17	16	17
Toplam Kurum Sayısı	39	39	40	39	39	39
Kâr Toplamı (Bin TL)	70,082	19,819	36,099	57,954	84,865	24,723
Zarar Toplamı (Bin TL)	-11,035	-4,364	-9,079	-12,301	-15,537	-3,738
Net Dönem Kârı	59,046	15,455	27,021	45,653	69,328	20,986
Kârlılık*	29%	32%	27%	29%	30%	32%

Kaynak: TSPB
Net Kâr/Brüt Kâr

Kutu 1: Portföy Yönetim Şirketleri Esas Faaliyet Gelirleri

Portföy yönetim şirketlerinin esas faaliyet gelirlerini 3 başlık altına toplamak mümkündür. Portföy yönetiminden elde edilen gelirler, yatırım danışmanlığı gelirleri ve yatırım fonu satış gelirleri.

Sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetiminden elde edilen gelirlerdir. 2015/03 döneminde bu gelirler bir önceki yılın aynı dönemine göre %36 artarak 66 milyon TL'yi aşmıştır.

Portföy yönetim gelirlerinin alt kırılımına bakıldığında, en fazla yönetim gelirin yatırım fonlarından (%62) elde edildiği görülmektedir. Mart 2015 itibarıyla portföy yönetim şirketlerince yönetilen fon büyüklüğü 36,4 milyar TL olup, yatırım fonu yönetiminden sektör ilk 3 ayda 41,2 milyon TL gelir yaratmıştır. Ayrıca, karşılaştırılan dönemde yönetilen fon büyüklüğü %24 artarken, bu fonlardan elde edilen yönetim ücretleri %40 artmıştır.

Bununla birlikte, derlenen veriler kullanılarak, yönetim ücretlerine ilişkin bir basit bir hesaplama yapmak mümkündür. 2015 yılının ilk çeyreğinde yatırım fonlarından elde edilen yönetim ücretlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle ortalama yönetim ücreti oranı bulunabilir. Son 1 yıla bakıldığında 2015 Mart sonunda yönetilen ortalama yatırım fonu portföy büyüklüğü 33,2 milyar TL'dir. Aynı dönemde bu işlemlerden 146 milyon TL gelir yaratılmıştır. Ortalama yıllık yatırım fonu yönetim ücreti oranı %0,44 (onbinde 44) olarak hesaplanmaktadır. Öte yandan, bu oranın yatırımcılardan tahsil edilen efektif yönetim ücreti oranı olarak değil, portföy yönetim şirketine kalan pay olarak değerlendirilmesi gerekir. Bu kapsamda, mevcut durumda yatırım fonlarında ortalama fon yönetim ücretinin %1-3 arasında olduğu göz önünde bulundurulduğunda, müşterilere yansıtılan fon yönetim ücretlerinin düşük bir payının portföy yönetim şirketlerine kaldığı görülmektedir.

Emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelirlere bakıldığında, 2015 yılının ilk çeyreğinde 19 milyon TL'lik gelir yaratıldığı görülmektedir. Bir önceki yılın aynı dönemine göre bu gelirler %44 artmıştır. Raporun ilk bölümünde belirtildiği gibi karşılaştırılan dönemlerde emeklilik yatırım fonu portföy büyüklüğünde benzer bir artış söz konusudur. Mart 2015 itibarıyla yönetilen emeklilik fonu büyüklüğü 40 milyar TL ile yatırım fonu büyüklüğünün üstünde yer alırken, bu dönemde elde edilen emeklilik fonu yönetim gelirleri, yatırım fonu yönetim gelirlerinin gerisinde kalmıştır. Nitekim yatırım fonlarına benzer şekilde hesaplanan ortalama yıllık emeklilik yatırım fonu yönetim ücreti oranı Mart 2015 itibarıyla %0,22 olup, (onbinde 22) yatırım fonlarındaki oranın yarısı kadardır.

Portföy yönetim şirketlerinden özel portföy yönetimi hizmeti alan bireylerden elde edilen yıllık gelirler 3 milyon TL iken, aynı hizmeti alan kurumlardan elde edilen yıllık gelirler 4 milyon TL civarındadır. Ortalama yıllık özel portföy yönetim ücreti oranı da %0,30 (onbinde 30) olarak hesaplanmaktadır.

Yatırım danışmanlığı, portföy yönetim şirketlerinin bir diğer faaliyet alanı olup, Mart 2015 sonu itibarıyla bu işlemlerden 500.000 TL civarında gelir yaratılmıştır. 2015 yılının ilk çeyreğinde verileri derlenen 39 kurumdan 7'si bu faaliyetten gelir elde ederken, bir şirket yıl içinde tüzel kişilere sunduğu yatırım danışmanlığına ilişkin gelirleri yıl sonunda toplu olarak tahsil etmektedir. Nitekim söz konusu gelirler 2014 yıl sonunda 3 milyon TL'nin üzerine çıkmıştı.

Yatırım fonlarının satışına aracılık işlemi bir diğer faaliyet alanı olup, şirketlerin bu işlemlerden elde ettiği gelirler sınırlıdır. Bununla birlikte, 2015 yılında faaliyete geçen TEFAŞ'daki işlemlerin artmasıyla, portföy yönetim şirketlerinin bu işlemlerden elde edeceği gelirlerin artacağı düşünülmektedir.

Portföy Yönetim Şirketleri Esas Faaliyet Gelirleri (Bin TL)						
	2013	31.3.2014	30.6.2014	30.9.2014	2014	31.3.2015
Portföy Yönetimi	200,828	48,922	102,643	159,991	227,244	66,358
Yatırım Fonları	121,267	29,368	60,310	93,718	134,026	41,193
Emeklilik Yatırım Fonları	52,027	13,406	30,324	47,779	68,594	19,339
Özel Portföy Yönetimi	27,535	6,147	12,010	18,494	24,623	5,825
Bireysel	11,176	2,238	4,939	7,793	10,457	2,214
Tüzel	16,359	3,909	7,071	10,702	14,166	3,611
Yatırım Danışmanlığı	3,717	255	653	1,017	3,228	535
Yatırım Fonları Pazarlama ve Satış	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Toplam	204,545	49,177	103,295	161,007	230,472	66,893

Kaynak: TSPB



FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE EKONOMİK BÜYÜME

Finansal sistemin ekonomik büyümeye etkisi, uzun yıllardır ekonomistler tarafından tartışılan önemli konulardan biridir. Ekonomistlerin büyük ve önemli bir bölümü finansal piyasaların gelişmesi ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu vurgularken bazıları da finansal gelişmişlik seviyesi ve ekonomik büyüme arasında belirgin bir pozitif ilişki olmadığını, hatta bazı durumlarda negatif bir ilişkinin görüldüğünü öne sürmektedir.



Ünal Seven
useven@tspb.org.tr

Finansal sistemin ekonomik büyüme üzerine etkileri uzun yıllardır ekonomistler tarafından tartışılan önemli konulardan biridir. 19'uncu yüzyılın ortalarından beri finansal sistemin rolü üzerine çok sayıda çalışma yapılmıştır. İngiliz gazeteci Walter Bagehot'un 1873 yılında yayınlanan ve İngiltere'deki bankacılık sektörünün sanayileşme sürecine etkilerini inceleyen "Lombard Street" adlı kitabı, finansal sektör ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışan ilk ve en önemli yayınlardan biri olarak finansal gelişmişlik yazınında kendisine yer bulmuştur. Bagehot, çok dikkat çeken bu kitabında, sermayenin hareketi geçirilmesi için finansal sistemin etkin kullanımının önemine vurgu yapmıştır. Daha sonraları finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme ilişkisi üzerine birçok teorik ve deneysel çalışmalar yapılmış olsa da bu çalışmalar incelendiğinde ortada çok çelişkili sonuçlar olduğu görülmektedir.

Ekonomistlerin büyük ve önemli bir bölümü finansal piyasaların gelişmesi ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu vurgulamaktadır. Yani, bu çalışmalar

"bir ülkedeki finansal sistem geliştikçe o ülkenin gayri safi milli hasılası (GSMH) da büyür" tezini savunmaktadır. Öte yandan, bazı araştırmacılar ise finansal gelişmişlik seviyesi ve ekonomik büyüme arasında belirgin bir pozitif ilişki olmadığını, hatta bazı durumlarda negatif bir ilişkinin görüldüğünü öne sürmektedir.

Bu makalemiz, finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme ilişkisini üç ana başlık altında incelemektedir. Çalışmamızın ilk bölümünde, finansal kurumların ve piyasaların tanımlarından başlanarak farklı finansal sistem yapıları ve finansal gelişmişlik ölçütleri kısaca ele alınmaktadır. İkinci bölümde, finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme yazınından örnekler verilerek bu iki gösterge arasındaki ilişkiyi daha belirgin bir şekilde ortaya koymak amaçlanmaktadır. Makalemizin son bölümünde ise Türkiye'deki finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme ilişkisi irdelenip deneysel bulgular okurlarımızın dikkatine sunulmaktadır.

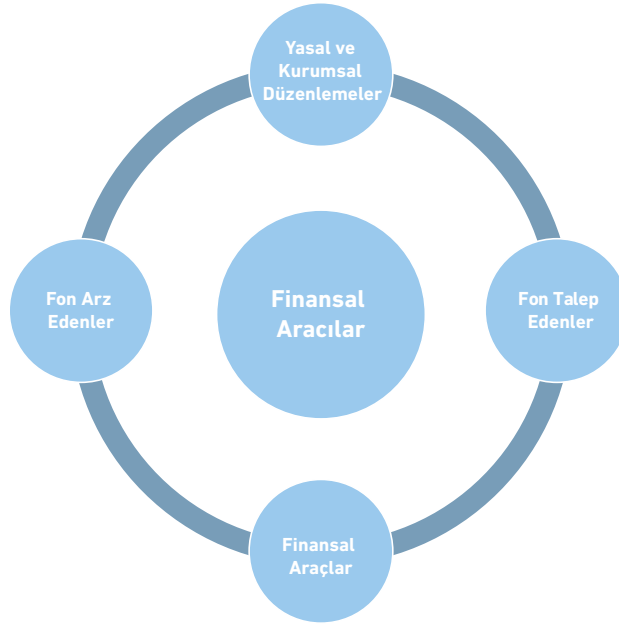
I. FİNANSAL SİSTEM VE GELİŞMİŞLİK

A. FİNANSAL PİYASALAR VE KURUMLAR

Finansal piyasalar, kaynak ihtiyacı olan girişimciler veya kamu kesimi ile birikim sahibi yatırımcılar arasındaki kaynak transferini sağlayan piyasalardır. Finansal kurumlar ise bu piyasalarda fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki aracılık faaliyetini sağlar. Şekil 1'de finansal sistemin yapısı özet olarak gösterilmektedir.

Finansal piyasaların ve kurumların temel görevleri; kaynakların etkin dağılım ve kullanımını geliştirme, tasarrufu

arttırma, dolayısıyla ekonomik büyümeyi destekleme, şirketlerin ve kamu kesiminin finansman ihtiyaçlarını karşılama, likidite yaratma, risk yönetimini geliştirme, bilgiye ulaşma maliyetini düşürme vb. olarak sıralanmaktadır. Ayrıca, finansal gelişmişliğin, Gini katsayısı ile ölçülen gelir dağılımındaki eşitsizliği ve yoksulluğu azalttığına dair çalışmalar da bulunmaktadır.



Finansal sistemin, fon arz edenler ile fon talep edenleri buluştururken yerine getirmesi beklenen işlevleri altı ana başlık altında özetlenebilir.

- I) Malların, hizmetlerin ve varlıkların el değiştirmesine aracılık etmek.
- II) Tasarruf birikimi ve risk dağıtım sistemi oluşturarak mülkiyetin tabana yayılmasını sağlamak.
- III) Yatırım fırsatları ile ilgili bilgi edinmeyi kolaylaştırmak ve kaynakların daha etkin dağılımını sağlamak.
- IV) Dağıntık tasarrufların yatırım için organizasyonu yapmak ve üretim teknolojilerini sağlamak.
- V) Risk yönetimi ve risk kontrolü yöntemlerinin geliştirmek.
- VI) Asimetrik bilgi sorununun çözümünün kolaylaştırılmak.

Finansal sistem bankacılık sistemini, sermaye piyasalarını veya her ikisini de kullanarak bu görevlerini yerine getirebilmektedir. Finansal sistemin yapısı her ülkede farklılık gösterebileceği gibi banka temelli ve piyasa temelli olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Banka temelli sistemlerde, örneğin Almanya, Japonya ve Fransa'da, mevduat ve kredi gibi araçlar daha yaygın iken, ABD ve İngiltere gibi piyasa temelli sistemlerde ise çeşitli menkul kıymetler ve türev ürünler daha yoğun olarak kullanılmaktadır.

Banka temelli veya piyasa temelli finansal sistem ayrı-

mı yapılırken Finansal Yapı Endeksi (Financial Structure Index) kullanılmaktadır. Bu endeksin hesaplanmasında üç gösterge kullanılmaktadır.

- I) Toplam borsa işlem hacminin, milli gelir ve bankacılık sektörü genel giderlerinin çarpımına oranı
- II) Mevduat bankalarının verilen özel sektör kredilerinin toplam piyasa işlem hacmine oranı
- III) Mevduat bankaları toplam varlıklarının borsa toplam piyasa değerine oranı

Bu üç değişken, sırasıyla, hisse senetleri piyasasının bankacılık sektörüne göre verimliliğini, bankacılık sektörünün hisse senetleri piyasasına göre etkinliğini ve bankacılık sektörünün hisse senetleri piyasasına göre büyüklüğünü göstermektedir. Tablo 1'de Dünya Bankası tarafından hazırlanan "Financial Development and Structure, 2012" adlı rapordan edinilen finansal yapı endeksi verileri sunulmuştur.¹

Yukarıda sıraladığımız değişkenler kullanılarak hazırlanan finansal yapı endeksinin sayısal değerinin büyümesi, o ülkedeki piyasa temelli sistemin banka temelli sisteme göre daha fazla geliştiğini göstermektedir. Örneğin, finansal yapı endeks değeri -0.2638 olan Uruguay'da, bankacılık sektörü sermaye piyasalarına göre daha fazla gelişmiştir. Ayrıca bu değer, Uruguay'da banka temelli bir finansal sistemin varlığını da göstermektedir. Öte yandan,

¹ Ülkeler, finansal yapı endeksi değerlerine göre küçükten büyüğe doğru sıralanmıştır. Koyu renk ile gölgelendirilen ülkeler, finansal yapı endeksinde göre banka temelli, diğerleri ise piyasa temelli finansal sisteme sahip ülkeleri göstermektedir.

endeks değeri 2.5751 olan Lüksemburg' da piyasa temelli bir finansal sistem bulunmaktadır. Endeks değerinin sıfıra yakın olması o ülkede sermaye piyasaları ve bankacılık sektörünün yaklaşık olarak aynı oranda geliştiğini göstermektedir. Kısaca, endeks değeri büyüdükçe finansal sistem daha fazla piyasa temelli olmaktadır.

Raporda Avusturya, Belçika, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Portekiz ve İspanya gibi gelişmiş ülkeler banka temelli finansal sisteme sahip ekonomilere örnek olarak verilmektedir. Panama, Tunus ve Ürdün gibi gelişmekte olan ülkeler de banka temelli finansal sisteme sahip ülkeler olarak sınıflandırılmaktadır. Öte yandan İngiltere, Hong Kong, Malezya, Singapur, ABD ve İsviçre gibi ülkeler piyasa temelli ekonomiler olarak tanımlanmaktadır. Finansal yapı endeks değeri -0.00018 olan Türkiye ise banka temelli finansal sisteme sahip ülke olarak sınıflandırılmaktadır.

Finansal açıdan sığ ekonomilerde finansal gelişme bankacılık sektörü ile başlamakta, ekonomiler geliştikçe piyasa sistemi de büyümektedir. Bu iki sistemden hangisinin daha iyi olduğu konusuna gelince, iki sistemin de savunucularının olduğu görülmektedir. Özellikle piyasa temelli finansal sistemler, bankacılık sisteminin sunduklarına ilaveten daha çeşitli risk yönetimi araçlarına sahip olsa da, aslında her iki sistemden de beklenen, finansal aracılık işlevini sağlıklı ve etkili bir şekilde yerine getirmeleri, kaynakların etkin dağılımını sağlamaları ve dolayısıyla ekonomik büyümeye katkı sağlamalarıdır. Hangi sistemin daha başarılı olduğu konusunda kesin bir yargı olmadığı gibi ülke deneyimleri göstermektedir ki her iki sistem de farklı ülkelerde başarılı olabilmektedir. Peki, finansal gelişmişlik dediğimizde ne anlıyoruz? Ya da finansal gelişmişliği nasıl ölçeriz? Bu soruların cevabını bir sonraki bölümde arayacağız.

Tablo 1: Finansal Yapı Endeksi

Uruguay	-0,2638	Arjantin	-0,1486	Brezilya	0,0276
Bolivya	-0,2543	Norveç	-0,1478	Filipinler	0,0408
Bangladeş	-0,2502	Nepal	-0,1435	Ürdün	0,0513
Paraguay	-0,2471	Almanya	-0,1403	Japonya	0,0577
Mısır	-0,2351	Venezuela	-0,1331	Şili	0,0601
Avusturya	-0,2336	Belçika	-0,1260	İsveç	0,0672
Fildişi Sahili	-0,2314	Kolombiya	-0,1172	Yeni Zelanda	0,0702
Portekiz	-0,2275	Kenya	-0,1068	Avustralya	0,0883
Panama	-0,2252	Barbados	-0,1053	Kore	0,0951
Tunus	-0,2216	Danimarka	-0,0828	Kanada	0,1190
Nijerya	-0,1979	Moritus	-0,0813	İsviçre	0,1239
Fas	-0,1972	Sri Lanka	-0,0800	Meksika	0,1255
Endonezya	-0,1895	Hindistan	-0,0681	İrlanda	0,1510
İtalya	-0,1868	İsrail	-0,0648	Hong Kong	0,1578
Yunanistan	-0,1837	Botsvana	-0,0548	ABD	0,1669
Kosta Rika	-0,1818	Svaziland	-0,0447	İngiltere	0,2143
Honduras	-0,1786	Hollanda	-0,0390	Suudi Arabistan	0,3721
İspanya	-0,1701	Zimbabve	-0,0348	Singapur	0,3762
Kıbrıs	-0,1662	Ekvator	-0,0191	Malezya	0,5005
Fransa	-0,1655	Peru	-0,0002	Tayvan	0,5012
Trinidad ve Tobago	-0,1612	Türkiye	-0,0002	Gana	0,5427
Finlandiya	-0,1589	Tayland	0,0159	Güney Afrika	0,5551
Pakistan	-0,1581	Jamaika	0,0165	Lüksemburg	2,5751

Kaynak: Dünya Bankası, 2012

B. FİNANSAL GELİŞMİŞLİK NEDİR VE NASIL ÖLÇÜLÜR?

Makalemizin bu bölümünde finansal gelişmişliğin tanımı ve gelişmişlik ölçütleri incelenecektir. Ayrıca uluslararası finansal sistemlerin tarihsel gelişimi, bazı göstergeler kullanılarak özetlenecektir.

1. Finansal Gelişmişlik

Finansal gelişmişlik; finansal kurumların, finansal piyasaların ve finansal araçların gelişmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Finansal aracılık süreçlerinde ve tasarrufların arttırılmasında önemli bir role sahip olduğu düşünülen finansal gelişmişlik, fon ihtiyaçları için bankalar yerine sermaye piyasalarının daha fazla tercih edilmesi ve risk faktörlerinin azaltılmasına da olanak sağlayacaktır.

Finansal gelişmişlik, gelişmekte olan ülkelerde özelleştirme ile ortaya çıkmaktadır. Furstenberg ve Fratianni (1996)'ye göre; kendi kendini finanse etmekten dış kaynaklarla finanse etmeye geçişin başlaması, finansal kurumların ve araçların gelişmesi, krediye doğrudan erişim için piyasaların gelişimi, uluslararası sermaye piyasalarına yönelik erişimin artması ile borçlanma ve mevduat faizleri arasındaki farkın daralması, bir ekonomideki finansal sistemin gelişmesini ve derinleşmesini göstermektedir.

Finansal sistemin bir önceki bölümde bahsettiğimiz temel işlevlerini ne ölçüde gerçekleştirip gerçekleştirmediğini anlamak için kullanılan, kapsamlı ve doğrudan ölçüm

yapabilecek bir değişken ne yazık ki bulunmamaktadır. Finansal sistemin tüm işlevlerini tek bir değişken ile ölçmek şu an için mümkün olmadığı gibi ülkeler arası kıyaslamalarda kullanılabilecek gelişmişlik göstergeleri de yetersizdir. Bu nedenle finansal gelişme-ekonomik büyüme literatürü, sistemin gelişmişliğini ölçmek için genellikle finansal derinlik kavramını kullanmaktadır. Finansal derinlik, bir ekonomideki finansal yenilik sürecinde tasarrufları yatırıma dönüştüren kanalların yaygınlaşmasını ifade etmektedir. Finansal sistemin hangi ölçüde genişlediği, finansal araçların ne kadar çeşitlendiği ve finansal sistemin ulusal ve uluslararası tasarrufları ne ölçüde harekete geçirebildiği finansal derinlik kavramının birer ölçütüdür. Finans sektöründe biriken fonların reel sektöre aktarılmayıp finansal sektörün içinde kalması uzun dönem büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratabileceğinden, finansal sistemin gelişmişliğini ve derinliğini ölçmek için finans sektöründe yaratılan fonların reel sektöre ne ölçüde aktarılabildiğine bakılmalıdır.

2. Finansal Gelişmişlik Ölçütleri

Levine (2005)'in de dediği gibi mevcut değişkenler finansal sistemin gelişmişliğini tam olarak ölçmemektedir. Aslında bu alanda çok fazla sayıda çalışma olmasının nedenlerinden biri de bu olarak gösterilmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalardan edinilen bilgileri ve piyasa profesyonelleri tarafından kabul görmüş değişkenleri aşağıdaki gibi özetleyebiliriz.

Para arzı: Finansal derinliği ölçmek için yaygın olarak kullanılan değişkenler genellikle miktar göstergeleridir. Parasal büyüklükler, sermaye piyasası büyüklükleri ve kredi büyüklükleri miktar göstergeleri olarak değerlendirilmektedir. M2/GSYİH oranı, yani geniş tanımlı para arzının gayri safi yurtiçi hasılaya oranı, en çok kullanılan parasal büyüklük göstergesidir. Bu oran ekonominin parasallaşma

derecesini ifade ederken hane halklarının da bankacılık sistemini ne düzeyde kullandıklarını göstermektedir. Ayrıca dar tanımlı para arzının milli gelire oranı (M1/GSYİH) ve M3'ün milli gelire oranı (M3/GSYİH) da bazı çalışmalarda tercih edilmektedir. Bu oranların yükselmesi finansal sistemin gelişmişlik seviyesinin arttığını göstermektedir. Örneğin, M2/M1 oranı ekonomik birimlerin ellerindeki paranın ne kadarını vadeli mevduat olarak değerlendirdiğini göstermesi açısından önemli bir yapısal gösterge olarak kabul edilmektedir.

Borsa: Borsada işlem gören şirketlerin piyasa değeri toplamının milli gelire oranı ve toplam menkul kıymet işlem hacminin milli gelire oranı sermaye piyasasının gelişmişliğini ölçmek için yaygın olarak kullanılmaktadır.

Kredi: Yurt içi toplam kredilerin milli gelire, özel sektör kredilerinin milli gelire oranları ile özel sektör kredilerinin toplam kredi hacmine oranı ise bankacılık sisteminin gelişmişliğini ölçmek için yaygın olarak kullanılan göstergelerdir.

Finansal varlıklar: Finansal sistemin gelişmişliğini ölçen, toplam finansal varlıkların milli gelire oranı gibi yapısal göstergeler de bulunmaktadır.

Faiz: Reel faiz oranlarının pozitif olması özellikle gelişmiş ülkelerde finansal gelişmenin temel şartlarından biri olarak gösterilmektedir. Faiz oranlarının finansal gelişme, derinleşme ve aracılık faaliyetlerini etkilediği düşünülerek reel faiz oranları da finansal gelişmişlik göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu seçimin altındaki temel neden ünlü McKinnon-Shaw hipotezinde yatmaktadır. McKinnon-Shaw hipotezine göre; reel faiz oranlarındaki artış finansal tasarrufları artırır.

Finansal tasarrufların artması da yatırımların finansmanında kullanılabilecek fonları ve yatırımları artıracaktır.

Ürün çeşitliliği: Bunlara ek olarak finansal ürün çeşitliliği ve aracılık maliyetleri de finansal sistemin gelişmişliğini ölçmede kullanılmaktadır. Eğer finansal piyasalarda kullanılan araç çeşitliliği artar ve bu araçlar da giderek daha yaygın kullanılabilirse ekonomideki artan fon talebinin karşılanması kolaylaşacaktır.

Aracılık maliyeti: Kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki marj ile ifade edilen finansal aracılık maliyeti ise yine yatırımlara aktarılabilecek fon miktarı ile alakalıdır. Finansal sistemin aracılık maliyetlerini düşürmesinin, ki bunun finansal sistemin önemli görevlerinden biri olduğunu belirtmiştik, uzun dönemli sürdürülebilir büyümeye katkı sağladığı birçok çalışmada ortaya konmaktadır.

Kutu 1: Para Arzı Kavramları

Para arzı ya da aynı anlama gelen para stoku, bir ekonomide belirli bir anda mevcut parasal varlıkların toplam miktarını ifade etmektedir. Ekonomi literatüründe M harfiyle gösterilen para arzı, dar ve geniş para arzı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. En dar para arzı M0 ile gösterilirken en geniş para arzı M3 ile gösterilmektedir.

M0: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından dolaşıma çıkarılmış banknotlarla Darphane tarafından dolaşıma çıkarılmış madeni paradan bankaların kasalarında bulunan nakit paranın düşülmesiyle bulunan en dar anlamdaki para arzını ifade etmektedir.

M1: Dolaşımdaki paraya yani M0'a bankalarda bulunan vadesiz mevduatın eklenmesiyle ortaya çıkan para arzını ifade etmektedir.

M2: M1'e TL cinsinden vadeli mevduatların eklenmesiyle elde edilen geniş para arzını ifade etmektedir.

M2Y: M2 geniş para arzına döviz tevdiat hesaplarının eklenmesiyle elde edilmektedir.

M3: M2'ye repo ve para piyasası fonlarının eklenmesiyle elde edilen para arzını ifade etmektedir.

M3Y: M3'e döviz tevdiat hesaplarının eklenmesiyle elde edilmektedir.

Kaynak: Mahfi Eğilmez, Kendime Yazılar

3. Finansal Gelişmişlik Sınıflandırması

Makalemizde kullanılan finansal piyasalar ve kurumlara ait veriler, Dünya Bankası tarafından "The Global Financial Development Database" adı altında ücretsiz olarak yayınlanmaktadır. Ayrıca IMF'in "International Financial Statistics, IFS" analizi de bu konuda geniş kapsamlı bir veri hizmeti sunmaktadır. Dünya Bankası ekonomisti Aslı Demirgüç-Kunt ve ekibi tarafından hazırlanan "Dünya Genelinde Finansal Sistemleri Kıyaslama" (Benchmarking Financial Systems around the World, The World Bank, 2012) adlı rapor, akademisyenlere ve piyasa profesyonellerine bir finansal sistemin farklı özelliklerinin nasıl karakterize edilebileceğini ve bu finansal sistemlerin ülkeler, bölgeler ve yıllar boyunca nasıl karşılaştırılabileceğini göstermeyi amaçlamaktadır.

Dünya Bankası, finansal sistemi finansal kurumlar ve finansal piyasalar olarak ikiye, sistemin özelliklerini de derinlik, erişim, verimlilik ve istikrar olarak dört bölüme ayıran bir tablo hazırlamıştır. Tablo 2'de finansal sistemin (kurumlar ve piyasalar ayrı olarak) gelişmişliğinin hangi değişkenlerle ölçülebileceğine dair genel kabul görmüş göstergeler sunulmaktadır. Her sütundaki koyu yazılmış değişkenler o satırdaki niteliğin ölçülmesinde kullanılan temel göstergeleri, diğerleri ise onun yerine kullanılabilecek diğer değişkenleri göstermektedir. Örneğin, finansal kurumlar sütunundaki "özel sektör kredileri/GSYİH" değişkeni finansal kurumların derinliğini ölçmekte kullanılan en bilinen göstergedir. Finansal sistemlerin gelişmişlik seviyeleri karşılaştırılırken bu tablodaki göstergelere bakılarak daha sağlıklı yorumlar yapılabilir.

Tablo 2: Finansal Gelişmişlik Göstergeleri		
	FİNANSAL KURUMLAR	FİNANSAL PİYASALAR
Derinlik	Özel Sektör Kredileri/GSYİH Finansal Kurum Varlıkları/GSYİH M2/GSYİH Mevduat/GSYİH	Borsa Piyasa Değeri/ GSYİH Borsa İşlem Hacmi/GSYİH Özel Sektör Tahvilleri/GSYİH
Erişim	Bin Yetişkin başına hesap sayısı (Ticari bankalar) 100 bin yetişkin başına şube sayısı (Ticari bankalar) Banka hesabı olan kişi sayısının toplam yetişkin nüfusuna oranı	En büyük 10 şirket dışındaki diğer şirketlerin piyasa değerinin toplam piyasa değerine oranı Devlet tahvili getirisi (kısa ve uzun vadeli) Yeni çıkarılan şirket tahvilleri stoku/GSYİH
Verimlilik	Net faiz marjı Faiz dışı gelir/Toplam gelir Aktif karlılığı, Özkaynak karlılığı Herfindahl endeksi (piyasa yoğunlaşmasını ölçer)	Borsa Devir Hızı (Turnover) Reel işlem maliyetleri
İstikrar	İflas riskini ölçen Z-skoru Sermaye yeterlilik oranı Likidite oranı	Borsa Endeks Volatilitesi Fiyat/Kazanç oranı

Kaynak: Dünya Bankası

4. Finansal Sistemin Tarihsel Gelişimi

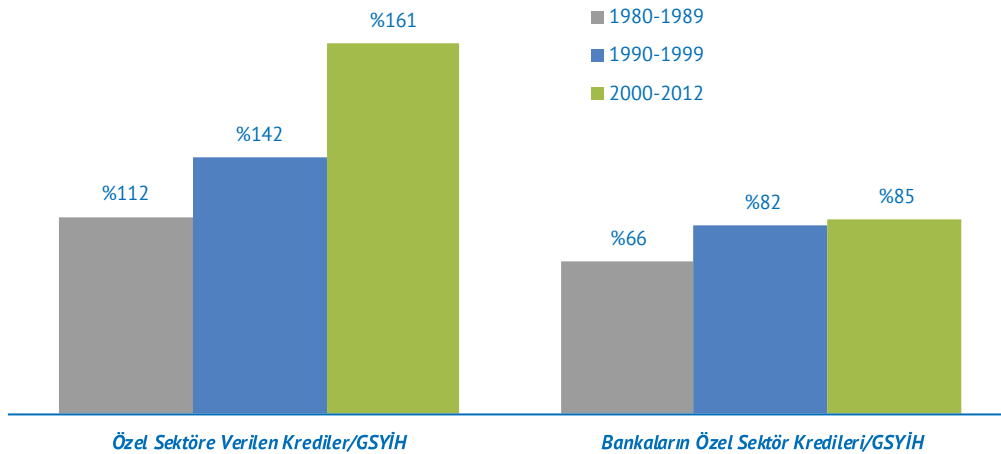
Grafik 1 ve Grafik 2’de, sırasıyla, dünya genelinde bankacılık sisteminin ve sermaye piyasalarının tarihsel gelişimi seçilmiş değişkenler ile gösterilmektedir. Grafikler, bankacılık sektörü verileri için 1980-2012 dönemini kapsarken sermaye piyasaları için 1990-2012 verilerini kapsamaktadır. Dönemler itibarıyla bütün değişkenlerde artan bir eğilim görülmektedir. Dikkat çeken en önemli nokta ise hisse senedi piyasalarının özellikle 1990’lı yıllarda gösterdiği büyük gelişmedir. Bunun en önemli nedenlerinden biri, özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının ortaya çıkışının 1980 ve sonrasında başlaması olarak gösterilebilir.

Bankacılık sisteminin gelişmişlik göstergesi olarak, finansal sistem tarafından özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı ve bankaların özel sektör kredilerinin milli gelire oranı kullanılmıştır. Finansal sistem tarafından verilen özel sektör kredileri bankacılık sektörü tarafından sağlanan özel sektör kredilerine göre daha fazla büyümüştür. Bu da göstermektedir ki banka dışı finansal kurumlar son 30 yılda önemli bir gelişme göstermiştir. Finansal sektör tarafından özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı 1980-1989 arasında ortalama %112 iken 2000-2012 arasında ortalama %161 olarak gerçekleşmiştir. Bankacılığın özel sektör kredileri ise aynı dönemlerde milli gelirin %66’sı ve %85’i kadardır.

Sermaye piyasalarının gelişmişlik göstergesi olarak toplam piyasa değerinin milli gelire oranı ve toplam işlem hacminin milli gelire oranı ile piyasa devir oranı kullanılmıştır. Sermaye piyasaların birçok ülkede 1980’li yıllardan sonra ortaya çıkmasından dolayı Grafik 2’de sadece 1990-1999 ve 2000-2012 dönemleri sunulmaktadır. Toplam işlem hacminin milli gelire oranı 1990-1999 döneminde %45 iken yaklaşık üç kat artış göstererek 2000-2012 döneminde %121 olmuştur. Öte yandan, piyasanın likiditesini ölçen piyasa devir oranı da %67’den %142’ye yükselerek iki kattan fazla artmıştır. Grafik 1 ve Grafik 2’yi karşılaştırdığımızda son 20 yılda sermaye piyasalarının bankacılık sektörüne göre göreceli olarak daha fazla geliştiği söylenebilir. Aslında bu karşılaştırmayı yaparken sermaye piyasalarının yaygınlaşmasının bankacılık sektörüne göre çok daha yeni oluşunu göz önünde bulundurmak faydalı olacaktır.

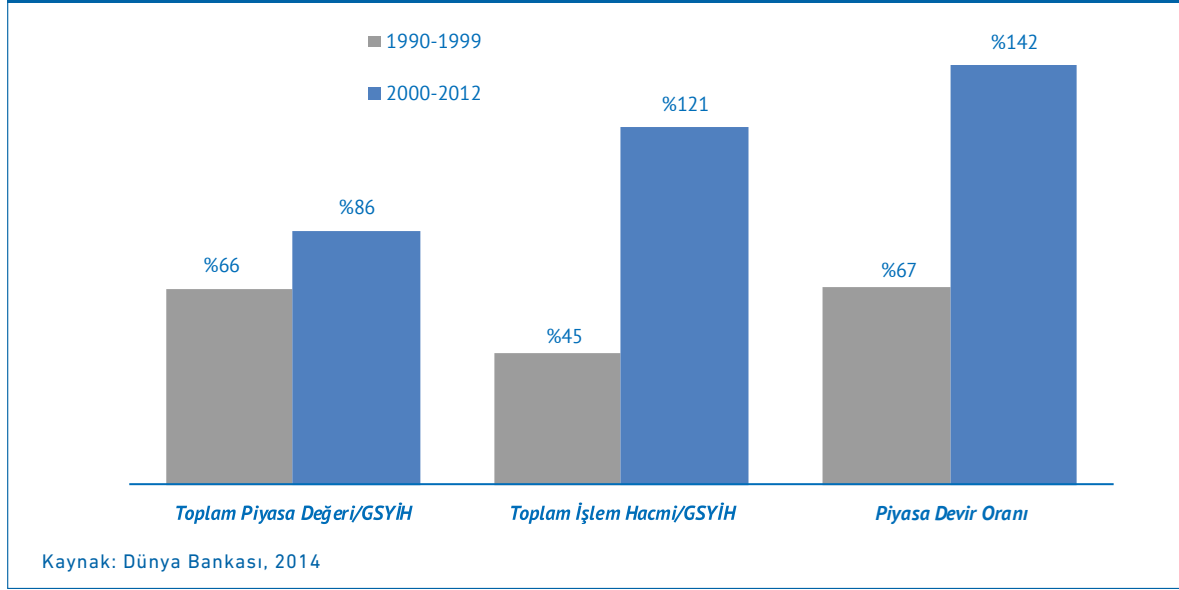
Sonuç olarak, grafiklerde de görüleceği üzere, dünya finans sistemi 1990’lı yıllardan sonra liberalleşmenin etkisiyle oldukça önemli bir gelişme göstermiştir. Yani sıra, sermaye piyasalarının bankacılık sektörüne nazaran daha fazla gelişme gösterdiği gözlenmektedir.

Grafik 1: Bankacılık Sistemi Tarihsel Gelişimi



Kaynak: Dünya Bankası, 2014

Grafik 2: Sermaye Piyasaları Tarihsel Gelişimi



Tablo 3 ve Tablo 4'te, sırasıyla, 2008-2010 dönemi verileri kullanılarak finansal piyasaların ve kurumların en çok kullanılan gelişmişlik göstergeleri özetlenmektedir. Dünya genelinde 103 ülkenin verileri kullanılarak hazırlanan

tablolar, ülkeleri gelişmişlik düzeylerine, gelir gruplarına ve coğrafi bölgelere göre sınıflandırmaktadır. Bu şekilde yapılan bir sınıflandırma, finansal sistemin hangi gelir seviyesinde ve bölgede nasıl bir yapıya sahip olduğunu

Tablo 3: Gelişmişlik-Finansal Piyasalar, 2008-2010

(Toplam Piyasa Değeri + Özel Sektör SGMK) / GSYİH	Ülke Sayısı	Ortalama	En Küçük	En Büyük
Dünya	103	71,2	0,4	532,5
Ekonomik Gelişmişliğe Göre				
Gelişmiş Ekonomiler	43	111,1	10,9	532,5
Gelişmekte Olan Ekonomiler	60	42,5	0,4	245,6
Gelir Seviyelerine Göre				
Yüksek Gelirli	43	111,1	10,9	532,5
Yüksek-Orta Gelirli	33	51,9	0,4	245,6
Düşük-Orta Gelirli	21	33,6	1,3	136,5
Düşük Gelirli	6	22,3	1,8	38,1
Bölgelere Göre				
Yüksek Gelirli: OECD	31	108,2	10,9	244
Yüksek Gelirli: OECD Dışında	11	121,9	33,2	532,5
Doğu Asya & Pasifik	9	70,9	10,3	173,2
Avrupa & Merkez Asya	19	44,9	16	88,1
Latin Amerika & Karayipler	29	41,5	12,3	112
Ortadoğu & Kuzey Afrika	12	34,5	5,5	71,8
Güney Asya	8	35,3	7,9	66,1
Sahra-Altı Afrika	41	20,1	3,2	80,8

Kaynak: Dünya Bankası, 2012

göstermek açısından önem taşımaktadır. Bu iki gösterenin de büyük değerler alması o finansal yapının daha gelişmiş olduğunu göstermektedir.

Finansal piyasaların gelişmişliğini ölçmek için toplam piyasa değeri ve özel sektör menkul kıymetler toplamının milli gelire oranı kullanılmıştır. Ülkeler ekonomik gelişmişliğine göre gruplandırıldığında finansal gelişmişlik göstergesinin ortalama değerlerinin çok farklı olduğu görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde %111 olan bu oran gelişmekte olan ülkelerde %43'tür. Aynı gruptaki ülkeler bazında da bu farklılıkları görmek mümkün olmaktadır. Örneğin, gelişmiş ekonomilerde finansal gelişmişlik göstergesi en küçük 11 değerini en büyük ise 533 değerini almaktadır. Yani finansal piyasaların gelişmişliği ülkelerin ekonomik seviyelerine göre farklılık gösterdiği gibi aynı ekonomik seviyeye sahip ülkeler arasında da önemli farklar görülebilmektedir. Ülkeler gelir seviyelerine ve coğrafi bölgelerine

ne göre gruplandırıldığında da benzer farklılıkları görmek mümkündür. Gelir gruplarına göre sınıflandırmada düşük gelirli ülkelerin, bölgelere göre sınıflandırmada ise Sahra-Altı Afrika ülkelerinin en az gelişmiş finansal piyasalara sahip oldukları görülmektedir.

Türkiye'de toplam piyasa değeri ve özel sektör SGMK toplamının milli gelire oranı, 2008-2010 döneminde ortalama %32 olarak gerçekleşerek gelişmekte olan ülkelerdeki %43'lük oranın çok altında kalmıştır. Bu oran, Türkiye'nin içinde bulunduğu üst-orta gelirli grupunda ise %52'dir.

Finansal kurumların gelişmişliğini ölçmek için ise özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı kullanılmıştır. 173 ülkenin verileri kullanılarak hesaplanan dünya ortalaması %56 olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan, yüksek gelirli ülkelerde bu oran %113 iken düşük gelirli ülkelerde %15'tir. Coğrafi bölgelere göre yapılan sınıflandırmada

Tablo 4: Gelişmişlik-Finansal Kurumlar (Banka ve Banka Dışı Kredi Kurumları), 2008-2010				
Özel Sektör Kredileri/ GSYİH	Ülke Sayısı	Ortalama	En Küçük	En Büyük
Dünya	173	56,3	3,2	361,7
Ekonomik Gelişmişliğe Göre				
Gelişmiş Ekonomiler	48	113,3	3,3	361,7
Gelişmekte Olan Ekonomiler	125	34,5	3,2	112
Gelir Seviyelerine Göre				
Yüksek Gelirli	48	113,3	3,3	361,7
Yüksek-Orta Gelirli	49	48,6	8	11
Düşük-Orta Gelirli	49	30,8	3,2	96,8
Düşük Gelirli	27	15,4	3,3	44,7
Bölgelere Göre				
Yüksek Gelirli: OECD	30	124	43,2	228,2
Yüksek Gelirli: OECD Dışında	17	97,3	3,3	361,7
Doğu Asya & Pasifik	17	46,8	3,3	111,1
Avrupa & Merkez Asya	19	44,9	16	88,1
Latin Amerika & Karayipler	29	41,5	12,3	112
Ortadoğu & Kuzey Afrika	12	34,5	5,5	71,8
Güney Asya	8	35,3	7,9	66,1
Sahra-Altı Afrika	41	20,1	3,2	80,8

Kaynak: Dünya Bankası, 2012

ise, finansal piyasalar göstergesinde olduğu gibi, Sahra-Altı Afrika ülkeleri en az gelişmiş finansal kurumlara sahip ülkeler olarak görülmektedir. Bu iki tablo açıkça göstermektedir ki, ülkeler ekonomik seviyeleri arttıkça daha gelişmiş bir finansal sisteme sahip olmaktadır. Dolayısıyla, bir ülkenin finansal sistemini incelerken, o ülkenin ait olduğu gelir grubunu ve coğrafi bölgeyi göz önünde bulundurmanın daha anlamlı sonuçlar doğuracağı bu tablolarda açıkça görülmektedir.

Türkiye’de özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranının 2008-2010 dönemine ilişkin ortalaması %38 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran, gelişmekte olan 60 ülkenin ortalama değeri olan %34’ün üzerinde iken, %49 olan yüksek-orta gelirli grubun ortalamasının altındadır.

II. FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE EKONOMİK BÜYÜME

Ekonomi literatüründe çok tartışılan fakat kesin bir sonuca bağlanamayan konulardan birisi de finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisidir. Bu konuda teorik literatürde bir görüş birliği olmadığı gibi deneysel çalışmalarda da farklı sonuçlara ulaşılmıştır.

Makalemizin bu bölümünde, finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme literatüründeki önemli çalışmalara değinerek, bu ikisi arasındaki ilişkiyi; gelişmiş, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler bazında inceleyeceğiz.

A. LİTERATÜR

Ekonomi literatürünün en önemli konularından olan uzun dönemli büyüme olgusu, analitik modeller kullanılarak açıklanmaya çalışılmaktadır. Son dönemlerdeki çeşitli büyüme modellerinde, finansal gelişmişlik düzeyi de bir değişken olarak kullanılmaktadır. Finansal yeniliklerin, kredi kanalıyla ekonomik büyüme dinamiğini etkilediği öne sürülmekte ve aynı zamanda tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesinin de finansal aracılık faaliyetleri ile

doğrudan alakalı olduğu düşüncesi savunulmaktadır. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki teorik olarak birçok akademisyen tarafından araştırılmaktadır. Özellikle (alfabetik sırayla) Edward Shaw, Joan Robinson, Joseph Schumpeter, Robert Goldsmith, Robert King, Ronald McKinnon, Ross Levine ve Walter Bagehot gibi ekonomistler bu konuda literatüre çok önemli katkılarda bulunmuşlardır.

1. Finansal Gelişmişliğin Ekonomideki Rolü

Modern büyüme teorisine göre finansal gelişmişlik ekonomik büyümeyi iki farklı kanal yoluyla etkileyebilir.

- I. Sermaye birikimi yoluyla (beşeri sermaye ve fiziksel sermaye dâhil)
- II. Teknolojik gelişmeler yoluyla

Bu etkilerin ortaya çıkabilmesi için finansal sistemin tasarrufu arttırmak ve harekete geçirmek, doğrudan yabancı sermayenin girişini kolaylaştırmak ve arttırmak,

birikmiş sermayenin katma değer yaratan projelere dağıtılmasını sağlamak ve risk yönetimi araçlarını çeşitlendirmek gibi rolleri yerine getirmesi gerekmektedir.

Tasarrufların harekete geçirilmesi bu rollerden en önemlisi ve en belirgini olarak gösterilmektedir. Çünkü güvenli tasarruf araçlarına erişim zorlukları, tasarruf sahiplerini fiziki yatırım aracı olarak adlandırılan mücevherata veya yastık altı tasarrufa yönlendirmektedir. Dolayısıyla, bu tür tasarrufların finansal sisteme aktarılması mümkün

olamamaktadır. Hâlbuki bu birikimler finansal sektöre aktarılmış olsa, verimli bir şekilde kullanılıp ekonomik büyümeye katkı sağlama imkânı olacaktır.

Öte yandan, finansal sistem, tasarrufları harekete geçirip piyasada kullanılabilir fon miktarını arttırarak firmaların teknolojilerini yenilemesine katkıda bulunabilmektedir. Gelişmiş bir teknoloji ile ekonomideki yatırımlar daha verimli olmakta ve ekonomik büyüme desteklenmektedir. Ayrıca, eğitim ve sağlık konularında yapılan yatırımlar da beşeri sermayenin birikiminde önemli bir rol oynayarak o ülkedeki ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Kısaca, yeni teknoloji, eğitim ve sağlık gibi konularda gerekli

yatırımların finansmanı için kredi kanallarının açık ve kolay ulaşılır olmasının ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkisinin olduğu görüşü birçok ekonomist tarafından savunulmaktadır.

Finans-büyüme literatürü önemli sonuçlar ortaya çıkarmış olsa da, finansal sistemin ekonomik büyüme üzerindeki rolü konusunda halen daha genel kabul görür bir sonuca varılamamıştır. Yaklaşık 100 yıldır ekonomistlerin ilgi alanında olan bir konuda görüş birliğine varılamaması da bu konudaki çalışmaların sayısını gün geçtikçe arttırmaktadır.

2. Finansal Gelişmişlik ve Büyüme Yaklaşımları

Ekonomik büyümenin üç temel belirleyicisi bulunmaktadır. Bunlardan ilki sermaye birikimidir. Bir ülkede gelişimin sağlanması için temel şart yatırımın olmasıdır. Yatırım miktarı ise yüksek gelirle elde edilebilen tasarruf artışına bağlıdır. Dolayısıyla sermaye birikiminin arttırılması ve bu birikimin verimli bir şekilde dağıtılması o ülkedeki ekonomik büyümeyi destekleyecektir. İşte bu noktada finansal sistemin gelişmişlik seviyesi çok büyük önem kazanmaktadır. Zira yukarıda da bahsettiğimiz gibi, finansal sisteminin en önemli görevleri arasında tasarrufları arttırmak, sermayenin daha etkin dağılımını sağlamak ve bilgi maliyetlerini azaltmak gibi işlevleri bulunmaktadır. İkinci ve üçüncü belirleyiciler olarak ise teknolojik ilerleme ve işgücü artışı kabul edilmektedir.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen literatür başlıca üçe ayrılmaktadır. Aşağıdaki büyüme yaklaşımları genellikle sermaye ve tasarruf kavramları üzerine kurulmuştur.

i. **Birinci akım:** Robert Solow'un neoklasik büyüme modelinden etkilenmektedir. Bu akım, kişi başı üretimdeki sürdürülebilir büyümenin sadece dışsal (ekonominin iç dinamiklerinden bağımsız olan) teknik bir değişimin sonucu olarak mümkün olabileceğini savunmaktadır. Dolayısıyla finansal sistemin tasarrufları arttırma ve sermayeyi daha etkin dağıtma özellikleri bu yaklaşımda önem taşımaktadır.

ii. **İkinci akım:** Paul Romer ve Robert Lucas'a ait olan içsel (ekonominin iç dinamiklerine bağlı olan) büyüme modeli paradigmasından doğmaktadır. Kişi başı üretimdeki artışın temel bileşeninin içsel değişkenler olduğunu savunan bu akım, bir ekonomideki insan sermayesi ve bilgi temeli gibi içsel kuvvetler nedeniyle kişi başı üretimin sürekli artabileceğini öne sürmektedir. Finansal sistemin temel işlevlerini yerine getirmesiyle, ekonomide biriktirilen sermayenin zaman içerisinde içsel olarak büyümesi ve verimliliğinin artması daha da kolaylaşacaktır.

iii. **Üçüncü akım:** Goldsmith, McKinnon-Shaw ve Fry tarafından geliştirilerek finansal piyasaların büyümedeki rolüne ve önemine dikkat çekmektedir. Bu akım, ekonomik büyüme sürecinde finansal araçların önemli ve pozitif rolüne dikkat çekerek "finansal gelişme, ekonomik büyüme hızını arttırır" hipotezini savunmaktadır.

Ayrıca, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönüne dair çalışmalar da bulunmaktadır. Bu konudaki çalışmalar, Robinson'un öncülük ettiği, ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir ilişki olduğunu savunan akım ve Schumpeter'in öncülük ettiği, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir ilişkinin varlığının savunan akım olarak başlıca ikiye ayrılmaktadır. Robinson, bir ekonomi büyüdükçe finansal hizmetlere olan talebin artacağını, dolayısıyla da finansal sistemin gelişeceğini savunmaktadır. Schumpeter ise, iyi işleyen

bir finansal sistemin biriken fonları en verimli yatırım projelerine aktararak ve yenilikçi projeleri finanse ederek ekonomik büyümenin gerçekleşmesine katkı sağladığını öne sürmektedir.

1980'li yıllardan sonra, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde görülen finansal serbestleşme ve liberalleşmenin finansal sistemde var olan baskıyı kaldırdığı ve daha iyi işleyen finansal yapılara dönüşümü kolaylaştırdığı görülmektedir. Bu dönüşümün de ekonomik büyümeye daha fazla katkı yaptığı görüşü birçok araştırmacı tarafından savunulmaktadır. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönünü izah eden yaklaşımlar dört ana başlık altında toplanmaktadır.

i. **Ekonomik büyüme sonuçtur:** Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde oldukça güçlü ve pozitif bir etkisi bulunduğunu ileri süren bu hipotez Schumpeter tarafından geliştirilmiştir. Bu alanda ilk deneysel çalışmalardan biri King ve Levine (1993)'in ülkeler arası deneysel çalışmasıdır. King ve Levine, bu çalışmaları, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğine dair kuvvetli bir ilişkinin varlığını göstermiştir.

Levine (1997), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında yüksek düzeyde ilişki olduğunu öne sürmektedir. Levine, finansal araçların, finansal gelişmişliğe paralel olarak kurumların ve piyasaların bilgi maliyetlerini en aza indirerek ekonomik büyümeyi desteklediğini savunmaktadır.

Evans (2002), 83 ülkeyi inceleyerek finansal gelişmişliğin ekonomik büyümeye katkısının beşeri sermayeye kıyasla daha fazla olduğu sonucuna varmaktadır.

Thorsten Beck ve diğerleri (vd.) (2004), çalışmalarında 39 ülke verisini kullanarak finansal gelişmenin küçük firmalar üzerindeki kısıtları kaldırarak sanayinin gelişmesine pozitif katkı sağladığı sonucuna ulaşmıştır. Ünlü ekonomist Edward Shaw 1973 yılında yayınlanan makalesinde, finansal liberalleşme ve gelişme sonucunda tasarruf ve yatırım yapma isteğinin ve yatırımların ortalama verimliliğinin arttığına işaret etmiştir.

Bir diğer ünlü ekonomist Ronald McKinnon, 1973 yılındaki makalesinde der ki: Finansal araçlar, yatırım araçlarının çeşitlenmesi ve işlem maliyetlerinin düşmesiyle beraber piyasadan fon bulmayı kolaylaştırmaktadır. Bu da yatırımcıların bilgi maliyetlerini azaltarak yatırım yapanların reel maliyetlerini azaltmaktadır. Eğer finansal sistem, faiz oranları vb. parametrelerle baskı altında tutulursa tasarruflar en uygun düzeyin altında kalmakta ve bu durum da ekonomide risk alma eğilimini azaltmaktadır.

ii. **Finansal büyüme sonuçtur:** Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi takip ettiğini savunan ve "girişimci yol açar, finans bunu takip eder" olarak da tanımlanan bu hipotez Robinson tarafından ileri sürülmüştür.

iii. **Çift yönlü ilişki vardır:** İki değişken arasında çift yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Yani, finansal gelişme büyümeyi, büyüme de finansal gelişmeyi desteklemektedir. Bu tür bir ilişkinin varlığından, ilk defa, Hugh Patrick 1966 yılında yayınlanan çalışmasında söz etmiştir.

iv. **İlişki yoktur:** Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bir ilişki bulunmadığını savunan hipotez Lucas tarafından ileri sürülmüştür. Finansal gelişmişliğin ekonomik büyümeye etkisi olmadığını savunan ekonomistler de bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi olan dünyaca ünlü, 1995 yılında Nobel Ekonomi Ödülü'nü kazanan, Amerikalı ekonomist Robert Lucas'tır. Lucas, 1988 yılında yayınlanan "On the Mechanics of Economic Development" adlı makalesinde, finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasında bir etkileşimin olmadığını öne sürmüştür. Lucas, ayrıca, ekonomistlerin bu konuya gereğinden fazla ilgi gösterdiklerinden de bahsetmektedir.

Finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönünü izah eden dört ana yaklaşım bulunmaktadır.

Harvard'lı ünlü ekonomist Philippe Aghion ve arkadaşları tarafından 2005 yılında yapılan çalışmada finansal gelişmenin uzun dönemli büyüme üzerinde bir etkisi olmadığı savunulmaktadır.

Ayrıca, Japelli ve Pagano (1994), gelişmiş bir ülke olan İtalya'yı inceleyerek hanehalkı kredi miktarı arttığında tasarrufların azaldığını ve ekonomik büyümenin yavaşladığını öne sürmüştür.

Tablo 5'te finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen akademik çalışmalardan bazı örnekler gösterilmektedir.

Son yıllarda yapılan akademik çalışmalar, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenirken, ülkeleri gelir gruplarına veya coğrafik bölgelere göre gruplandırmanın daha doğru ve tutarlı sonuçlar ortaya çıkaracağını göstermektedir. Literatürde yapılan çalışmalar da finansal

gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin gelir gruplarına göre farklılıklar gösterdiğini işaret etmektedir. Dünya Bankası, ülkeleri gelir seviyelerine göre düşük gelirli, düşük-orta gelirli, yüksek-orta gelirli ve yüksek gelirli ülkeler olmak üzere dört ana gruba ayırmaktadır. (Türkiye, yüksek-orta gelirli ülkeler arasında yer almaktadır.)

Bu konuda yapılan çalışmalardan bazılarını özetlemek gerekirse: Aslı Demirgüç-Kunt vd. (2001, 2012), ekonomik olarak gelişmiş ülkelerin daha büyük ve etkin finansal sistemlere sahip olduklarını söylemektedir.

Rioja ve Valev (2004) 74 ülkeyi içeren çalışmalarında, gelişmekte olan ülkelerde, finansal sistemin ekonomik büyümeye katkısının gelişmiş ülkelerdekinden daha fazla olduğu sonucuna ulaşmaktadır. Ayrıca, bu iki ekonomistin 2014 yılında yayınlanan diğer bir makalesinde ise, sermaye piyasalarının düşük gelirli ülkelerdeki ekonomik büyümeyi desteklemediği, buna rağmen bankacılık sektö-

Tablo 5: Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiye Yönelik Bazı Çalışmalar

Yazarlar	Örneklem	Temel Bulgular
R. Goldsmith (1969)	35 ülke	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki bulunmaktadır.
Athe ve Javanovic (1993)	39 ülke	Hisse senedi piyasalarının işlem hacmi ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.
Levine ve Zervos (1996)	77 ülke	Hisse senedi piyasalarının gelişmişliğinin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmaktadır.
Evans (2002)	83 ülke	Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkısının beşeri sermaye gelişiminden daha fazla olduğu sonucuna ulaşmıştır.
Beck vd. (2004)	39 ülke	Finansal gelişme küçük firmalar üzerindeki kısıtları kaldırarak sanayinin gelişmesine pozitif katkı sağlamaktadır.
Müslümov ve Aras (2004)	OECD ülkeleri	Finansal gelişme ekonomik büyümeye neden olmaktadır.
Rioja ve Valev (2004)	74 ülke	Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin ekonomik büyümeye katkısı gelişmiş ülkelerdekinden daha fazladır.
Demirgüç-Kunt vd. (2012)	72 ülke	Ekonomik olarak gelişmiş ülkeler daha büyük ve etkin finansal sisteme sahiptir.
Rioja ve Valev (2014)	62 ülke	Hisse senetleri piyasası az gelişmiş ülkelerde büyümeyi desteklemezken, gelişmiş ülkelerde büyümeyi pozitif etkiler.
Hassan vd. (2011)	168 ülke	Gelişmiş ülkelerde finansal gelişme ekonomik büyümeyi olumsuz etkilerken, gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişme büyümeyi destekler.

rünün sermaye birikimini pozitif yönde etkilediği savunulmaktadır. Yazarlar ayrıca, yüksek gelirli ülkelerde sermaye piyasalarının ekonomik büyümeyi desteklediği görüşünü öne sürmektedir.

Hassan vd. 2011 yılında 168 ülkenin verisini kullanarak yaptıkları çalışmalarında, özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranını finansal gelişme göstergesi olarak

kullanarak, finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisinin ülkelerin gelir durumuna göre değiştiğini savunmuştur. Yazarlar, gelişmiş ülkelerde finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini, gelişmekte olan ülkelerde ise finansal gelişmenin büyümeyi desteklediğini savunmuştur.

III. TÜRKİYE'DEKİ FİNANSAL GELİŞMİŞLİK

Dünya finans sistemi, son 30 yılda büyük gelişme gösterirken gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemleri de derinlik kazanmıştır. Türkiye de bu değişim ve gelişme ayak uydurarak hem ekonomik büyüme hem de finansal gelişmişlik konularında önemli yol kat etmiştir. Makalemizin

takip eden bölümünde, Türkiye finansal sistemi genel bir bakış açısıyla kısaca irdelenip finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik başlıca deneysel bulgular özetlenecektir.

A. TÜRKİYE FİNANS SİSTEMİNE GENEL BİR BAKIŞ

Türk finansal sisteminde bankacılık sektörü hâkimiyet göstermektedir. Sermaye piyasaları ise işlem çeşitliliği, derinlik ve istikrar anlamında henüz gelişme aşamasında bulunmaktadır.

Dünya Bankası tarafından yüksek-orta gelirli bir ekonomi olarak sınıflandırılan Türkiye, 1980'li yıllarda başlayan mali serbestleşme süreciyle birlikte finansal sistemde yapısal değişiklikler uygulamıştır. Reform niteliğindeki bu yapısal değişiklikler, bankacılık sektörü ve sermaye piyasalarının büyümesini ve gelişmesini sağlamıştır.

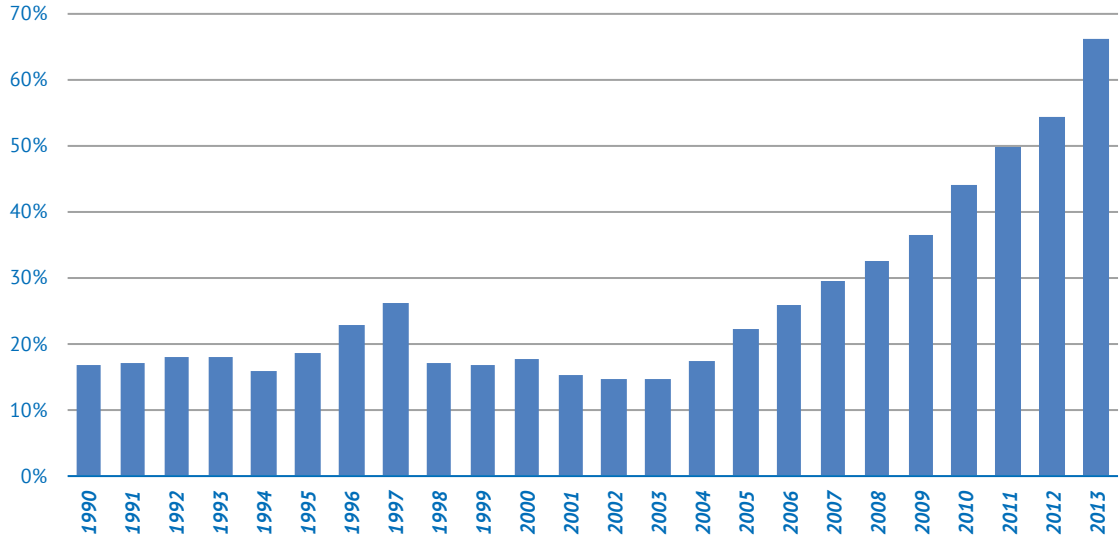
Türkiye'de 1980 ve sonrasında finansal sistem ile alakalı alınan yapısal reformlar, finansal piyasaların derinliğini artırarak insanların tasarruf ve yatırım davranışlarını etkilemeyi (önceki bölümlerde değindiğimiz McKinnon-Shaw hipotezinin de vurguladığı gibi) ve bu şekilde de ekonomik büyümeyi desteklemeyi hedeflemiştir.

Öte yandan, finansal sistemimiz iktisat kuramının öngördüğü, tasarruf ve yatırım etkinliğinin artmasını ve sermaye yatırımlarına yönelik kredi havuzunun genişlemesini iste-

nilen düzeyde sağlayamamıştır. Bilindiği üzere finansal sistemin en önemli rollerinden bir tanesi de kaynakların daha etkin kullanılmasını sağlamaktır. Finansal sistem gelişirken ve derinlik kazanırken eğer kaynaklar daha etkin dağıtılmıyor ise ekonomik büyümenin desteklenmesi zorlaşmaktadır.

Finansal derinleşmeyi sağlayan araçlar, özellikle 1990'lı yıllarda, kamu kesimi açıklarını finanse etmek için kullanılmıştır. Çünkü 1980'ler sonrasında bozulan kamu mali dengesiyle birlikte kamu kesimi borçlanma gereksinimi artmış ve bankacılık sistemi de biriken bu fonları kamu kesimi finansmanı için çıkarılan borçlanma senetlerini almak için kullanmıştır. Kamu menkul kıymetlerinin getirilerinin yüksek olması bankaları, reel kesime kredi vermek yerine menkul kıymet alımına yöneltmiştir. Bu durum, finansal piyasalardan reel kesime kaynak aktarımını kısıtlamıştır. Ayrıca bankaların kredi vermek yerine daha yüksek getirili kamu menkul kıymetlerini tercih etmesi, doğal olarak, kredi faiz oranlarını da yükseltmiştir. Bu da yatırımların artış hızına olumsuz etki etmiştir. Kısaca finans sistemi, en önemli görevlerinden olan yatırımı ve üretken kesimleri

Grafik 3: Bankalar Tarafından Özel Sektöre Verilen Kredilerin Milli Gelire Oranı

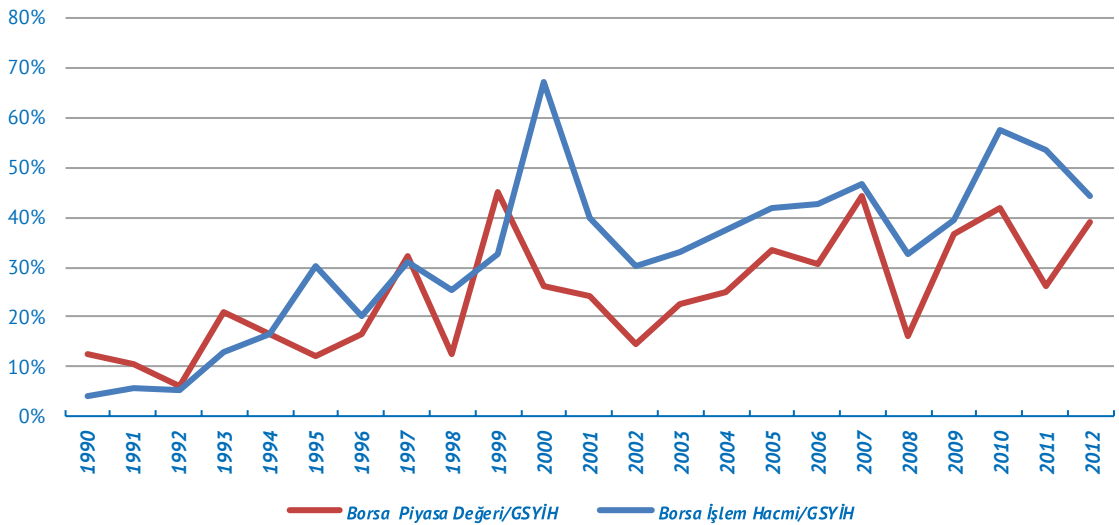


Kaynak: Dünya Bankası, 2014

desteklemeyi kamu kesimi finansman açığından dolayı yeterince yerine getirememiştir. Fakat 2001 krizi sonrası uygulanan para ve maliye politikalarındaki gelişmelerle birlikte Türkiye'nin kamu kesimi dengesi giderek iyileşmiş, borçlanma gereksinimi azalmıştır. Kamu kesimi dengesindeki bu iyileşmeyle birlikte finansal sistemde biriken fonlar daha verimli alanlara yönlendirilmeye ve ekonomik kalkınmaya destek olacak şekilde kullanılmaya başlanmıştır.

Türk finans piyasaları son yıllarda sisteme dâhil edilen yeni finansal araçlarla birlikte çok önemli gelişmeler göstermiştir. Özel emeklilik sistemi ve türev piyasa araçları gibi yeni ürünlerin finans sisteminin daha da derinleşip gelişmesini sağlayacağı görülmektedir. Finansal piyasalarımıza yakın zamanda giren özel emeklilik sistemi gibi gelişme potansiyeline sahip yeni finansal araçlar, tüketicileri birikime yönlterek küçük miktarlardaki tasarrufları

Grafik 4: Borsa İşlem Hacminin ve Borsa Piyasa Değerinin Milli Gelire Oranı



Kaynak: Dünya Bankası, 2014

bir araya getirip ulusal tasarruf düzeyinin artmasına katkı sağlayabilecektir. Diğer taraftan, vadeli işlemler piyasalarının gelişmesi ekonomik birimler için riskten korunma araçlarını çeşitlendirirken, para politikası için de geleceğe yönelik daha fazla bilgi sağlamaktadır. Bu açıdan bakıldığı zaman finansal sistemimize dâhil edilen yeni araçların hem daha fazla fonun birikmesine hem de finansal istikrarın sürekliliğine katkı sağlayacağı görülmektedir.

Türkiye’de finansal serbestleşme sürecinde bankacılık sektörü tarafından özel sektöre verilen krediler ciddi oranda artış göstermiştir. Aynı zamanda Borsa’da işlem gören şirket sayısı ve şirketlerin toplam piyasa değerleri belirgin bir şekilde artmıştır.

Grafik 3’te bankacılık sektörü tarafından özel sektöre verilen kredilerin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı gösterilmektedir. İlk bölümde belirtildiği üzere özel sektör kredileri/GSYİH göstergesi, ekonomistler tarafından bankacılık sektörü gelişmişliğini ölçmek için yaygın olarak kullanılmaktadır. 1990-2000 arasında %20 civarında sey-

reden bu oran, 2004 yılından sonra yükselen bir eğilim göstermektedir. Yukarıda da bahsettiğimiz gibi bu artışın en önemli nedenleri; sıkı mali politikaların sonucu olarak kamu kesimi borçlanma ihtiyacının azalmasıyla birlikte bankaların biriken fonları özel sektöre yönlendirmesi ve küresel likidite bolluğu olarak gösterilebilir. 2013 yılı sonu itibarıyla özel sektöre verilen kredilerin toplamı, gayri safi yurtiçi hasılanın yaklaşık %70’ine ulaşmıştır.

Sermaye piyasalarında gelişmişlik seviyesini ölçmek için en yaygın olarak kullanılan göstergelerden olan borsa işlem hacminin ve borsa piyasa değerinin milli gelire oranları, 1990-2012 dönemini kapsayacak şekilde Grafik 4’te gösterilmektedir. Borsa işlem hacminin gayri safi yurt içi hasılaya oranı 1990 yılında yaklaşık %5, 2000 yılında %65 (tarihi en yüksek değeri) ve 2012 yılında ise %45 civarlarında seyretmektedir. Borsa piyasa değerinin gayri safi yurt içi hasılaya oranı 1990 yılında %12 iken 2012 yılı sonu itibarıyla %40’a ulaşmaktadır.

B. TÜRKİYE’DE FİNANSAL GELİŞMİŞLİK VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi hakkında Türkiye üzerine yapılan çalışmalarda genel yargı, finans sisteminin gelişmesi ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin varlığı yönünde olsa da negatif bir ilişkinin varlığını savunan çalışmalar da bulunmaktadır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz eden çalışmalarda bankacılık sektöründeki gelişmeyi ölçmek için genellikle geniş tanımlı para arzının milli gelire oranı (M2/GSYİH) ve özel sektör kredilerinin milli gelire oranı kullanılmaktadır. Sermaye piyasalarındaki gelişmeyi ölçmek için borsa piyasa değerinin milli gelire oranı, borsanın devir oranı ve borsa işlem hacminin milli gelire oranı gibi göstergeler kullanılmaktadır. Yukarıda belirtildiği gibi, yapılan çalışmalarda ortak bir sonuca ulaşılamamıştır. Bunun en önemli nedeni, kullanılan verilerin, göstergelerin ve yöntemlerin birbirinden farklı olması gösterilmektedir.

Türkiye’deki finansal gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasındaki analizler, incelenen kadarıyla, Kar ve Pentecost’un 2000 yılında yayınlanan çalışmalarıyla

la başlamıştır. Kar ve Pentecost çalışmalarında finansal gelişmişlik seviyesini ölçmek için 5 farklı değişken kullanılmıştır. Kar ve Pentecost, kullanılan değişkenlere göre farklı sonuçlar elde etmekle beraber, “ekonomik büyüme finansal sektörün gelişimine öncülük etmektedir” hipotezini savunmuştur.

Demir vd. (2007), 1995-2005 dönemini inceledikleri çalışmalarında uzun dönemde bankacılık ve hisse senedi piyasalarının gelişmesinin ekonomik büyümeyi artırabileceği, fakat bu etkinin küçük olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca hisse senedi piyasasının ekonomik büyümeye katkısının bankacılık sektörüne göre daha küçük olduğunu savunmuştur.

Coşkun, Temizel ve Taylan (2009) 1998-2008 dönemini kapsayan çalışmalarında, bankacılık sektörünün hisse senedi getirileri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma, uzun dönemde bankacılık sektöründeki gelişmenin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Ancak, kısa dönemde ban-

kacılık sektörü hisse senedi getirisinin ekonomik büyüme üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Tablo 6'da Türkiye'ye ilişkin yapılan bazı çalışmalar özetlenmektedir.

Finansal sistemin ekonomik büyüme üzerine etkileri uzun yıllardır ekonomistler tarafından tartışılan en önemli konulardan biri olarak gösterilmektedir. Ekonomistlerin büyük bir bölümü, finansal piyasaların gelişmesi ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu savunmaktadır. Yani, bu çalışmalar "bir ülkedeki finansal sistem geliştikçe o ülkenin gayri safi yurtiçi hasılası da büyümektedir" tezini savunmaktadır. Öte yandan, bazı araştırmacılar ise finansal gelişmişlik seviyesi ve ekonomik büyüme arasında

belirgin bir pozitif ilişki olmadığını, hatta bazı durumlarda negatif bir ilişkinin görüldüğünü öne sürmektedir.

Son yıllarda, küreselleşmenin de etkisiyle fonlama maliyetlerinin azalması, dolayısıyla reel mevduat faiz oranlarının düşmesi, bireysel yatırımcıları bankacılık sektöründen uzaklaştırarak daha fazla kâr beklentisinin olduğu sermaye piyasalarına yöneltmiştir. Diğer taraftan, sermaye piyasalarına açılmak bir şirket için daha kolay ve büyük miktarlarda borçlanma, tanınırlık, itibar, güven ve küresel piyasalara açılmak gibi önemli fırsatlar sunduğundan, özellikle son yıllarda gelişmiş ülkelerdeki sermaye piyasaları bankacılık sektörüne göre daha fazla gelişmiştir.

Tablo 6: Türkiye'deki Finansal Gelişme-Büyüme İlişkisi Üzerine Yapılan Bazı Çalışmalar

Yazarlar	İnceleme Dönemi	Kullanılan Göstergeler	Temel Bulgular
Kar ve Pentecost (2000)	1963-1995	M2Y/Gayri Safi Milli Hâsıla (GSMH), Mevduat/GSMH, Özel Sektör Krediler/GSMH	Kullanılan değişkenlere göre farklılık göstermekle beraber, genel olarak, ekonomi büyüdükçe finansal sistem de büyür ve gelişir.
Ünalı (2002)	1970-2001	M2/GSMH, Mevduat/GSMH, Özel Sektör Kredileri/GSMH	Kısa dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik vardır. Uzun dönemde karşılıklı etkileşim vardır.
Aslan ve Küçükaksoy (2006)	1970-2004	Özel Sektör Kredi Hacmi Büyüklüğü	Finansal gelişme ekonomik büyümenin nedenidir.
Demir vd. (2007)	1995-2005	Özel Sektör Kredileri/GSMH, Hisse Senedi Piyasa Hacmi/GSMH	Uzun dönemde bankacılık ve hisse senedi piyasalarının gelişmesinin ekonomik büyümeyi arttırabileceği, fakat bu etkinin küçük olduğu sonucuna ulaşmıştır.
Coşkun, Temizel ve Taylan (2009)	1998-2008	Bankacılık Hisse Senedi Endeksi Getirileri	Uzun dönemde bankacılık sektöründeki gelişme ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkiler.
Yücel (2009)	1997-2007	Borsa İşlem Hacmi/GSYİH	Sermaye piyasası gelişiminin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi vardır.
Güneş (2013)	1988-2009	M2/GSMH	Finansal gelişmenin Türkiye'deki iktisadi büyümeye neden olduğuna ilişkin bir kanıtı ulaşılamamıştır.

Kaynak: Güneş, 2013

GENEL DEĞERLENDİRME

Bu makalemiz, finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme ilişkisini üç ana başlık altında incelemiştir. Çalışmamızın ilk bölümünde, finansal kurumların ve piyasaların tanımlarından başlanarak farklı finansal sistem yapıları ve finansal gelişmişlik ölçütleri kısaca ele alınmıştır. Finansal sistemler, banka temelli ve piyasa temelli olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Finansal sistemin banka temelli veya piyasa temelli olması bu iki kavramın finansal sistem içerisindeki paylarına göre değişmektedir. Almanya, Japonya ve Fransa gibi banka temelli sistemlerde mevduat ve kredi gibi araçlar kullanılırken; ABD ve İngiltere gibi piyasa temelli sistemlerde ise çeşitli menkul kıymetler daha yoğun olarak kullanılmaktadır.

İkinci bölümde, finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme yazınından örnekler verilerek bu ikisi arasındaki ilişkinin daha belirgin bir şekilde ortaya konulması amaçlanmıştır. Literatürdeki çalışmalar, genellikle finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi desteklediğini savunmuştur. Fakat finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisinin, ülkelerin ekonomik gelişmişlik seviyesine göre değişiklik gösterebileceği de vurgulanmaktadır. Yapılan akademik çalışmalar, az gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarının ekonomik büyümeye anlamlı bir katkı yapmadığını, gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerde ise sermaye piyasalarının gelişmeyle ekonomik büyüme arasında daha belirgin ve pozitif bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Öte yandan, bankacılık sektörü, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümesini desteklerken gelişmiş ülkelerde aynı etkiyi gösterememektedir.

Makalemizin son bölümünde, Türkiye'deki finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme ilişkisi irdelenip verisel bulgular kısaca özetlenmiştir. Özellikle 1980 sonrasında mali piyasaların liberalleşmesi ile finansal piyasalarda büyük miktarda fon birikimi gerçekleşmiştir. 2000'li yıllara kadar kamu kesimi borçlanma ihtiyacını karşılamak için kullanılan bu fonların bir kısmının daha sonraki yıllarda reel ekonomiye aktarılmasıyla birlikte finansal sektörün gelişmesi ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmiştir. Bankacılık sektörünün ekonomik büyüme üzerine etkisinin sermaye piyasalarının büyümeye etkisinden daha fazla olduğu görülmektedir. Bunun en önemli nedenleri olarak bankacılık sektörünün daha uzun yıllara dayanan

geçmişi, toplumun daha büyük bir kısmının erişimine açık olması ve sermaye piyasalarının henüz tüketiciler tarafından yeterince tanınmıyor olması gösterilmektedir.

Sonuç olarak, finansal sistemin etkinliği ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu hipotezi akademik çevrelerce çoğunlukla kabul görmektedir. Fakat ekonomik büyümenin ortalama gelir düzeyinde artışa, yasal düzenlemelerde gelişmeye ve finansal sistemin gelişimi için uygun ortam hazırlamaya neden olduğu görüşü de birçok araştırmacı tarafından savunulmaktadır. Dolayısıyla finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişkinin varlığı kabul edilmiş olsa da nedenselliğin yönü halen tartışılmaktadır.

Özellikle son on yılda yapılan çalışmalar göstermektedir ki finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi, gelişmekte olan ülkelerde (gelişmiş ve az gelişmiş ülkelere nazaran) daha kuvvetlidir. Finans sistemi, bankacılık sektörü ve sermaye piyasaları olmak üzere iki grupta incelendiğinde, sermaye piyasalarının düşük gelirli ülkelerdeki ekonomik büyümeyi desteklemediği, fakat bankacılık sektörünün sermaye birikimini pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Yüksek gelirli ülkelerde ise sermaye piyasaları bankacılık sektörüne göre ekonomik büyümeyi daha fazla desteklemektedir. Son olarak, gelişmekte olan ülkelerde ise finansal sistemin (hem bankacılık hem de sermaye piyasalarının) gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki genellikle pozitif olmakta ve daha çok bankacılık sektörüne bağlı bir ekonomik büyüme gerçekleşmektedir.

Kaynaklar

- Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki, Aslı Afşar, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 36, 2007.
- Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-country Comparisons. Asli Demircuc-Kunt and Ross Levine, The World Bank, 2001.
- Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Ampirik Bir Analizi: Türkiye Örneği Burcu Özcan, Ayşe Arı, Business and Economics Research Journal, Volume 2, Number 1, pp. 121-142, 2011.
- Benchmarking Financial Systems Around the World, Cihak et al., The World Bank, 2012.
- Finansal Gelişmişlik Ve Büyüme Arasındaki Nedensellik Testi: Türkiye Örneği, Sevcan Güneş, Doğu Üniversitesi Dergisi, 14 (1), 73-85, 2013.
- Geçiş Ekonomilerinde Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi, Seymur Ağayev, Marmara Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt XXXII, Sayı I, S.155-164, 2012
- The Importance of Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction, Department for International Development Policy Division Working Paper, UK, 2004.
- World Development Indicators, The World Bank, 2014.
- World Development Indicators, The World Bank, 2012.
- Dünya Bankası Veri Sistemi: <http://data.worldbank.org>
- Dünya Bankası: www.worldbank.org
- Uluslararası Para Fonu: www.imf.org
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: www.tcmb.gov.tr
- Borsa İstanbul: www.borsaistanbul.com

LATİN AMERİKA ÜLKELERİNDE ORTAK BİR PİYASA - MILA

Mayıs 2011'de faaliyete geçen Latin Amerika Ortak Piyasasının temel amacı bölgedeki sermaye akımlarının ve hisse senedi piyasalarındaki likiditenin artırılmasıdır. Özellikle bölgede önemli bir güç olan Brezilya'nın karşısında, Peru, Şili, Kolombiya ve Meksika işbirliği içinde yatırımcıları çekmeyi hedeflemektedir. Bununla birlikte, MILA'nın gelişiminin önünde bazı engeller de bulunmaktadır. İşlem ve işlem sonrası hizmetlere ilişkin düzenlemelerde uyumsuzluklar, vergi uygulamalarındaki farklılıklar, işlem yapılan para birimlerinin ortak olmaması, çözülmesi gereken öncelikli hususlardır.



Gökben Altaş

galtas@tspb.org.tr

Son 30 yılda dünyada borsalar arası işbirlikleri giderek yaygınlaşmıştır. Bunun pek çok sebebi vardır. Yüksek olan işlem maliyetlerinin düşürülmesi, borsaların böyle bir yola girmelerinin öncelikli sebeplerindendir. Bir diğer neden, sürekli olarak gelişen ve dinamik bir yapıya sahip olan sermaye piyasasında yeni yatırımcılara ulaşabilme çabasıdır. Küreselleşme ile piyasalardaki bariyerlerin kalkması da birleşme ve işbirliklerinin ardındaki önemli nedenler arasındadır. Gerçekleştirilen ortaklıklar ile yatırımcılar bulundukları lokasyondan bağımsız olarak, okyanus aşırı ülkelerdeki menkul kıymetlerin alım satımlarını yapabilmektedir.

Kendi ülkelerindeki diğer borsa veya takas kurumlarıyla birleşen borsaların büyümesi ülke sınırları içinde kalmamış, önce civar ülke borsalarıyla, ardından okyanus aşırı borsalarla satın alma ve birleşmeler gerçekleşmiştir. Bu gruplardan en dikkat çekenleri ise okyanus aşırı birleşmeler yaparak bugünkü yapılarına kavuşan, ABD-Avrupa ortaklı gruplar olan NYSE Euronext ile NASDAQ OMX'tir. Paris, Brüksel, Amsterdam, Lizbon ve LIFFE borsalarının birleşmesiyle oluşan Euronext Grubu, Nisan 2007'de ABD'li New York Borsası (NYSE) ile birleşmiştir. Stockholm, Kopenhag, Vilnius, İzlanda, Helsinki, Tallinn ve Riga Borsalarından oluşan OMX Grubu ise Şubat 2008'de NASDAQ tarafından satın alınmış, NASDAQ OMX Grubu oluşmuştur. Her iki grup da büyümeye devam etmiş, çeşitli ülke borsaları bünyesine katmıştır.

Satın alma ve birleşmenin yanı sıra borsalar arası yapılan stratejik ortaklıklar da yaygınlaşmış, bir ülkedeki borsa üyeleri diğer borsalara da doğrudan bağlanarak işlem yapabilir hale gelmiştir. Bunun en büyük örneklerinden biri Tokyo Borsası ile NYSE Euronext grubu arasında Mart 2011'de yapılan ortaklıktır. Aralık 2011'den itibaren iki borsadaki üyeler kendi sistemlerini kullanarak öteki borsanın platformuna erişim sağlayabilmektedir.

Dünyada bu gelişmeler yaşanırken, Latin Amerika'da Şili, Kolombiya ve Lima Borsaları ile merkezi saklama kuruluşları bir araya gelmiş ve üç ülkedeki hisse senetlerinin işlem göreceği bölgesel bir piyasa yaratmak için 2009 yılında bir antlaşma imzalamıştır. Yapılan çalışmaların sonucunda, Latin Amerika Ortak Piyasası (Mercado Integrado Latinoamericano-MILA) 30 Mayıs 2011 tarihinde faaliyete başlamıştır. Böylece Şili, Kolombiya ve Peru'daki yatırımcılar, yerel aracılı kullanarak diğer ülkelerdeki hisse senetlerinde işlem yapabilmektedir. Aralık 2014'te ise Meksika Borsası ve merkezi saklama kurumu Indeva da resmen MILA'ya üye olmuştur.

Latin Amerika Ortak Piyasasının ele alındığı bu çalışmada ilgili ülke sermaye piyasası yapılarına kısaca değinilerek, ortak piyasanın işleyişi irdelenecektir.

2011 yılında faaliyete geçen Latin Amerika Ortak Piyasası (MILA) ile Şili, Kolombiya, Peru ve Meksika'daki yatırımcılar, yerel aracılı kullanarak diğer üye ülkelerdeki hisse senetlerinde işlem yapabilmektedir.

I. MILA ÜYESİ ÜLKELERİN SERMAYE PİYASALARI

Bu bölümde Latin Amerika Ortak Piyasası üyesi Kolombiya, Peru, Şili ve yeni üye Meksika sermaye piyasası düzenleyici otoriteleri, borsaları ve işlem sonrası hizmet sunan kurumları hakkında genel bir bilgi verilecektir. Ülke detaylarına girmeden önce, ekonomik büyüklüklerine ve sermaye piyasaları büyüklüklerine değinilmiştir.

Tablo 1'de MILA üyesi ülkelere ait temel makroekonomik veriler özetlenmiştir. 2014 yılındaki büyüme oranının %4-6 arasında olduğu bu ülkeler nispeten düşük enflasyon oranına sahipken, işsizlik oranı %6-10 arasındadır. Aynı ülkelerin ticaret hacmi de 80-150 milyar \$'ın arasındadır. Tüm MILA üyeleri içinde en düşük nüfuslu Şili'de kişi başı milli gelir 15.000 \$'ın üzerindedir. Meksika ve Kolombiya'da kamu borç stoku diğer üyelere nispeten yüksektir. Tüm MILA üyeleri geçen yılda cari açık vermiştir.

Şili dışındaki tüm üye ülkelerde işlem gören şirketlerinin toplam piyasa değerinin milli gelire oranı %37-38'dir. Şili'de ise bu oran %88'e çıkmaktadır. Bu durum ileride de değinileceği gibi ülkedeki özel emeklilik sistemi ve uzun vadeli yatırım yapan kurumsal yatırımcıların yaygın olmasının bir yansımasıdır.

Meksika'nın 2014 sonunda katıldığı grup, 200 milyondan fazla nüfuslu, 2 trilyon \$ milli gelire ve 1 trilyon \$'dan fazla dış ticaret hacmine sahip bir alanı kapsamaktadır. Grup dünya nüfusu ve milli gelirinden %3 pay almaktadır.

Meksika'nın katılımıyla, MILA Latin Amerika'da yaklaşık 800 şirket sayısı ve 1 trilyon \$'a yakın piyasa değerine ulaşmıştır. Meksika'nın katılımıyla Pasifik İttifakının¹ tüm üyeleri MILA bünyesine girmiştir.

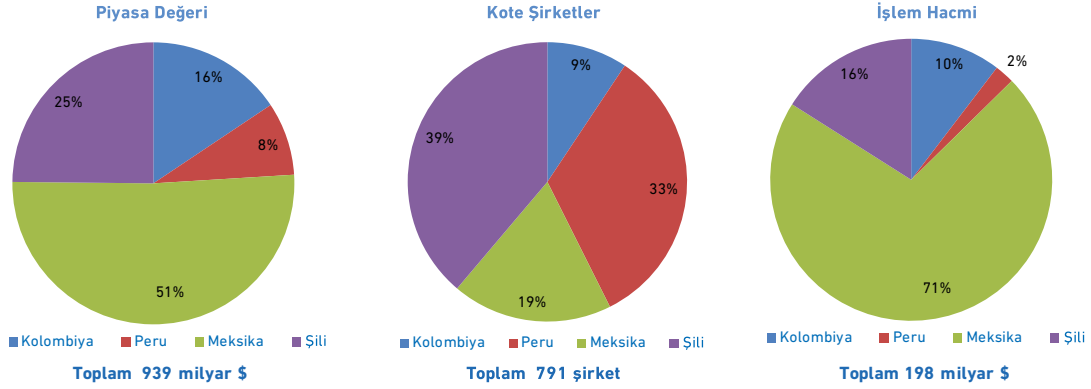
Tablo 1: MILA Üyesi Ülkeler Makroekonomik Göstergeler (2014)

	Kolombiya	Meksika	Peru	Şili
GSYH (Milyar ABD\$)	400.1	1,295.9	208.2	264.1
Kişi Başına Düşen GSYH (ABD\$)	8,030.7	10,661.2	6,540.3	15,687.0
GSYH Büyüme Oranı (%)	4.9	1.4	5.8	4.3
Enflasyon Oranı (%)	1.9	4.0	2.9	2.8
İşsizlik Oranı (%)	9.7	4.9	7.5	5.9
Nüfus (Milyon)	47.1	118.4	30.9	17.6
Kamu Borç Stoku (% GSYH)	35.8	46.3	20.3	12.8
Dış Ticaret Hacmi (Milyar \$)	118.9	809.1	81.7	149.0
Cari Denge (Milyar ABD\$)	-12.8	-29.7	-8.8	-10.1
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyar ABD\$)	-8.5	-26.0	-9.2	-9.3
Net Yabancı Portföy Yatırımları (Milyar ABD\$)	-7.0	-49.5	-5.2	-5.0
Piyasa Değeri/GSYH	37%	37%	38%	88%

Kaynak: World Bank WDI, IMF WEO, WTO, WFE
2013 yılına ait veri

¹ Şili, Kolombiya, Meksika ve Peru'nun dahil olduğu Pasifik İttifakı bölgedeki önemli ekonomik ortaklık platformlarından biridir. 28 Eylül 2011'de kurulan ittifak, katılımcı ülkeler arasında malların, hizmetlerin ve kişilerin serbest dolaşımı ile ticaretin serbestleştirilmesi öngörülmektedir. İttifak'ta 30'a yakın gözlemci üye de bulunmakta olup, Türkiye de 2013 yılından itibaren bu listededir.

Şekil 1: MILA Üyesi Ülkelere İlişkin Temel Büyüklükler (2014)

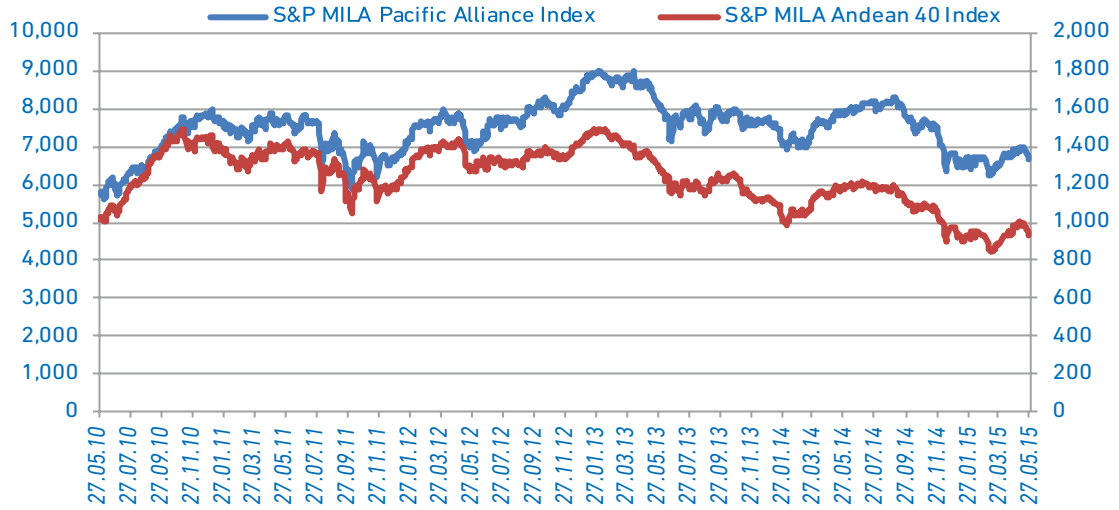


Kaynak: Dünya Borsalar Federasyonu

Global endeks şirketi Standard and Poors da MILA'nın faaliyete başlamasıyla birlikte S&P Mila Andean endeks grubunu hesaplamaya başlamıştır. S&P Mila Andean 40 endeksinde Şili, Peru ve Kolombiya'dan piyasa değeri en yüksek 40 şirket yer almaktadır. Endekste bir ülkenin

ağırlığı %50, bir şirketin de ağırlığı %8'i geçmeyecek şekilde şirketler dahil edilmiştir. Finans, Hizmetler, Enerji gibi sektör endeksleri de hesaplanmaktadır. 2014 yılında Meksika'nın da MILA'ya dahil edilmesiyle S&P Mila Pasific Alliance hesaplanmaya başlamıştır.

S&P MILA Endeksleri



Kaynak: S&P

A. KOLOMBİYA SERMAYE PİYASASI

Kolombiya'da finansal kurumların oluşumuyla birlikte, ilk finansal düzenlemeler 20. yüzyılın başında yapılmış, ilk borsa (Borsa Bogata) 1928'de kurulmuştur. 2001 yılında Bogata Borsası, ülkedeki diğer borsalarla (Madellin Borsası-1961; Occident-1983) birleşerek Kolombiya Borsasını oluşturmuştur.

Finansal sistem, temelde 1993 yılında getirilen Finansal Sistemin Yapısı ve 2010 yılında yenilenen Sigortacılık, Finans ve Borsa Sektörü yasaları ile düzenlenmiştir. Söz konusu yasaların yanı sıra, kamuyu aydınlatma, finansal tüketicilerin korunması vb. konularda son yıllarda piyasaya yönelik yeni düzenlemeler getirilmiştir. Maliye Bakanlığı'na bağlı Finansal Gözetim Kurulu, sermaye piyasalarının düzenlenmesinden ve denetlenmesinden sorumludur.

Hisse senedi, borsa yatırım fonu, özel ve kamu borçlanma araçları, repo, döviz ile çeşitli türev ürünlerin (faize, döviz ve hisse senetlerine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri) işlem gördüğü Kolombiya Borsası halka açık bir şirket yapısında olup, 2007 yılından itibaren kendi piyasasında işlem görmektedir. Üyeler ile yerel ve yabancı şirketlerin ortak olduğu borsanın %85'i halka açıktır.

Hisse senetleri ile türev ürünler Nasdaq OMX'in X-Stream adlı işletim sistemi üzerinden işlem görmektedir. Sabit getirili menkul kıymetler için yerel işlem platformu MEC Plus kullanılmaktadır. Dünya Borsalar Federasyonuna üye olan Kolombiya Borsası ayrıca Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Borsalar Girişiminin² (United Nations Sustainable Stock Exchanges Initiative-SSE) de 2014 yılında bir parçası olmuştur.

Kolombiya Borsası Genel Bilgileri				
Piyasa Verileri	2000	2005	2010	2014
Aracı Kurum Sayısı	37	39	27	26
Hisse Senedi				
Piyasa Değeri	11,095	50,501	208,502	146,746
Kote Şirket Sayısı	110	98	86	74
Endeks Değeri (Coleqty) ¹	2,334	9,513	15,497	1,029
İşlem Hacmi (milyon \$)	547	9,419	27,868	20,640
Tahvil-Bono				
Kote Tahvil Sayısı	381	435	610	785
İşlem Hacmi (milyon \$)	114,043	472,517	1,135,767	805,812
Türev				
İşlem Hacmi (milyon \$)	-	-	27,604	39,975
Genel Bilgiler (Hisse Senedi)				
İşlem Saatleri: 9:30- 16:00				
Takas Süresi : T+3				
Vergi oranı (hisse senedi) ²				
Sermaye kazançları: %0				
Temettü: %20				

Kaynak: Kolombiya Borsası, Iberoamerikan Borsalar Federasyonu, Deloitte

¹ 2013 yılında endeks hesaplaması değişmiştir.

² Mali yıl içerisinde hisse senedi yatırımlarının %10'unun satılması durumunda %14 vergiye tabidir.

² İlk toplantısını 2009'da ABD'de Birleşmiş Milletler önderliğinde gerçekleştiren girişim, borsalar, düzenleyiciler ve şirketlerle işbirliği ile çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim konularında şeffaflığın artırılmasına ve sürdürülebilir yatırımların gelişmesine katkı sağlamayı amaçlamaktadır. 2012 yılında Borsa İstanbul'un da dahil olduğu girişimde 20'ye yakın borsa olup, bu borsalar kendi piyasalarında sürdürülebilirliğe ilişkin farkındalığı artırmaya yönelik gönüllü taahhütte bulunmuştur.

Hisse senedi işlemleri 9:00-16:00 arası tek seansta yapılmaktadır. Hisse senedi ve sabit getirili menkul kıymetlerin takası ve saklaması Kolombiya Merkezi Saklama Kurumunca (DECEVAL) yapılır. Borsanın iştiraki olan DECEVAL de MILA üyesidir. Özel şirket statüsünde olan DECEVAL'ın menkul kıymetlerin kaydıleştirilmesi ve saklanmasının yanı sıra yatırımcıları koruma fonunun yönetilmesi sorumluluğu vardır. Hisse senetleri için takas T+3, sabit getirili menkul kıymet içinse T+0 ile T+3 arasında değişmektedir. İşlemlerin 9:00 ile 13:00 arası yapıl-

dığı türev ürünler için Kolombiya Merkezi Karşı Taraf Odası (CCRV) merkezi karşı taraf olup, CCRV'de Kolombiya Borsası ve Merkezi Saklama Kurumunun (DECEVAL) payı bulunmaktadır. Takas süresi T+1'dir.

2000 yılında 11 milyar \$ olan piyasa değeri, 2010'da 200 milyar \$'ı aşmış, devam eden yıllarda artan küresel belirsizliklerle dalgalanmış ve 2014 sonunda 150 milyar \$'ın altına inmiştir. 2014 sonu itibarıyla 74 şirketin işlem gördüğü piyasada, işlem hacmi 21 milyar \$ civarındadır.

B. ŞİLİ SERMAYE PİYASASI

19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren ekonomisinin güçlenmesi ve ticaretin genişlemesi ile 1893 yılında Santiago Borsası kurulmuştur. Önceleri daha çok maden sektöründen şirketlerin işlem gördüğü borsaya zamanla ekonominin gelişmesi ve yeni sektörlerin ön plana çıkmasıyla diğer şirketler de kote olmaya başlamıştır. Mevcut durumda Şili Borsası, Latin Amerika'da Brezilya ve Meksika'dan sonra piyasa değeri ve işlem hacmi sıralaması açısından 3. sırada yer almaktadır.

Şili sermaye piyasası temelde 1981 yılında getirilen Sermaye Piyasası Kanunu ile düzenlenirken, sigortacılık ve yatırım faaliyetleri Şili Menkul Kıymet ve Sigorta Gözetim Kurulu denetimi altındadır. Emeklilik fonlarının³ denetimi ise Emeklilik Gözetim Kurulundadır. Bankalar; Merkez Bankası ile Bankalar ve Finansal Kurumlar Gözetim Kurulunun denetimindedir. Bankalar hisse senedi veya yatırım bankacılığı işlemleri yapamazken sigorta şirketine de sahip olamaz. Türkiye'de olduğu gibi hisse senedi işlemleri aracı kurumlarca yapılırken, bankalar sermaye piyasası faaliyetlerini iştirakleri olan aracı kurumlarca gerçekleştirir.

Şirket statüsünde olan ve ülkenin en büyük borsası olan Santiago Borsasının sahipleri üye aracı kurumlardır. Zorunlu özel emeklilik sisteminin getirildiği Şili'de hisse senedi piyasası civar ülkelere göre daha büyüktür. Ancak

yine uzun vadeli yatırım yapan emeklilik fonlarının etkisiyle işlem hacmi ve devir hızı nispeten düşüktür. Yabancılar işlemlerin beşte birini gerçekleştirmektedir. Borsada hisse senetlerinin yanı sıra sabit getirili menkul kıymet ve yatırım ortaklıkları işlem görmektedir. Türev kontratların da yakın zamanda işlem görmesi planlanmaktadır. Borsada işlem gören likit şirketler⁴ sermaye kazançlarından vergiden muaftır. Borsada hisse senetlerinin yanı sıra sabit getirili menkul kıymetler ile döviz ve endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri alınıp satılmaktadır.

Ülkede Santiago Borsasının yanı sıra Şili Elektronik Borsası ile yerel Valparaíso Borsası olup, bu borsalar MILA üyesi değildir. Bankaların kurduğu Elektronik Borsada ülkedeki toplam hisse işlemlerinin yaklaşık %10'u, spot döviz işlemlerinin de önemli bir kısmı yapılır. Valparaíso Borsasında işlemler kısıtlıdır.

Santiago Borsasında hisse senedi işlemleri 9:30-16:00 (Ekim-Nisan ayları arasında 9:30-17:00) arasında tek seansta yapılır. Hisse senetleri için takas süresi T+2 iken, sabit getirili menkul kıymetlerde bu süre T+1'dir. İşlemlerin mutabakat ve takası daha önceden borsa bünyesinde yapılırken, 2010 yılından itibaren borsanın bir iştiraki olarak kurulan merkezi karşı taraf şirketi (CCLV) tarafından yapılmaktadır.

³ Şili'de 1980 yılında yaşanan askeri darbenin ardından ekonomi politikalarında önemli değişimlere gidilirken, emeklilik sisteminde de radikal kararlar alınmıştır. Emeklilik sisteminde kamunun rolü, bireysel emeklilik şirketlerine devredilmiş, zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir. Şili'deki emeklilik sistemi için detaylı bilgiye TSPB'nin aylık yayın organı Sermaye Piyasasında Gündem'in Ağustos 2010 sayısından ulaşılabilir.

⁴ Likit şirketler son 180 işlem gününde günlük yaklaşık 50.000 \$'ın üstünde işlem hacmine sahip şirketler olarak tanımlanmakta olup, her ay sonu borsa tarafından açıklanmaktadır.

Menkul kıymetler Merkezi Saklama Kurumunda (DCV) saklanır. Üye aracı kurum ve borsaların ortak olduğu DCV'de uluslararası alanda takas ve saklama hizmeti veren ABD kökenli Depository Trust & Clearing Corporation'ın da %10 payı vardır. DCV MILA üyesidir.

Şili borsası özellikle son yıllarda piyasaların gelişimi için çalışmalarını artırmış, diğer gelişmiş borsalarla işbirliğine gitmiştir. Örneğin borsada 2010 yılından itibaren yüksek frekanslı işlemlerin yapılması için işletim sistemi olan Rueda Única'nın yanı sıra 2010'da saniyenin binde birinde 3.000'den fazla işlem yapmasına izin veren Teleprego HT sistemi getirilmiştir. Benzer şekilde, borsa 2014 yılında Kanadalı girişim borsası TSX Venture işbirliğinde küçük ve orta ölçekli şirketlerin (özellikle de kuruluş aşamasında olan maden şirketlerinin) işlem görmesi için SSE Girişim

Piyasasını kurmuştur. Bu piyasada işlem gören şirketler TSX Venture'da da işlem görebilmektedir. Benzer şekilde Kanadalı şirketler bu piyasada işlem görebilmektedir. Santiago Borsası Brezilyalı BM&FBovespa işbirliğinde türev piyasasının altyapı çalışmalarını başlatmıştır. Nisan 2015'te Şili Menkul Kıymet ve Sigorta Gözetim Kurulundan izin alan borsada yakın zamanda endekse dayalı ve dövizle dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem görmesi beklenmektedir.

Santiago Borsası MILA üyeleri arasında Meksika'dan sonra en büyük piyasadır. 2014 sonunda 233 milyar \$'ı aşan piyasa değerine rağmen, işlem hacmi 32 milyar \$ civarındadır. Nispeten düşük işlem hacmi daha önce de değinildiği gibi uzun vadeli yatırım yapan özel emeklilik fonlarının bir yansımasıdır.

Santiago Borsası Genel Bilgileri				
Piyasa Verileri	2000	2005	2010	2014
Aracı Kurum Sayısı	37	34	32	31
Hisse Senedi				
Piyasa Değeri	60,401	136,493	341,799	233,245
Kote Şirket Sayısı	261	246	231	307
Endeks Değeri (Colcap)	4,869	9,206	22,979	18,870
İşlem Hacmi (milyon \$)	6,083	18,961	60,820	31,826
Tahvil-Bono				
İşlem Hacmi (milyon \$)	41,850	105,940	177,440	194,920
Genel Bilgiler (Hisse Senedi)				
İşlem Saatleri : 9:30- 16:00				
Takas Süresi : T+2				
Vergi oranı				
Sermaye kazançları: %0				
Temettü: %17				

Kaynak: Santiago Borsası, Iberoamerikan Borsalar Federasyonu, Deloitte

C. PERU SERMAYE PİYASASI

Peru'da sermaye piyasasının oluşumu 19. yüzyıla dayanmakta olup, Lima Ticaret Borsası 1860 yılında kurulmuştur. Ancak işlemler 1890 yılında başlamıştır. Dünya savaşları ve Büyük Buhran'ın etkisiyle bu borsa kapatılmış, 1945 yılında yeni yapısıyla yeniden açılmıştır. 1970 yılında ise ismi Lima Borsası olarak değişen borsa, kâr amacı gütmeyen şirket statüsündeydi. 1995 yılında elektronik ortamda işlemler yapılmaya başlamış, 2002 yılında da borsa özel şirket konumuna geçmiştir.

Peru'da sermaye piyasası 1996 yılında getirilen Menkul Kıymetler yasası ile düzenlenmektedir. Sermaye piyasası Sermaye Piyasası Gözetim Kurulunun denetimi altındadır. Bankalar, Merkez Bankası ile Bankacılık ve Sigortacılık

Gözetim Kurulunun düzenlemesine tabidir. Sigorta şirketleri de bu kuruluşun denetimindedir.

Lima Borsasında hisse senetleri, yatırım ortaklıkları, depo sertifikaları ve sabit getirili menkul kıymetler işlem görmektedir. Türev işlemler henüz yoktur. Menkul kıymetlerin ödünç alınabileceği pazar da bulunurken, küçük ve orta ölçekli şirketler ayrı bir pazarda kolaylaştırılmış kotasyon koşullarında işlem görmektedir.

Borsada hisse senedi işlemleri 8:30-14:55 arasında yapılırken, işlem öncesi ve sonrası açılış (10 dakika) ve kapanış seansı (5 dakika) vardır. Ekim-Mart dönemi saatler 1 saat ileri alınmaktadır (9:30-15:55).

Lima Borsası Genel Bilgileri				
Piyasa Verileri	2000	2005	2010	2014
Aracı Kurum Sayısı	24	18	23	24
Hisse Senedi				
Piyasa Değeri	9,750	24,140	103,347	78,840
Kote Şirket Sayısı	227	224	248	263
Hisse Senedi Endeksi (IGBVL)	1,208	4,802	23,375	15,754
İşlem Hacmi (milyon \$)	2,518	2,650	5,993	4,468
Tahvil-Bono				
Kote Tahvil Sayısı	139	313	606	486
İşlem Hacmi (milyon \$)	713	941	640	801
Genel Bilgiler (Hisse Senedi)				
İşlem Saatleri: 8:30- 14:55				
Takas Süresi : T+3				
Vergi oranı				
Sermaye kazançları: %5				
Temettü: %4				

Kaynak: Lima Borsası, Iberoamerikan Borsalar Federasyonu

MILA girişimiyle, üye ülkelerdeki düzenlemeleri ve işlem sonrası hizmetleri uyumlaştırıp, teknolojik araçlar kullanılarak hisse senetlerinin sınır ötesi işlem görmesi amaçlanmıştır.

Daha önce borsa bünyesinde yapılan mutabakat ve takası işlemleri 1997 yılından itibaren yeni kurulan merkezi takas kurumu CAVALI'de yapılmaktadır. Lima Borsasının bir iştiraki olan CAVALI, MILA üyesidir. Hisse senetleri için takas süresi T+3 iken, sabit getirili menkul kıymetler için bu süre T+0 ile T+3 arasında değişmektedir.

2000 yılında 10 milyar \$ olan toplam piyasa değeri 2010 yılında 100 milyar \$'ı aşmış, devam eden yıllarda artan küresel belirsizliklerle dalgalanmış ve 2014 sonunda 80 milyar \$'ın altına inmiştir. 2014 sonu itibarıyla 263 şirketin işlem gördüğü piyasada, hisse senedi işlem hacmi 5 milyar \$ civarındadır

D. MEKSİKA SERMAYE PİYASASI

Meksika Menkul Kıymetler Borsası, ülkede bulunan borsaların yıllar içinde bir araya gelmesi sonucu oluşmuştur. 1894 yılında kurulan Ulusal Borsa ve 1895 yılında kurulan Meksika Borsası, 1895 yılında birleşmiştir. 11 şirketin işlemlerinin gerçekleştiği borsa 1896 yılında kapanmıştır.

1907 yılında Özel Pazar adı altında bir borsa daha kurulmuştur. Borsada madencilik şirketleri işlem görmektedir. Bu borsa, 1908 yılında Menkul Kıymetler Borsası adını almış ve 1933 yılında anonim şirket konumuna geçmiştir. 1975 yılında Menkul Kıymetler Borsası, 1950'lerde

Meksika Borsası Genel Bilgileri				
Piyasa Verileri	2000	2005	2010	2014
Aracı Kurum Sayısı	34	29	35	31
Hisse Senedi				
Piyasa Değeri	125,204	239,128	454,345	480,245
Kote Şirket Sayısı	179	154	135	147
Endeks Değeri (Colcap)	5,652	17,802	38,551	42,727
İşlem Hacmi (milyon \$)	45,768	45,389	121,880	141,789
Tahvil-Bono				
Kote Tahvil Sayısı	162	391	244	247
İşlem Hacmi (milyon \$)	532	206	140	184
Türev (Meksika Türev Borsası)				
İşlem Hacmi (milyon \$)	-	13,247	58,881	181,108
Genel Bilgiler (Hisse Senedi)				
İşlem Saatleri : 8:30- 15:00				
Takas Süresi : T+3				
Vergi oranı				
Sermaye kazançları: %0				
Temettü: %10				

Kaynak: Meksika Borsası, Iberoamerikan Borsalar Federasyonu, Deloitte

kurulmuş olan Guadalajara ve 1957 yılında kurulmuş olan Monterrey borsaları ile birleşerek Meksika Menkul Kıymetler Borsası (Bolsa Mexicana de Valores-BMV) adını almıştır.

Meksika'da sermaye piyasası 1975 yılında getirilen Menkul Kıymetler Kanunu ile düzenlenmektedir. 1995 yılında Ulusal Bankacılık Komisyonu ve Ulusal Menkul Kıymet Komisyonu birleşmiş, tüm finansal piyasaların denetimi Ulusal Bankacılık ve Sermaye Piyasası Komisyonuna geçmiştir.

Halka açık bir şirket olan ve kendi piyasasında kote olan Meksika Borsasında, hisse senetleri, varant, yatırım fonu ve sabit getirili menkul kıymetler işlem görmektedir. Vadeli kontratlar ve opsiyonlar da Meksika Borsasının iştiraki olan Meksika Türev Borsasında işlem görmektedir.

Meksika Borsasında işlemler 8:00-8:30 arasında yapılan açılış seansının ardından 15:00'e kadar ana seansta yapılır. Ülkede hisse senetlerinin takası Merkezi Karşı Taraf (The Central Counterparty-CCV), saklaması da Menkul Kıymet Saklama ve Mutabakat Merkezinde (Indeval) yapılır. Indeval MILA üyesidir.

Türev işlemler için Türev Takas Merkezi (Asigna) takas ve saklama hizmeti vermektedir. Bu üç kuruluş da Meksika borsasının iştirakleri arasındadır. Hisse senetleri için takas süresi T+3 iken, sabit getirili menkul kıymetler için bu süre T+2'dir.

Meksika Borsası gerek 480 milyar \$'lık piyasa değeri gerekse 142 milyar \$'lık işlem hacmi açısından MILA üyesi ülkeler arasında ilk sıradadır.

II. LATİN AMERİKA ORTAK PİYASASI - MILA

MILA, Latin Amerika'da bölgesel bir hisse senedi piyasasının oluşumu için 2009 yılından itibaren Kolombiya, Peru, Meksika ve Şili'deki sermaye piyasası kuruluşlarının birliktte yaptığı bir dizi sözleşme sonucu ortaya çıkmıştır.

Girişim ile herhangi bir şirket birleşmesi olmadan, ilgili ülkelerdeki düzenlemelerin ve işlem sonrası hizmetlerin uyumlaştırılması ve standardize edilmesiyle sadece teknolojik araçlar kullanılarak hisse senetlerinin sınır ötesi işlem görmesi amaçlanmıştır.



A. ÜYE ÜLKELER ARASI ANLAŞMALAR

MILA'nın temeli 8 Eylül 2009'da Lima, Kolombiya ve Santiago borsaları ile bu borsadaki işlemlerin işlem sonrası hizmetlerini gerçekleştiren CAVALI, DECEVAL ve DCV

arasında yapılan iyi niyet anlaşmasına dayanmaktadır. Burada taraflar piyasa entegrasyonunu sağlayacak bir model yaratılması isteklerini belirtmiştir.

Bu kapsamda 28 Ekim 2009'da Santiago'da yapılan ilk toplantıda ilgili ülke sermaye piyasası düzenleyici otoriteleri arasında 1. Mutabakat Antlaşması (MOU 1) imzalanmıştır. MOU 1'nin amacı piyasa entegrasyonu için gerekli yönlerin tespit edilmesidir. MOU 1'de taraflar arasında uygun bir şekilde iletişimin devam etmesi ve gerekli bilgi akışının sürmesi için de gerekli süreçlerin tanımlanması beklenmiştir.

Antlaşmanın ekinde, gözden geçirilmesi gereken temel konular aşağıdaki gibi detaylandırılmıştır.

- Aracı kurumlara erişim,
- Ortak piyasaya erişim,
- Ortak piyasanın gözetimi,
- İşlemlere ilişkin kuralların oluşturulması,
- Takas, saklama, tazmin gibi süreçlerin tanımlanması,

Mevcut durumda bu konularda ilerleme sağlanmasına rağmen, ileride değinildiği gibi özellikle işlem sonrası hizmetlerde borsalar arası uyumsuzluklar devam etmektedir.



14-15 Ocak 2010'da Lima'da yapılan ikinci toplantıda düzenleyici otoriteler 2. Mutabakat Antlaşmasını (MOU 2) imzalamıştır. Aslında bu antlaşma MILA'nın temel taşlarından birini oluşturmaktadır. Burada yer alan modelde, ortak piyasanın oluşumu için iki aşama öngörülmüştür.

- İlk aşamada Kasım 2010'dan itibaren borsalar arasında aracılık faaliyetlerine ilişkin düzenlemenin tamamlanması (yerel mevzuatta ek bir düzenleme şeklinde) planlanmıştır.
- İkinci aşamada ise, diğer ülkelerdeki aracılar doğrudan erişimin sağlanıp, 2011 sonuna kadar işlem kurallarının belirlenmesi hedeflenmiştir.

Çeşitli toplantı ve anlaşmalar sonucu projenin ilgili tarafları, borsa, takas kuruluşları ve düzenleyici kuruluşlar, Lima'da 9 Kasım 2010'da ortak piyasanın lansmanını yapmıştır. Burada kurumlar projenin ilk aşamasının uygulamaya geçmesi konusunda anlaşma imzalamış, ayrıca saklayıcı kuruluşlar için de çiftyönlü erişimin sağlanması konusunda uzlaşmaya varılmıştır. Sonuç olarak 30 Mayıs 2011'de Kolombiya, Şili ve Peru borsalarının entegrasyonu tamamlanmıştır.

Haziran 2011'de düzenleyici otoritelerce yapılan toplantıda MOU 2'ye eklemeler yapılmıştır. MILA'nın işleyişini gözeticek Denetim Komitesini oluşturmuştur. Denetim Komitesi üye ülke sermaye piyasaları düzenleyici kuruluş temsilcilerinden oluşmaktadır.

Haziran 2012'de piyasanın günlük işleyişinden sorumlu olacak bir İcra Komitesinin kurulması kararlaştırılmıştır. İcra Komitesi, üye ülke borsa ve saklayıcı kuruluşlarının başkan veya genel müdürlerinden oluşmaktadır. İcra Komitesi altında ticaret, hukuk, operasyon ve teknoloji den sorumlu 4 ayrı komite bulunmaktadır. Ayrıca bir genel sekreterlik bulunmaktadır.

2011 yılından itibaren taraflar Meksika'nın da projeye katılmasını değerlendirmiş ve Aralık 2011'de Meksika Borsası ve saklama kuruluşuna iyi niyet mektubu göndermiştir. Yapılan toplantılar ve anlaşmalar sonucu Meksika 2014 Aralık'tan itibaren MILA'nın bir parçası olmuştur.

MILA'nın işleyişi üye borsalardaki aracı kurumların diğer ülkedeki borsalara FIX Protocol üzerinden emir iletimine dayanmaktadır.

B. ORTAK PİYASANIN İŞLEYİŞİ

MILA'nın temel amacı yerel bir aracı kurumun anlaşma kapsamındaki diğer ülkelerde doğrudan hisse senedi işlemi yapabilmesine olanak sağlamaktır. Bu kapsamda aracı kurumların temel iki sözleşme imzalaması gerekir.

- İlk olarak aracı kurumların işlem yapacağı ülkedeki bir aracı ile "emir iletim anlaşması (intermediary routing agreement- IRA)" imzalaması beklenmektedir. Sözleşmenin her iki ülkedeki borsalarca onaylanması gerekmektedir.
- Bu anlaşmaya ek olarak işlem sonrası hizmetler için ilgili ülkelerin merkezi takas kuruluşları ile uluslararası saklama anlaşması (International Custody Annex –ICA) imzalaması gerekir.

Emir İletimi

Örneğin, Şilili bir aracı kurum, Kolombiya Borsasına erişim sağlamak için, Kolombiyalı bir aracı kurum ile IRA imzalamalıdır. Ayrıca Şilili aracı kurumun bu anlaşmayı Santiago Borsasına, Kolombiyalı aracı kurumun da Kolombiya Borsasının onayına sunması istenir.

Bununla birlikte, aynı aracı kurumun Şili merkezi saklayıcısı DCV ile ICA imzalaması gerekir. ICA ile aracı kurum proje kapsamındaki diğer ülkelerdeki bankalarda hesap açabilmektedir. Bu hesap ile para transferleri (alım satım karı, komisyonlar vb.) yapılabilmektedir.

Bu şekilde IRA ve ICA anlaşmalarını imzalayan aracılar, diğer MILA üyesi borsalara emir iletebilmektedir. MILA'nın işleyişi bu kurumların diğer ülkedeki borsalara FIX Protocol⁵ sistemi üzerinden emir iletimine dayanmaktadır. Bu sistem üzerinden yapılan hisse senedi işlemleri, hisse senedinin kote olduğu borsanın para birimiyle gerçekleşir ve işlem sonrası süreçler de o ülkede devam eder. MILA kapsamı üzerinde sorumluluk her iki ülkedeki aracı kurumlardır.

Bu kapsamda, yerel para cinsiyle belirtilen emirlerde aracı kurum bu emri önce ABD dolarına sonra da işlem yapılacak ülkedeki para birimine çevirerek diğer borsaya iletir.

İşlem Sonrası İşleyiş

Aynı şekilde, işlemin yapıldığı borsanın merkezi mutabakat ve takas kurumu FIX sistemi üzerinden otomatik bildirilir. Merkezi takas kurumu, yerel aracı kurum ve ICA sözleşmesi imzaladığı aracı kurum arasında bu işlemin mutabakatı ve takasını yapar.

Söz konusu hisse senedi saklaması yine aynı ülkedeki merkezi saklama kuruluşunda yapıldığı için, daha önce o saklama kuruluşuyla ICA sözleşmesi imzalayan aracı kurumun bu işlemi FIX üzerinden otomatik olarak bildirilir.

Örnek olarak, Santiago Borsasında Kolombiyalı aracı kurumun yaptığı işlemlerin takası Şili düzenlemelerine göre yapılır. Sorumluluk Kolombiyalı aracı kurumun anlaştığı Şilili aracı kurumdur. Alınan kıymetler de Şili'deki saklama kuruluşunda (DCV) saklanır. DCV, diğer üye ülkelerde işlem yapan aracı kurumlara o ülkedeki işlemleri için de saklama hizmeti verebilmektedir. Çünkü bu örnekte DCV'nin diğer üye ülkelerdeki merkezi saklayıcılarında hesabı bulunmaktadır.

MILA'nın tüm süreçlerinde işlemin yapıldığı ülkedeki kurallar geçerlidir. Vergiye yönelik olarak da çifte vergilendirme söz konusu olmayıp, işlemin yapıldığı ülkedeki vergi uygulaması geçerlidir.

Daha önce de değinildiği gibi MILA'nın kuruluş aşamasında düzenleyici kuralların uyumlaştırılması hedeflenmişken, henüz bu uygulamanın tamamen hayata geçmediğini söylemek mümkündür. İhraççılar için de ilgili ülke kuralları geçerli olup, düzenleyici kuruluşlar arasında yapılacak anlaşmalarla bu konuda da uyumlaştırılma yapılması beklenmektedir. Nitekim bu kapsamda, sermaye piyasası düzenleyici otoriteleri ve MILA üyeleri çeşitli aralıklarla toplanmaya devam etmektedir.

⁵ Financial Information Exchange Protocol adlı kar amacı gütmeyen ve uluslararası alanda faaliyet gösteren şirket, finansal kurumlar, borsalar ve diğer işlem platformları arasında elektronik iletişimi (işlem öncesi, işlem ve işlem sonrası emir iletimini) sağlamaktadır. MILA'da üyeler arasında bağlantıyı bu sistem sağlamaktadır.

GENEL DEĞERLENDİRME

Mayıs 2011'de faaliyete geçen Latin Amerika Ortak Piyasasının temel amacı bölgedeki sermaye akımlarının ve hisse senedi piyasalarındaki likiditenin artırılmasıdır. Özellikle bölgede önemli bir güç olan Brezilya'nın karşısında, Peru, Şili, Kolombiya ve Meksika, işbirliği içinde yatırımcıları çekmeyi hedeflemektedir.

Ortak piyasa, yabancı yatırımcıların daha kolay bir şekilde daha büyük bir piyasaya erişimini sağlamaktadır. İhraççılar için de ortak piyasa halka arz olunacak yeni pazarlar getirmektedir. MILA ile borsaların rekabet gücü artarken, borsalar daha cazip hale gelmekte, alternatif yatırım araçları sunulmaktadır.

Bununla birlikte, MILA'nın gelişiminin önünde bazı engeller de bulunmaktadır. Öncelikle, işlem ve işlem sonrası hizmetlere ilişkin düzenlemelerde uyumsuzluklar vardır. Örneğin takas süreleri ve işleyişi borsalar arasında farklılaşmaktadır. Örneğin, Meksika'da merkezi karşı taraf varken, Şili'de yoktur. Bu nedenle iki ülkedeki aracı da diğer ülkedeki farklı düzenlemeye ve farklı karşı taraf riskine maruz kalmak istemeyebilir ve tercih etmeyebilir. Bir diğer konu vergi hususundaki farklılıklar olup, bir ülkede hisse senedi sermaye kazançları vergiden muafken, diğer ülkede farklı bir politika benimsenmektedir. Bu kapsamda MILA, tam bir entegre sistem olmayıp, şimdilik sadece aracı kurumların sınır ötesi işlem yapmasına imkan sağlayan bir sistem olduğunu söylemek mümkündür.

İşlem yapılan para birimleri de çözülmesi gereken diğer bir husustur. Örneğin, Perulu bir yatırımcının Şili piyasasında işlem yapması için, öncelikle Peru para birimi solu ABD dolarına, ardından Şili para birimi pesoya çevirmesi beklenir. Bu durum yatırımcılar için zaman ve para kaybıdır. Bu kapsamda çapraz kurların kullanıldığı bir pazar oluşturulması konusunda görüşler bulunmaktadır.

Söz konusu uyumsuzluklar, üye ülkelerin de gündeminde olup, düzenleyici otoriteler çeşitli dönemlerde toplanarak, yatırımcıyı koruma, kamuyu aydınlatma, finansal raporlamanın uluslararası standartlara yakınlaşması, verilerin merkezi bir sistemde saklanması, işlem kuralları, kara para aklama ve üyeler arasında iletişimin artırılması gibi konular üzerinde çalışmalara devam etmektedir. Aralık 2014'te yapılan toplantıda belirtildiği gibi düzenleyici otoritelerin önümüzdeki 3 yıl içinde düzenleme ve süreçlerin uyumlaştırılmasını tamamlaması beklenmektedir.

Kaynaklar

A regional platform: Three countries come together to create the Integrated Latin American Market, Oxford Business Group, 2 Nisan 2015

Chile Review of The Financial System, OECD, Aralık 2012

Latin American Integrated Market, A step in the development of Latin American financial markets, Copenhagen Business School, MSc in Economics and Business Administration Finance and Strategic Management, Master Thesis, Diego Yepes Rossel, 2013

Integrating Latin American Stock Markets: the Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): Innovations And Perspectives, Dante Figueroa, American Univesity Business Law Review, Volume 3, 2014

MILA: Strengthening Financial Integration, Inter-American Development Bank, Şubat 2015

MILA Integration Report: Detailed Analysis on Exchange Integration of Chile, Colombia, and Peru, Joseph Hogue, Efficient Alpha Temmuz 2011

The political economy of capital markets in Latin America, Working Paper, José Miguel Mendoza, Ocak 2012

S&P MILA Indices Methodology, S&P, Mart 2015

Iberoamerikan Borsalar Federasyonu: www.fiabnet.org

Dünya Borsalar Federasyonu: www.world-exchanges.org

Pasifik İttifakı: www.alianzapacifico.net

Latin Amerika Ortak Piyasa (MILA): www.mercadomila.com

Şili Borsası: www.bolsadesantiago.com

Peru Borsası: www.bvl.com.pe

Kolombiya Borsası: www.bvc.com.co

Meksika Borsası: www.bmv.com.mx

FIX Protocol: www.fixtradingcommunity.org

YATIRIM FONLARININ DERECELENDİRİLMESİ

Yatırım fonlarının performansı değerlendirilirken, fon kategorileri, fonun içerdiği menkul kıymetlerin özellikleri ve risklilik gibi birçok faktör göz önünde bulundurulmalıdır. Fon derecelendirme kuruluşları, bu kıstasları kullanarak yatırım fonlarını notlandırmakta, yatırımcılar için fon seçimini kolaylaştırmaktadır. Morningstar, Europerformance-EDHEC, Lipper Leader ve S&P Capital IQ'nun derecelendirmeleri dünyada yatırımcılar tarafından yoğun olarak takip edilmekte, ayrıca bu şirketlerin yöntemleri Türkiye'deki fon derecelendirme kuruluşları tarafından da uygulanmaktadır.



Deniz Bayram

dbayram@tspb.org.tr

9 Ocak 2015 tarihi itibarıyla işlemlere başlayan TEFAS (Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu), ülkemiz sermaye piyasasında faaliyette olan tüm yatırım fonlarına erişim imkanı sağlayan elektronik bir platformdur. TEFAS aracılığıyla çok geniş bir fon yelpazesine erişebilecek olan yatırımcılar için, fonlar arasında karşılaştırma yapabilmek imkanlarının gelişmesi, sağlıklı yatırım kararları verilmesini sağlayacaktır.

Emeklilik yatırım fonları tarafında ise, bireysel emeklilik sistemine 2013'te getirilen teşvik sistemi ile yatırımcı sayısı hızla artarak iki yılda 3,1 milyondan 5,1 milyona, portföy değeri ise 20 milyar TL' den 35 milyar TL' ye yükselmiştir. Emeklilik yatırım fonlarının portföy dağılımına bakıldığında, bazı fonlarda yoğunlaşma olduğu görülmekte, emeklilik yatırım fonu seçiminde bilinçli tercihlerin önemi artmaktadır.

Yatırım fonu ve emeklilik yatırım fonu sektörlerinde yaşa-

nan bu değişiklikler ile birlikte, yatırımcıların fon tercihlerinde hangi kıstasları kullanacakları giderek daha fazla önem kazanmaya başlamıştır. Aralık 2013'te yayınlanan tebliğ ile Birliğimize başvurarak kayıt altına alınması gereken yatırım fonu derecelendirme kuruluşlarının işlevi, yatırımcıları mümkün olan en doğru ve objektif bilgiler ışığında yönlendirmektir. Yatırım fonu derecelendirme kuruluşlarının uyguladığı notlandırma ve sıralama faaliyetlerinin, TEFAS ile birlikte, fon portföy yönetiminde rekabeti ve dolayısıyla fon performanslarını artıracığı düşünülmektedir.

Bu makalenin ilk bölümünde fon yönetimi ve fon yöneticisinin performansı değerlendirilirken kullanılan kıstaslar ile dikkat edilmesi gereken faktörler anlatılacaktır. İkinci bölümde ise bu kıstasları sistemik olarak kullanan dünyadaki en büyük dört fon derecelendirme şirketinin yöntemleri ve bu yöntemlerin Türkiye uygulamaları incelenecektir.

I. FON PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Yatırım seçeneklerinin giderek arttığı günümüzde, yatırımcıların portföy oluştururken en uygun yatırım aracını saptaması, portföylerindeki menkul kıymetleri etkileyecek ekonomik, sektörel veya şirkete özgü gelişmeleri günü gününe takip ederek gerektiğinde farklı araçlara geçmesi gibi gereklilikler bireysel yatırımcılara zaman ve bilgi bakımından büyük külfet yaratmaktadır. Profesyonel yöneticilerin yönetimindeki fonlar ile endeks fonları, kişileri hem bu külfetten kurtarmakta hem de kişilerin küçük miktarlarla geniş yelpazeli yatırımlar yapmasına fırsat vermektedir.

Fon yönetimi iki kategoride incelenebilir. Aktif yönetim, bir fonun portföyünün yönetilmesi için bir ya da birden fazla kişinin; analitik araştırmalara, tahminlere, kendi yargı ve tecrübelerine dayanarak yatırım kararları vermesidir. Aktif yönetimin tersi pasif yönetim (endeksleme) ise, belirli bir endekste menkul kıymetlerin tamamı veya tamamına yakını kullanılarak bir portföy oluşturulmasıdır. Aktif olarak yönetilen fonlar daha sonra ayrıntılı bahsedeceğimiz karşılaştırma ölçütlerinden (benchmark) daha yüksek performans göstermeye çalışırken, endeks fonları (pasif fonlar) endekslerin performansını takip eder.

Aktif yönetim, etkin piyasa hipotezi ile ters düşer ve yanlış fiyatlandırılmış menkul kıymetleri belirleyerek piyasadan kar etmeyi hedefler. Diğer bir deyişle, fon yöneticisinin menkul kıymet seçme ve zamanlama kabiliyetleri doğrultusunda pasif fonlardan daha yüksek getiri elde etmeyi amaçlar. Fakat düşük yönetim ücretleri ve vergiler nedeniyle, endeks fonlarının aktif olarak yönetilen fonlardan üstün performans göstermesi sık karşılaşılan bir durumdur. S&P endeksleri ile aktif fonların performansı karşılaştırıldığında¹, 1998 ile 2013 yılları arasında ABD’de aktif olarak yönetilen fonların yalnızca %25,6’sının karşılaştırma ölçütlerinden yüksek performans gösterdiği görülmektedir.

Derecelendirme yöntemleri, aktif olarak yönetilen fonların performansını, yani aldığı risk üzerinden sağladığı getiriyi ölçmek için kullanılır. Bir yatırım fonunun performansı iki şekilde ölçülebilir. Bunlardan biri; fonu, o fonu oluşturan menkul kıymetleri yansıtan piyasa endeksleri ile karşılaştırmaktır. Diğerisi ise fonun performansını, benzer fonların ortalama performansı ile kıyaslayarak değerlendirmektir.

Aktif olarak yönetilen bir fonun performansı, yatırımlarının dağılımına bağlı olarak karşılaştırma ölçütünden farklı performans gösterebilir. Örneğin eğer bir hisse senedi fonu, karşılaştırma ölçütü olarak alınan endeksin yalnızca yüzde 10’unu oluşturan bir sektöre varlıklarının yüzde 40’ını yatırırsa, bu sektördeki gelişmeler fonu endeksten pozitif veya negatif yönde daha fazla etkiler. Bu nedenle karşılaştırma ölçütü olan endeksin seçimi büyük önem taşımaktadır.

Fonların benzerleriyle karşılaştırıldığı durumda fon derecelendirmesinin sonuçları büyük ölçüde fonun bulunduğu kategoriye dayandığından, fonların ne şekilde gruplara ayrıldığı büyük önem taşımaktadır. Fon derecelendirme kuruluşları, fonları benzer fonlarla birlikte gruplandırarak, fonun getirisini ve riskini bu emsal gruplar ile karşılaştırır. Fon kategorilerini kullanan derecelendirme yöntemlerindeki en önemli sorunlardan biri, mümkün olduğunca homojen gruplar oluşturmaktır.

A. FON KATEGORİLERİ

Fon performansını değerlendirmedeki öncelikli unsur, fonun içeriğini oluşturan ürünlerdir. Örneğin, faiz oranlarının düştüğü bir dönemde, tahvil-bono getirileri daha yüksek risk unsuru taşıyan hisse senedi getirilerinden

fazla olabilir. Bu durumda, fon yöneticisinin kabiliyetinden bağımsız olarak tahvil-bono fonları hisse senedi fonlarından yüksek performans gösterebilir. (bkz. Kutu 1)

Kutu 1: Türkiye’de Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması

Türkiye’de yatırım fonları TKYD tarafından aşağıdaki kriterlere göre sınıflandırılmıştır:

- Para piyasası fonları: Karşılaştırma ölçütünde ağırlıklı olarak 0 - 90 gün vadeli kıymet ve işlemlere ilişkin endeksler olan fonlardır.
 - » Likit fonlar, kısa vadeli bono fonları
- Tahvil bono fonları: Karşılaştırma ölçütünde en az %80 ağırlığında tahvil-bono endeksleri olan fonlardır.
 - » Tahvil-bono fonları, uzun vadeli tahvil-bono fonları, endeksli tahvil-bono fonlar, özel sektör tahvil-bono fonları
- Karma fonlar: Karşılaştırma ölçütünde en fazla %74.99 ağırlığında hisse senedi endeksleri olan fonlardır.
 - » Dengeli karma fonlar, hisse karma fonlar
- Hisse senedi yoğun fonlar: Karşılaştırma ölçütünde en az %75 ağırlığında hisse senedi endeksi olan fonlardır.
 - » Endeksli hisse senedi fonları, uzmanlaşmış hisse senedi fonları, agresif hisse senedi fonları, hisse senedi fonları

¹ S&P Indices Versus Active Funds (SPIVA) U.S. Scorecard

- Uluslararası fonlar: Karşılaştırma ölçütünde en az %51 ağırlığında döviz cinsinden varlık endeksleri olan fonlardır.
» Uluslararası hisse fonlar, uluslararası tahvil-bono fonları, uluslararası karma fonlar
- Esnek fonlar: Herhangi bir karşılaştırma ölçütü olmayan veya karşılaştırma ölçütünü fon portföyünden bağımsız olarak belirleyen (ters pozisyon alan) fonlardır.
- Özel fonlar: Belirli kişi ya da kurumlar için kurulan fonlardır.
- Fon sepeti: Diğer fonlara yatırım yapan fonlardır.
- Emtia fonları: Karşılaştırma ölçütünde en az %51 ağırlığında altın ve benzeri emtia endeksleri olan fonlardır.

B. YATIRIM STİLLERİ

Fonun yönetim stili, yani büyüme veya değer amaçlı oluşu (bkz. Kutu 2) getirileri hem uzun hem kısa vadede büyük ölçüde etkiler. Geniş fon kategorileri ('ulusal pay senetleri' veya 'uluslararası pay senetleri' gibi), fonun yönetim stilini dikkate almazlar. Bunun sonucunda fon derecelendirmesi, fon yöneticisinin kabiliyetinden ziyade, söz konusu değerlendirme döneminde piyasadaki genel fiyat değişimlerini yansıtır.

Örneğin ABD'de büyüme hisseleri balonunun zirve yaptığı 2000 yılında, daha sonra ayrıntılı bahsedeceğimiz Morningstar derecelendirme yönteminin en yüksek notu verdiği fonların birçoğu büyüme amaçlı fonlar iken, değer amaçlı fonların hiçbirisi en yüksek notu alamamıştır. İki yıl sonra, değer amaçlı fonlar iyi performans gösterirken, bu kez en yüksek notu alan fonların tümü bu tip fonlar olmuştur.

C. MENKUL KIYMET ÖZELLİKLERİ

Hisse senedi fonlarının performansını, yatırım tarzının yanı sıra, hissenin ulusal veya uluslararası pazarda işlem görmesi veya piyasa değerinin büyüklüğü de etkileyebilir. Hisse senetleri piyasa değerine göre küçük, orta ve büyük olarak sınıflandırılabilir.

Tahvil-bono fonlarının ise performans özellikleri kredi notu ile ortalama vade uzunluğuna göre değişiklik gösterir. Kısa dönemli tahvil-bonoların vadesi 5 yıldan az, orta dönemlilerin vadesi 5-10 yıl arası, uzun dönemlilerin vadesi ise 10 yıldan uzundur.

Şekil 1 Yatırım Odağı

		Yatırım Türü					Ortalama Vade		
		Değer	Karışık	Büyüme			Kısa	Orta	Uzun
Piyasa Değeri	Küçük				Kredi Kalitesi	Yüksek			
	Orta					Orta			
	Büyük					Düşük			
Hisse senedi fonları					Tahvil-bono fonları				

Kutu 2: Büyüme ve Değer Amaçlı Fonlar

Büyüme amaçlı fonlar, portföyünün büyük kısmı, birincil amacı sermaye kazancı olan ve ortalamanın üzerinde büyüme gösteren şirketlerin hisse senetlerinden oluşan fonlardır. Değer amaçlı fonlar ise değerinden az fiyat biçildiği düşünülen ve kar payı ödemesi beklenen fonlardır. Büyüme amaçlı fonların değişkenliği genellikle değer amaçlı fonlara göre oldukça yüksektir.

Şekil 1, hisse senedi ve tahvil-bono fonlarının yatırım odağını göstermek için kullanılabilir. İlk olarak Morningstar tarafından kullanılan bu sınıflandırma yöntemiyle, fonlar için yatay ve dikey eksenlerden en uygun kategoriler seçilerek, fonların performansı o kategoride değerlendirilir (ör. küçük piyasa değerine sahip büyüme amaçlı fon, yüksek kredi notuna sahip orta vadeli fon).

ABD’de en sık kullanılan karşılaştırma ölçütü endeksler, S&P 500, Russell 1000, Russell 2000, MSCI EAFE Index, ve Barclay’s Capital US Aggregate Bond Index gibi belirli bir yatırım stilini yansıtan menkul kıymetlerden oluşan piyasa endeksleridir. Pay senedi fonları için en sık kullanılan endeks, büyük piyasa değerine sahip fonların performansını en iyi şekilde yansıtan S&P 500 endeksi olurken, Russell 1000 endeksi büyüme amaçlı fonlar, Russell 2000 küçük piyasa değerine sahip fonlar, MSCI EAFE Index uluslararası pay senedi fonları için kullanılır. Tahvil-bono fonlarının karşılaştırma ölçütü olarak ise genellikle Barclay’s Capital US Aggregate Bond Index kullanılır. Türkiye’de KYD endeksleri karşılaştırma ölçütü olarak sıklıkla kullanılmaktadır.

Geleneksel karşılaştırma ölçütü endeksler aktif fonların performansını karşılaştırmak için faydalı olsa da, bu kar-

şılaştırmanın doğru olması için endeksin bağdaştırıldıkları fon kategorisinin ortalama performansını yansıtmaları gereklidir. Fakat endekslere dayalı karşılaştırma ölçütlerinin tamamı ortalama fon yöneticisinin performansını yansıtan güvenilir kaynaklar olmayabilir. Aktif fonlar çoğu yatırım fonu kategorisinde bağdaştırıldıkları endeksle aynı türde yatırımlar yapmadığı için bazı dönemlerde karşılaştırma ölçütü endeks, kategori ortalamasının altında veya üstünde performans gösterebilir. Bu nedenle rakip fonlardan üstün performans göstermek isteyen bir yönetici yalnızca karşılaştırma ölçütü endeksin performansına odaklanmamalıdır. Aksi takdirde, yanlış karşılaştırma ölçütü ile bağdaştırılmış yüksek bir alfa (bkz. Kutu 3), yanıltıcı sonuçlar verebilir. Bu açıdan bakıldığında, portföy yöneticisinin performansını kendi kategorisindeki ortalama yönetici ile karşılaştırması daha doğru olabilir.

Karşılaştırma ölçütleri, fon yöneticisi yalnızca ulusal hisse senetleri veya tahviller gibi tek bir ürüne yatırım yaptığından daha anlaşılır olsa da, karma fon gibi çeşitlendirilmiş bir portföye yatırım yaptığından karmaşık hale gelmektedir.

Kutu 3: Alfa

Alfa, portföyün riske göre düzeltilmiş getirisi ile aynı sistematik riske sahip varlıklarla çeşitlendirilmiş karşılaştırma ölçütü portföyün beklenen getirisi arasındaki farkı verir. Diğer bir deyişle alfa, portföy yöneticisinin katma değerini ölçer. İstatistiksel olarak anlamlı pozitif bir alfa, portföy yöneticisinin karşılaştırma ölçütü portföyün üzerinde getiri elde ettiği anlamına gelir. Alfası 1 olan bir fon, karşılaştırma ölçütü endeksten %1 daha fazla, alfası -1 olan fon ise karşılaştırma ölçütü endeksten %1 daha az getiri sağlamıştır.

D. RİSK

Tek bir çeşit ürüne dahi yatırım yapıldığında, her fonun kendine özgü bir değişkenlik (risk) profili olduğundan, yatırımların riske göre düzeltilmiş bir temelde karşılaştırılması gerekir.

Yatırım fonları performansını ölçmede kullanılan yöntemlerin hemen hepsinde, performansı değerlendirilen portföyün riske göre düzeltilmiş getirisi, önceden kararlaştırılan bir örnek portföyün (bu bir emsal grup veya endeks olabi-

lır) riske göre düzeltilmiş getirisiyle karşılaştırılmaktadır. Değişkenlik (volatilité) seviyesi, yatırımcıların fon seçimindeki en önemli faktörlerdendir. Fonun geçmiş getiri performansı, gelecekte göstereceği performansı tek başına yeterince iyi yansıtamaz. Yüksek getirili bir dönem, fonun değişkenliğinden kaynaklanabilir ve bu dönemi çok düşük getirili bir dönem takip edebilir.

Yatırım fonlarının fiyatını, fonun içeriğine göre, piyasa riski, faiz riski ve sektörel risk gibi faktörler etkileyebilir. Varsayılan yatırımcı tercihlerine göre genel olarak kabul edilen yaklaşımda, yüksek getiri ve düşük risk (değişkenlik) aranır. Bu nedenle fonlar derecelendirilirken, tüm derecelendirme yöntemlerinde ortak olarak, yüksek getiri ödüllendirilirken, yüksek risk cezalandırılır.

Fonların getirisini birbirleriyle karşılaştırmadan önce risk seviyelerini birbirine denk hale getirmeye 'riske göre düzeltme' denir. Getirisi aynı olan iki fondan daha az riskli olanın riske göre düzeltilmiş getirisi daha yüksektir. Riske göre düzeltilmiş getiriyi ölçen Sharpe oranı, portföyün getirisinden risksiz getirinin (hazine bonusu getirisi gibi) çıkarılması ve sonucun portföyün getirilerinin standart sapmasına bölünmesi ile bulunur. Farklı yatırım ürünleri ile portföylerin performansını karşılaştırmak için sıklıkla kullanılan bu oran, finansal varlıkları fiyatlama modeli ile Nobel ödülünü kazanan William Sharpe tarafın-

dan literatüre kazandırılmıştır. Daha yüksek Sharpe oranı, daha yüksek riske göre düzeltilmiş getiri performansı anlamına gelir. Sharpe oranı tek başına anlamlı bir sayı olmadığından, bu oran tek başına değil başka bir fon veya fon grubunun performansı ile karşılaştırılarak değerlendirilmelidir.

Fonun karşılaştırma ölçütüne göre performansı ise 'beta' adı verilen birimle ölçülür. Bir değişkenlik ölçütü olan beta, fonun geçmiş getirilerini uygun bir karşılaştırma ölçütü ile karşılaştırarak elde edilir. Tanım gereği, karşılaştırma ölçütünün betası 1'dir. Betası yüksek (1'den fazla) olan bir fonun getirisi karşılaştırma ölçütüne göre daha sık azalır ve artarken, betası düşük (1'den az) olan bir fonun getirisi karşılaştırma ölçütüne göre daha az değişkendir. Bir fonun betasının sadece geçmiş dönemlere bakarak ölçüldüğü ve zaman içinde değişebileceği unutulmamalıdır. Beta değerlendirilirken karşılaştırma ölçütü fonun değişkenliği de göz önüne alınmalıdır; eğer karşılaştırma ölçütü fonun kendisi fazla değişkense, betanın düşük olmasına rağmen getiriler fazla değişken olabilir. Beta özetle, fonun piyasa performansını ne kadar yakından takip ettiğini yansıtır. Örneğin beta 1,2 ise; yatırımcılar yükselişte olan bir piyasada karşılaştırma ölçütüne göre %20 oranında daha yüksek bir getiri, düşüşte olan bir piyasada ise %20 oranında daha düşük bir getiri beklentisi içinde olabilir.

E. KOMİSYON ÜCRETLERİ VE VERGİLER

Yatırım fonundan elde edilen kazançları dolayısıyla fonun performansını etkileyen diğer iki faktör ise işlem maliyetleri ve vergi yükümlülükleridir. Diğer tüm şartlar sabitken, yönetim komisyonu daha yüksek olan bir fonun bu maliyeti telafi etmek için daha yüksek kazanç getirmesi beklenir, aksi yatırımcı açısından düşük performans anlamına gelir. Örneğin endeks fonlarının komisyon ücretleri, hem portföylerinin fazla değişmemesi böylece işlem maliyetlerinin düşük olması hem de yönetim maliyetlerinin olmaması nedeniyle aktif olarak yönetilen fonlara kıyasla düşüktür. Dolayısıyla pasif fonlar birçok aktif olarak yönetilen fondan daha yüksek performans gösterir. Aynı nedenle aktif fonların iyi bir performans gösterdiğini söylemek için, karşılaştırma ölçütü endeksten daha üstün performans göstermesi gerekir. Fakat William Sharpe yayınlanmamış bir çalışmada², en düşük gider oranlarına sahip fonların

performanslarının en yüksek gider oranlarına sahip fonlara kıyasla %75 daha yüksek olduğunu gözlemlemiştir. Bu nedenle getiri ve fon ücretleri arasında bir seçim yaparken dikkatli olunmalıdır.

Yatırımcının dikkate alması gereken bir diğer konu kazançlar üzerine uygulanacak vergilerdir. Brüt getirileri aynı olan benzer özellikteki fonlardan, daha yüksek vergi oranı uygulanan fonun net getirileri fon performansını olumsuz yönde etkiler. Örneğin Türkiye'de, en az %51'i hisse senedinden oluşan ve bir yıldan fazla elde tutulan fonlar ile en az %75'i hisse senedinden oluşan yatırım fonlarının getirilerine vergi uygulanmaz. Diğer fonların getirilerine ise kişisel yatırımlar için %10 oranında stopaj vergisi uygulanır. Dolayısıyla fon seçimi, performansın yanı sıra vergiler de dikkate alınarak yapılmalıdır.

² Morningstar's Performance Measures, 1997

F. FON PERFORMANSINI DEĞERLENDİRİRKEN DİKKAT EDİLMESİ GEREKEN FAKTÖRLER

Fon performansı verisi ne kadar uzun süre için mevcutsa, karşılaştırmadan elde edilen sonuçlar o kadar güvenilir olur. Bir fonun istikrarlı olarak karşılaştırma ölçütünden üstün performans göstermesi son derece önemli bir özelliktir. Bunun için fon performansının karşılaştırma ölçütüne kıyasla getirisini 1, 3, 5 ve 10 yıllık dönemlerde incelemek anlamlıdır.

Birçok finansal yayına bakıldığında, son zamanlarda iyi performans gösteren fonların tavsiye edildiği görülmektedir. 1, 3, 5 ve 10 yıllık dönemleri inceleyen kümülatif istatistiklerin tümü son yılı içine aldığından, son dönemlerde karşılaştırma ölçütüne göre üstün performans gösteren fonların, istikrarlı olarak daha iyi performans gösterdiği yanılışı oluşmaktadır. Yani fonların son dönemde göster-

diği iyi performans, geçmiş performansı saklayabilmektedir.

Bunun yanı sıra, düşük performanslı fonlar talebin düşmesinden dolayı zamanla piyasadan yok olduğundan, belirli bir dönem boyunca varlığını sürdüren yatırım fonlarının piyasadan çekilen fonlardan daha iyi performans göstermesi söz konusudur. Bu nedenle zaman serisi değerlendirmede yalnızca piyasada varlığını sürdüren fonları dikkate alan herhangi bir hesaplama, ortalama performansı gerçekte olduğundan fazla, değişkenliği ise gerçekte olduğundan az tahmin edecektir. Kümülatif istatistikler ve piyasadan çıkan fonların yarattığı bu yanılgılar, fon derecelendirmeleri değerlendirilirken göz önünde bulundurulmalıdır.

II. FON DERECELENDİRME YÖNTEMLERİ

Fon tercihinde değerlendirilmesi gereken bahsettiğimiz bu kıstasların anlaşılması ve uygulanması çoğu zaman belirli bir uzmanlık gerektirmekte olduğundan, fon derecelendirme kuruluşlarının notlandırmaları yatırımcıların işini önemli ölçüde kolaylaştırmaktadır. Bununla beraber fon derecelendirme kuruluşlarının yıldız atamaları, yatırımcıların fon seçiminde önemli rol oynamaktadır. Örnek bir çalışma (Del Guercio ve Tkac, 2008), 10.000 Morningstar yıldız ataması değişimini inceleyerek Morningstar'ın bireysel yatırımcıların yatırım kararları üzerinde dikkate değer

bir etkisi olduğunu gözlemlemiş ve bu etkinin performans değişikliğinden ziyade notlandırma değişikliğinden kaynaklandığı anlaşılmıştır.

Bu makalenin devamında dünyada yoğun olarak kullanılan ve Türkiye'deki derecelendirme kuruluşlarının da örnek olarak benimsediği Morningstar, Lipper Leader, Europerformance-EDHEC ve S&P Capital IQ fon derecelendirme yöntemlerini ve bu yöntemlerin Türkiye uygulamalarını inceleyeceğiz.

A. MORNINGSTAR YÖNTEMİ

Morningstar Rating 1985'te yatırımcılar ve fon yöneticilerinin birden çok yatırım fonu arasında seçim yapmasına yardımcı olmak amacıyla ABD'de kurulmuştur. 2005'te NASDAQ'ta halkı arzi gerçekleştirilen şirket, Kuzey Amerika, Avrupa, Avustralya ve Asya'da 27 ülkede faaliyet göstermektedir.

Morningstar derecelendirme yönteminin iki temel özelliği,

- Her fonun kendi emsal grubu içinde değerlendirilmesi

- Derecelendirmenin fonun riske göre düzeltilmiş getirisine göre yapılmasıdır.

Morningstar, riske göre düzeltilmiş getiriyi ölçmek için 'Morningstar Riske Göre Düzeltilmiş Getiri' (Morningstar Risk Adjusted Return, MRAR) ölçütünü kullanmaktadır. Daha önce bahsettiğimiz Sharpe oranı, bu amaç için uygun olsa da, her zaman kolay anlaşılır sonuçlar üretmeyebilmektedir. Örneğin, iki fonun ortalama getirileri eşit ve pozitif

tif olduğunda, değişkenliği düşük olan fon Sharpe oranına göre daha yüksek puan almaktadır. Fakat, iki fonun ortalama getirileri eşit ve negatif olduğunda, değişkenliği yüksek olan fon, birim risk başına düşen kayıp daha az olduğu için daha yüksek puan almaktadır. Bu durum modern portföy teorisi ile tutarlı olsa da, getirilerin büyük çoğunluğunun negatif olduğu dönemlerde yatırımcılar bu yöntemi kullanmaya tedbirli yaklaşmaktadır.³

Diğer bir sık kullanılan risk ölçümü standart sapma ise, getirilerin dağılımı yönünde yaptığı varsayımlar ve değişkenliği ölçerken yatırımcının risk iştahını dikkate almaması sebebiyle her zaman en doğru ölçüt olmayabilmektedir. Bu nedenle Morningstar, yatırımcıların risk iştahını dikkate alan ve getirilerin dağılımı konusunda herhangi bir varsayımda bulunmayan MRAR ölçütünü kullanmaktadır.

Morningstar derecelendirmesi, fonların riske göre düzeltilmiş geçmiş getirilerini karşılaştırarak fonun ne kadar başarılı yönetildiğini ölçer. Fakat bu yöntemin geçerliliği daha önce de tartıştığımız gibi büyük ölçüde hangi fonların birbirleriyle karşılaştırıldığına bağlıdır. Morningstar, 2002 yılında yöntemini revize ederek, fon yönetim stiline derecelendirmedeki etkisini azaltmak için geniş fon kategorilerini daha dar gruplar haline getirmiştir. Bu yeni gruplar, aralarındaki karşılaştırmayı işe yarar kılabilmek için, birbirine en yakın risk içeren fonlar seçilerek oluşturulmuştur.

Fon kategorilerinin temel aldığı risk faktörleri, fonun; büyüme veya değer amaçlı olması, piyasa değeri, vadesi, kredi kalitesi, sektörel dağılımı, coğrafi bölgesi, ülke ağırlıkları, geçmiş getiri değişkenliği, betası ve diğer birçok yatırım tarzı faktörü olabilir. Fonlar, portföyü yönlendiren yatırım tarzına göre ve son 3 yıllık portföy istatistikleri göz önünde bulundurularak gruplandırılır.

Bu kategoriler risklilik bakımından benzer fonları içerse de, en dar tanımlanmış kategoride dahi fonlar arasında risk farklılıkları bulunmakta ve bu nedenle getiriler riske göre düzeltilmektedir.

MRAR, temellerini burada ayrıntısına girmeyeceğimiz beklenen fayda teorisinden almakta ve aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

$$MRAR(\gamma) = \left[\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (1 + ER_t)^\gamma \right]^{-12/\gamma} - 1 \quad (1)$$

Bu formülasyonda ER_t ifadesi komisyon ücretleri ve riske göre düzeltilmiş reel getiriyi belirtmektedir. γ parametresi ise yatırımcının riskten kaçınma katsayısını temsil etmektedir. Bu parametrenin 0 olması, yatırımcının riske duyarısız olduğu anlamına gelir ve derecelendirme sistemi yalnızca aşağıdaki formülasyonla hesaplanan yıllıklandırılmış geometrik ortalamayı göz önünde bulundurur:

$$MRAR(0) = \left[\sum_{t=1}^T (1 + ER_t) \right]^{12/T} - 1 \quad (2)$$

Riski cezalandıracak bir derecelendirme sisteminin γ parametresini sıfırdan büyük kabul etmesi, yani yatırımcının riskten kaçındığını varsayması gerekmektedir. Bu nedenle parametre Morningstar tarafından ortalama yatırımcının risk hassasiyeti ile tutarlı olacak şekilde 2 olarak kabul edilmiştir.

Tablo 1 Morningstar Notlandırma Sistemi

Yüzdelik Dilim	Not
En yüksek %10	*****
%10-%32.5	****
%32.5-%67.5	***
%67.5-%90	**
En düşük %10	*

MRAR (γ)'yı baz alan Morningstar derecelendirmesi, 3, 5 ve 10 yıllık dönemler için aylık olarak hesaplanır. Derecelendirme yapılabilmesi için fonun en az 36 aylık performans kaydı bulunması gerekir. 3, 5 ve 10 yıllık emsal gruplar için fonun hesaplama tarihindeki emsal grubu baz alınır, yani tarihsel kategori değişimleri göz önünde bulundurulmaz. Yıldız atamasının dağılımı ise Tablo 1'deki çan eğrisine göre yapılır.

Fonlar MRAR'a göre sıralandırdıktan sonra, ilk %10'luk dilime 5 yıldız atanır. Takip eden %22.5, %35, %22.5 ve %10'luk dilimler ise sırasıyla 4,3,2 ve 1 yıldız alır.

³ Morningstar Methodology Paper, 2009

Türkiye Uygulaması

Türkiye’de Gündüz Capital Finansal Araştırmalar A.Ş. tarafından geliştirilen ve Milenyum Teknoloji ve Bilişim Ar-Ge tarafından hazırlanan Fonmetre yöntemi Morningstar yöntemi ile benzerlikler göstermektedir. Emsal gruplar TKYD’nin yayınladığı fon kategorilerine göre belirlenir (bkz.

Kutu 1). Morningstar yönteminden farklı olarak analiz 1, 3 ve 5 yıllık dönemler için haftalık olarak yapılırken, yıldız atamasının dağılımı %10, %20, %40, %20 ve %10’luk dilimlerle kullanılarak yapılır.

B. EUROPERFORMANCE-EDHEC YÖNTEMİ

Europarformance-EDHEC, Fransa’nın önce gelen finansal araştırma şirketlerinden FININFO grubunun bir iştiraki olan Europarformance’ın, 2002 yılında EDHEC işletme okulu ile birlikte geliştirdiği derecelendirme yöntemidir. Derecelendirmeler, Fransa, Lüksemburg, İsviçre, İspanya, İrlanda İtalya, Belçika ve Hollanda’daki yatırım fonlarını birlikte değerlendirir.

Europarformance-EDHEC yöntemi, riske göre düzeltilmiş performans (alfa), riske maruz değer (Value at Risk, VaR) ve performans istikrarı olmak üzere üç kriter kullanılarak kurulmuştur.

Riske göre düzeltilmiş ölçütlerdeki bir sorun, önceden tanımlanmış endeks veya emsal gruplarının kullanılması ve bunların kimi zaman fonun içeriğini yansıtmamasıdır. Bu çoğu zaman, içeriği ile bulunduğu kategori birbirine uymayan fonların ödüllendirilmesine neden olur. Europarformance-EDHEC bu sorunu önlemek için iki aşamalı bir riske göre düzeltilmiş getiri ölçüm yöntemi geliştirmiştir.

İlk aşamada William Sharpe’in 1992’de geliştirdiği stil analizi yöntemi kullanılarak her fonun kendi karşılaştırma ölçütü belirlenir. Stil analizi yöntemi, her fonun gerçek içeriğini yansıtan stil endekslerinin seçilmesini sağlar. İkinci aşamada ise, ilk aşamada seçilen endeksler kullanılarak, aşağıda verilen çoklu faktör analizi yöntemi ile fonun alfası hesaplanır. Her fon için ayrı olarak uygulanan bu hesaplama sayesinde derecelendirme, önceden belirlenmiş kategorilerden bağımsız olarak gerçekleştirilir.

$$R_{it} - r_{ft} = \alpha_i + \beta_{i1} (F_{1t} - r_{ft}) + \beta_{i2} (F_{2t} - r_{ft}) + \dots + \beta_{iK} (F_{Kt} - r_{ft}) + e_{it} \quad (3)$$

(3) nolu regresyon denkleminin sabiti, Kutu 3’te bahsettiğimiz alfabı (α) verir. Ri fonun getirisini, rf risksiz getiriyi,

β_{ik} fonun k stil endeksine duyarlılığını, F_k stil endeksinin getirisini, ei ise hata terimini ifade eder. Bu denklemde görüldüğü üzere alfa, risksiz getiriden arındırılmış fon getirisinin, yine risksiz getiriden arındırılmış endeks getirileri üzerine regresyonu ile elde edilir.

EDHEC yöntemi yatırım fonlarını, 13’ü hisse senedi fonları, 5’i tahvil fonları ve 2’si karma fonlar olmak üzere 21 kategoride analiz etmektedir. Stil analizi endeksler arasında eşdoğrusallığı (collinearity) engellemek için bu 21 kategori için ayrı olarak yapılmaktadır. Sonraki aşamada çoklu faktör analizi kullanılarak her fonun alfası tek tek hesaplanır. Risk, fon derecelendirme yöntemlerinin çoğunda getirilerdeki değişkenliğe indirgenerek ölçülmektedir. Riske göre düzeltilmiş ölçütlerin çoğu yatırımcının ortalama riskten kaçındığını varsayarken, aşırı zararlar karşısı bir tutum göz önünde bulundurmaz. Riske maruz değer (Value-At-Risk, VaR) kavramı ise farklı ürünler içeren bir portföyün toplam riskini tek bir sayı ile ifade eder. Varyans portföyün ortalama riskini bildirirken, VaR potansiyel zararın maksimum değerini verir, diğer bir ifadeyle aşırı riski ölçer.

Europarformance-EDHEC, portföyün riske maruz değerini hesaplamak için Cornish-Fisher tipi yarı-parametrik VaR yöntemini kullanır. Bu yöntem getiri dağılımının basıklık (kurtosis) ve çarpıklığını (skewness) hesaba katarak, getiri dağılımı normal dağılımdan farklılaşan (aşırı zararların olası olduğu piyasalara veya türev enstrümanlara yatırım yapan) fonlar için de maruz kalabilecekleri en yüksek zarar göz önünde bulundurmuş olur.

Europarformance-EDHEC yönteminin üçüncü kriteri olan performans istikrarı, geçmiş performansın tekrarından ziyade fon yöneticisinin üstün performans gösterme kapasitesini ölçmeyi hedefler. İstikrar, iki gösterge üzerinden hesaplanır:

- **Kazanç sıklığı**, dönem boyunca ne sıklıkta pozitif alfa elde edildiğini yüzde şeklinde hesaplar. Eğer kazanç sıklığı %50'den büyükse, fon performansında istikrarlıdır.
- **Hurst katsayısı (H)**, fazla değişkenlik göstermeden üstün performans gösterme kapasitesini hesaplar. Başka bir ifadeyle, fonun gelecekteki başarısının şimdikinden çok farklı olup olmayacağını belirlemeye çalışır. Eğer bir fonun getirileri rassallık gösteriyorsa bu, portföy yöneticisinin istikrarlı bir performans göstermediği anlamına gelir. Bu durumda yüksek bir getiriyi düşük bir getirinin izlemesi ihtimali %50'dir. Hurst katsayısı rassallıktan sapmanın bir ölçütü olarak düşünülebilir. Getirilerin rassal olması durumunda Hurst katsayısı 0,5 iken, eğer Hurst katsayısı 0,5'ten büyükse getirilerde pozitif korelasyon yani istikrar söz konusudur. Hurst katsayısı 0,5'ten küçükse getirilerde negatif korelasyon yani istikrarsızlık söz konusudur.

Europarformance-EDHEC yöntemi derecelendirmeyi yalnızca 3 yıllık performans kaydı bulunan fonlara aylık olarak uygular. Derecelendirme yapılabilmesi için riske maruz değerlerin normal seviyede olması ve stil analizi sonucunda elde edilen açıklayıcılık katsayısının (Düzeltilmiş R²)

%70'ten (çeşitlendirilmiş ve uluslararası kategorilere ait fonlar için %60) yüksek olması gerekir. Yıldız ataması aşağıdaki şekilde yapılır:

- Karşılaştırma ölçütü performansına ulaşamayan, diğer bir deyişle negatif alfaya sahip fonların, en düşük performanslılarının yarısı 1 yıldız ve diğer yarısı ise iki yıldız alır.
- Karşılaştırma ölçütüne çok yakın veya düşük yönetim ücretleri nedeniyle daha yüksek performans gösteren fonlar 3 yıldız alır.
- Karşılaştırma ölçütünden üstün performans gösteren, diğer bir deyişle pozitif alfaya sahip, fakat istikrar kriterlerini (kazanç sıklığı ve Hurst katsayısı) yakalayamayan fonlar 4 yıldız alır.
- Karşılaştırma ölçütünden üstün performans gösteren ve kazanç sıklığı %50 veya daha yüksek olan fonlar 5 yıldız alır.
- Karşılaştırma ölçütünden üstün performans gösteren ve kazanç sıklığı %50 veya daha yüksek olan ve Hurst katsayısı 0,5'ten yüksek olan fonlar 5 yıldız H unvanını alır.

Tablo 2 Europarformance-EDHEC Notlandırma Sistemi

Not	Yüzdelik Dilim	Alfa	Kazanç Sıklığı	Hurst Katsayı
*****H		≥ 0	≥ 0.5	≥ 0.5
*****		≥ 0	≥ 0.5	
****		≥ 0	< 0.5	
***		≥ 0 (yön. ücr.)		
**	%50+	< 0 (yön. ücr.)		
*	%50-	< 0 (yön. ücr.)		
Var çok yüksek	Riske maruz değeri kendi kategorisindeki ortalamadan +2 standart sapma daha yüksek fonlar notlandırılmaz.			
R ² çok düşük	Stil analizi sonucunda elde edilen açıklayıcılık katsayısı %70'ten küçük olan fonlar notlandırılmaz.			

Türkiye Uygulaması

Türkiye’de Ludens İleri Finansal Hizmetler ve Danışmanlık, Europerformance-EDHEC yöntemine benzer bir yöntem kullanmaktadır. Bu yöntemde iske göre düzeltilmiş performans (alfa) ve performansın sürekliliği (kazanç sıklığı) olmak üzere iki kriter esas alınmaktadır. Fon kategorileri, fonların yatırım stratejileri ve fon tarafından açıklanan karşılaştırma ölçeği portföylerin dağılımı dikkate alınarak oluşturulmuş, yatırım fonları 5, emeklilik yatırım fonları ise 6 kategoriye ayrılmıştır. Europerformance-EDHEC yön-

temine benzer şekilde, fonun derecelendirme kapsamına alınması için 3 yıllık getiri verisinin bulunması gerekmektedir. Alfa sabiti negatif olan fonlar 1 yıldız alırken, alfa sabiti pozitif olan fonlar alfa büyüklüklerine göre sıralanarak 4 eşit parçaya bölünür ve en yüksek alfa büyüklüklerine sahip gruptan başlanarak bu fonlara 5, 4, 3 ve 2 yıldız verilir. Bunlardan 5 yıldız alan fonlar için istikrar kriterine bakılarak, kazanç sıklığı %50’den büyük olan fonlara ‘5İ’ ibaresi atanır.

C. LIPPER YÖNTEMİ

1973’te ABD’de kurulan ve Thomson Reuters’ın bir iştiraki olan Lipper, bir yatırım fonu araştırma ve değerlendirme şirkettir. Şirket, Amerika, Avrupa, Asya ve Ortadoğu’da 60’dan fazla ülkede faaliyet göstermektedir. Bu şirket, fon derecelendirmesi için Lipper Leader yöntemini geliştirmiştir.

Lipper Leader, fonları Lipper Global Sınıflandırması adı verilen yöntemle gruplandırarak emsal gruplarını oluşturur. Bu yöntemde her fon önce 8 menkul kıymet sınıfından⁴ birine, daha sonra fonun içindeki menkul kıymetlerin %50’sinden fazlasının ait olduğu coğrafi bölgeye atanır. Son olarak her kategorideki fon Lipper Global Sınıflandırması tarafından belirlenen ve menkul kıymet sınıfına özgü kriterlere göre gruplandırılır. Örneğin pay senedi fonları yatırım yaptıkları endüstri ve piyasa değerleri; tahvil-bono fonları ise kredi kalitesi, vade, para birimi gibi kriterlere göre sınıflandırılır.

Tablo 3 Lipper Notlandırma Sistemi	
Yüzdelik Dilim	Not
En yüksek %20	1 (Lipper Leader)
%20-%40	2
%40-%60	3
%60-%80	4
En düşük %20	5

Lipper Leader fon derecelendirme yöntemi, her fonu kendi emsal grubunda biraz sonra ayrıntılı bahsedeceğimiz beş farklı ölçüte göre değerlendirmektedir. Yıldız ataması, en yüksek notu alan %20’lik dilime 5 yıldız atanmak üzere, fonlar %20’lik dilimlere ayrılarak yapılır (Bkz Tablo 3). Notlandırma aylık olarak 3, 5 ve 10 yıllık dönemler göz önünde bulundurularak yapılır. Yatırımcı seçim kriterini, beş ayrı ölçütten kendisini en çok ilgilendirenleri dikkate alarak belirleyebilir.

Toplam getiri ölçütü, fonların toplam tarihsel getirilerini emsalleriyle karşılaştırır. Bu ölçüt, riski göz önünde bulundurmaksızın sadece getiri arayan yatırımcılar için uygundur. Riskten kaçınan yatırımcılar bu ölçütü, istikrar ve korunma ölçütleriyle birleştirerek risk-getiri arasında karar verebilir.

İstikrar ölçütü, fonun riske göre düzeltilmiş tarihsel getirilerini emsalleriyle karşılaştırır. Fonun yıldan yıla istikrarlı bir performans göstermesini bekleyen yatırımcılar, bu ölçütü kullanabilir. Ancak bu yöntemi kullanırken, volatilitesi yüksek bir grupta, istikrar bakımından yüksek not almış bir fonun dahi oldukça değişken olabileceği dikkate alınmalıdır.

Bu ölçüt, Hurst katsayısı (H) ve efektif getiriyi temel alır. Az riskli fonun H katsayısı yüksektir. Lipper Leader yöntemi, fonları yüksek H katsayılı (0,55’ten yüksek), orta H katsayılı (0,45-0,55 arası) ve düşük H katsayılı (0,45’ten düşük) ola-

⁴ Pay senedi, tahvil, emtia, para piyasası, gayrimenkul, karma, alternatif (hedge fon) ve diğer

rak üçe ayırır. Efektif getiri ise bir çeşit riske göre düzeltilmiş getiri ölçüsüdür. Fonun getirisinden ilgili karşılaştırma ölçütü endeksin⁵ getirisi çıkarılarak bulunur. Önce fonları H katsayılarına göre üçe ayıran sistem, daha sonra her grubu kendi içerisinde efektif getirilerine göre sıralar ve H katsayısı yüksek olan negatif efektif getirili fonları en son sıraya koyar. Eğer bir fonun H katsayısı yüksek ve efektif getirisi pozitifse, bu o fonun yüksek performanslı bir fon olduğu anlamına gelir.

Korunma ölçütü, fonun kayıplarının tarihsel toplamını emsalleriyle karşılaştırır. Diğer ölçütlerden farklı olarak, emsal gruplar hisse senedi fonları, karma hisse senedi fonları ve tahvil fonları olmak üzere üç geniş fon kate-

gorisinden belirlenir. Bu ölçüt düşük getirilerden ziyade kayıplardan kaçınan yatırımcılar için uygundur.

Gider ölçütü, fonun gider oranını aynı kategorideki fonlarla karşılaştırır. Toplam getiri ve istikrar ölçütüyle birlikte, ortalamanın üstünde performans gösteren ve giderleri en düşük fonları bulmak için kullanılabilir. Bu ölçüt, fonları komisyon yapılarına göre sınıflandırarak aynı komisyon yapısındaki fonları sıralandırır.

Son olarak ABD’de kullanılan **vergi avantajı ölçütü**, fonun vergisel avantajlarını aynı kategorideki fonlarla karşılaştırır. Bu ölçüt sadece ABD’deki fonlar için kullanılır.

Türkiye Uygulaması

Türkiye’de Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. tarafından geliştirilen Fonbul yöntemi işleyiş olarak Lipper Leaders yöntemi ile benzerlik göstermektedir. Yatırım fonları derecelendirme metodolojisi; performans, emsal performansı, ortalama performans, fon ömrü (kalıcılık ölçütü), volatilite ve Sharpe oranı olmak üzere 6 parametreyi baz alır. Emeklilik yatırım fonlarının değerlendirilmesinde bunlara ek olarak iç verim

oranı kullanılır. Saha, bu kıstasları kullanarak fonları kendi metodolojisinde belirlenen şekilde ağırlıklandırarak toplam nihai notu belirler. Nihai not belirlendikten sonra yıldız ataması, en yüksek performans gösteren %10’luk dilime 5 yıldız atanmak üzere, %20, %40, %20 ve %10’luk dilimler kullanılarak yapılır. Fon sınıflandırması TKYD tarafından yayınlanan kriterler temel alınarak yapılmış, yatırım fonları 7, emeklilik yatırım fonları ise 5 ayrı kategoriye ayrılmıştır.

D. S&P CAPITAL IQ YÖNTEMİ

1999 yılında kurulan ve 2004’te McGraw Hill’e satılan Capital IQ, 2010’da S&P ile birleşerek S&P Capital IQ adını almıştır. ABD kökenli şirket günümüzde 23 ülkede faaliyet göstermektedir.

Eylül 2009’da metodolojisini değiştiren S&P Capital IQ, riske göre düzeltilmiş geçmiş getiri odaklı yaklaşımından sıyrılarak menkul kıymet bazlı; performans analizleri, risk ve maliyet faktörlerini dikkate alan bir yaklaşım edinmiştir. Bu yaklaşıma göre, fonun içeriğini oluşturan menkul kıymetlerin özellikleri, geçmiş performans kadar önemlidir. Bu doğrultuda S&P Capital IQ, hisse senetleri için yine kendi geliştirdiği S&P Capital IQ STARS ve S&P Capital IQ Ranks yöntemlerini, tahviller için ise S&P’s Credit Ratings yöntemini kullanarak fonu oluşturan menkul kıymetlerin kalitesini belirler.

Menkul kıymet bazlı analizde, S&P fonu oluşturan tüm menkul kıymetlerin fiyat/kazanç oranı ve risklilik durumlarını birer birer inceledikten sonra, bunları söz konusu fonla aynı kategorideki diğer fonları oluşturan menkul kıymetlerle karşılaştırır. Daha sonra menkul kıymet bazlı sonuçları, geçmiş performans, gider oranı ve yönetici tecrübesiyle birleştirerek sıralamayı oluşturur.

S&P Capital IQ, fonları 9 kategoride inceler (bkz Kutu 4) ve her derecelendirdiği kategori içerisinde fonları tekrar 23 sınıfa ayırır. Bu sınıflar farklı yatırım tarzları olan fonları birbirinden ayırt etmeyi hedefler. S&P Capital IQ sonraki aşamada fonları emsal gruplarıyla karşılaştırarak analiz eder. Emsal gruplar için daha önce bahsettiğimiz Lipper Global Sınıflandırması baz alınır. Bu dar sınıflandırmalar fonun performans kaydını ve standart sapma, gider oranı,

⁵ Bu karşılaştırma ölçütü endeks, Lipper tarafından hazırlanan Lipper Global Sektör Endeksleri arasından seçilir. Bu endeksler Lipper kategorilerindeki en büyük fonların günlük ve aylık güncellenmiş toplam getirilerini verir.

işlem hacmi gibi özelliklerini emsalleriyle detaylı olarak karşılaştırmayı sağlar.

Yatırım fonu sıralaması, performans analizleri, risk ve maliyet faktörlerinin ağırlık ortalamaları hesaplanarak elde edilir. Performans analizleri, fonun 1 ve 3 yıllık performans kaydının emsal grubuyla karşılaştırılması ve menkul kıymetlerin kendi kategorisi içerisinde analiz edilmesiyle oluşturulur. Kredi ve faiz riski gibi risk faktörlerini belirlemek için, yine fonu oluşturan menkul kıymetler kendi kategorileri içerisinde analiz edilir. Bunun yanı sıra fonun performans kaydını oluşturan standart sapma, Sharpe oranı ve yönetici tecrübesi gibi değerler ele alınır. Maliyet faktörleri ise gider oranı, işlem hacmi ve satış komisyonu kalemlerinde incelenir. Genel olarak bir fonun maliyet

faktörleri açısından pozitif olarak derecelenmesi için, satış komisyonu almaması ve giderleri ile işlem hacminin düşük olması gerekir.

S&P Capital IQ, performans analizleri, risk ve maliyet faktörleri bileşenlerinden her birini pozitif, negatif veya nötr olarak derecelendirmektedir. Kendi kategorisinde puanlarının ağırlıklı ortalaması en yüksek %25'lik dilimde olan fonlar pozitif derece alırken, ortadaki %50'lik dilimdeki fonlar nötr, en düşük %25'lik dilimdeki fonlar ise negatif olarak derecelendirilir.

Kutu 4: S&P Capital IQ Yatırım Fonu Kategorileri

S&P Capital IQ, yatırım fonlarını, yerli pay senedi fonu, küresel pay senedi fonu, vergilendirilebilir sabit getirili fon, vergiden muaf sabit getirili fon, karma fon, karma fon sepeti, uluslararası pay senedi fonu, para piyasası fonu ve özel fon şeklinde 9 kategoride inceler. Bunlar arasından para piyasası fonları ile özel fonlar derecelendirilmez. Kalan 7 kategori ise, piyasa değeri, coğrafi bölgesi ve içerdiği tahvillere göre 23 sınıfa ayrılır (ör. piyasa değeri küçük büyüme amaçlı fonlar, piyasa değeri büyük karışık fonlar, uzun vadeli fonlar, uluslararası sabit getirili fonlar) .

2009 Öncesi S&P Capital IQ Yöntemi

S&P Capital IQ, 2009'da yenilenen metodolojisinin yanı sıra, 1999'dan bu yana kullandığı yıldız atamalarını da halen yayınlamaktadır. S&P Capital IQ'nun eski yönteminde fonlar, ülke, sektör, yatırım yapılan varlık türü gibi faktörler dikkate alınarak 160 kategoriye ayrılır. Karşılaştırma, bilgi oranı (information ratio) parametresi dikkate alınarak yapılır.

Bilgi oranı, fonun göreceli getirisinin 36 aylık ortalamasını, fonun göreceli getirisinin volatilitesine bölerek bulunur. Göreceli getiri, fonun aylık getirisinden aynı kategorideki

fonların ortalama aylık getirisi çıkarılarak elde edilir. Bilgi oranı hesaplanırken fonun karşılaştırma ölçütü yerine, bulunduğu kategorideki fonların ortalama getirisi kullanılır.

$$IR = \frac{\sum_{t=1}^{36} (R_{it} - R_{st})}{\sigma(R_i - R_s)}$$

Yıldız atamasının dağılımı, fonun kendi kategorisindeki sıralaması göz önünde bulundurularak, en yüksek performans gösteren %10'luk dilime 5 yıldız atanmak üzere, %20, %40, %20 ve %10'luk dilimler kullanılarak yapılır.

Türkiye Uygulaması

Türkiye'de Datascope A.Ş. tarafından uygulanan Fonmarket yöntemi, S&P Capital IQ'nun 2009'dan önce kullandığı yöntem ile benzerlik göstermektedir. Bu yöntem üç aşamadan oluşmakta ve 6, 12 ve 24 aylık dönemler için uygulanmaktadır. İlk aşamada fonların kategori bazında prim ve

kayıpları hesaplanır. Prim, fonun getirisinden risksiz getiri (Fonmarket likit fon endeksinin getirisi) çıkarılarak bulunur. Eğer bu fark negatif bir değer alırsa bu kayıp olarak adlandırılır.

İkinci aşamada ise fonların ortalama getirileri, riske göre düzeltilmiş getirileri ve risk değerleri hesaplanır. İlgili dönemdeki ortalama fon priminin tüm primlerin ortalamasına bölünmesi ile elde edilen sonuca getiri değeri, ilgili dönemdeki ortalama fon kayıplarının tüm kayıpların ortalamasına bölünmesi ile elde edilen sonuca ise risk değeri

denir. Fonmarket (FM) gösterge değeri, getiri değerinden risk değerinin çıkarılması ile elde edilir. Fonlar FM gösterge değerine göre büyükten küçüğe doğru sıralanarak %10, %20, %40, %20 ve 10'luk dilimlere yıldız ataması yapılır.

GENEL DEĞERLENDİRME

Aktif olarak yönetilen fonların performansı, piyasa endeksleriyle veya aynı kategoride bulunan diğer fonların ortalaması gibi karşılaştırma ölçütleriyle kıyaslanarak ölçülebilir. Yatırımcıların ve fon yöneticilerinin karşılaştırma ölçütüne karar verirken, fonun içeriğini oluşturan ürünler, fonun yönetim tarzı, büyüklüğü, ortalama vade, kredi kalitesi, fonun işlem gördüğü bölge gibi unsurlara dikkat ederek en uygun piyasa endeksini seçmesi veya mümkün olduğunca homojen fon kategorileri oluşturulması gereklidir.

Fakat her ne kadar en uygun endeksler seçilse veya en homojen kategoriler oluşturulsa da, her fonun kendine özgü bir değişkenlik profili olduğundan, fonlar birbirleriyle karşılaştırılmadan önce risk seviyeleri birbirine denk hale getirilmelidir. 'Riske göre düzeltme' adı verilen bu işlem, portföyün getirisinden risksiz getiri çıkarılıp sonuç portföyün getirilerinin standart sapmasına bölünerek yapılabilir.

Çeşitli fon derecelendirme kuruluşları, kullandıkları farklı yöntemlerle, kategorilerin homojen olması, riske göre düzeltilmiş getiri, fonların işlem maliyetleri ve vergi yükümlülükleri, getirinin istikrarı ve diğer faktörleri göz önünde bulundurarak fonları en ayrıntılı şekilde karşılaştırıp sıralayarak, fonlara yıldız ataması yapmaktadır. Dünyada yatırımcıların yatırım fonu seçimlerinde, derecelendirme kuruluşları tarafından fonlara atanan yıldızların önemli etkisi bulunmaktadır.

Dünyada en yoğun olarak kullanılan dört derecelendirme yöntemi; Morningstar, Lipper Leader, Europerformance-EDHEC ve S&P Capital IQ yöntemleridir. Türkiye'de şu an mevcut dört derecelendirme kuruluşu olan Gündüz Capital, Saha, Ludens ve Fonmarket de sırasıyla bu dört yöntemi temel almaktadır.

Fon derecelendirme yöntemlerinden her birinin farklı eksikleri ve güçlü yanlarının olması, hangi yöntemin daha iyi olduğu konusunda fikir birliğine varılmasını zorlaştırmaktadır. Örneğin Morningstar, Lipper ve S&P Capital IQ gibi, karşılaştırma için önceden belirlenmiş fon kategorilerini kullanan yöntemler, yeterince homojen kategoriler oluşturamamakla eleştirilmektedir. Bu yöntemlerde fon performansı, içinde bulunduğu kategoride görece olarak değerlendirildiğinden, notlandırma büyük ölçüde kategorilerin tanımlanmasına bağlı kalmaktadır. Europerformance-EDHEC yönteminde ise stil analizi yöntemi ile fonun içeriğini en iyi yansıtan endeksler seçilerek karşılaştırma ölçütü olarak kullanılır.

Lipper yöntemi, toplam getiri, istikrar, korunma, gider ve vergi avantajı gibi beş farklı ölçüte göre notlandırma ve sıralandırma yaparak, yatırımcıların kendisini en çok ilgilendiren kriteri kullanarak seçim yapmasına olanak verir. S&P Capital IQ yöntemi, fonun içeriğini oluşturan her bir menkul kıymetin özelliklerini göz önünde bulunduran bütünsel bir yaklaşım edinmiştir.

Derecelendirme yöntemlerinin tamamının, sadece geçmiş performansı analiz ettiği ve sıralamalarının fonların gelecek performansını yansıtmayabileceği unutulmamalıdır. Bunun yanı sıra yatırımcı ve fon yöneticileri için temel bir bilgi kaynağı olan derecelendirme şirketlerinin şeffaflıklarını artırarak notlandırmaların yeniden hesaplanmasına olanak verecek yöntemsel bilgi ve performans verilerini yayınlamaları, bu şirketlerin yöntemlerini geliştirmesine ve güvenilirliklerini artırmasına yardımcı olacaktır.

Özetle, fon derecelendirme kuruluşlarının her biri değerlendirmede farklı kıstasları vurgulayarak yatırımcılara ve fon yöneticilerine mümkün olduğunca objektif bir bakış

sunmaktadır. Türkiye’de kurulan derecelendirme kuruluşları, Aralık 2013’te verilen yetki ile Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından incelenerek kayıt altına alınmaktadır. Türkiye’de derecelendirme sistemlerinin kullanımının yaygınlaşması, TEFAS ile birlikte yatırımcıların

fon seçimini kolaylaştıracak ve sayısı hızla artan bireysel emeklilik sistemi katılımcılarına bilinçli fon tercihi imkanı sağlayacaktır. Böylece fon sektöründe rekabetin ve fon performansının artması beklenmektedir.

Kaynaklar

Amenc, N. ve V. Le Sourd. Rating the Ratings: A Critical Analysis of Fund Rating Systems. EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, 2007.

Del Guercio D. ve P. A. Tkac. Star Power: The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flow. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2008.

Fonbul Açıklama ve Metodoloji, <http://www.fonbul.com/FonRating/Download/Metodoloji.pdf>.

Fonmetre Metodoloji Dökümanı, Temmuz 2012.

Hill, P. Portfolio Management, Indices, Benchmarks and Competitor Benchmarking. Bailard Research, Haziran 2009.

Horasanlı, M. Yatırım Fonu Derecelendirme Yöntemlerinin Karşılaştırılması ve Türkiye Uygulamaları, TKYD Kurumsal Yatırımcı E-Dergi, 2014.

Lipper Global Classification Definitions Document, 2009.

Ludens İleri Finansal Hizmetler ve Danışmanlık Ltd. Şti, Rating Yöntemi, <http://www.ludens.com.tr/metodolojimiz>.

Morningstar Methodology Paper, Haziran 2009.

Morningstar’s Performance Measures, <http://web.stanford.edu/~wfscharpe/art/stars/stars6.htm>.

Mutual Fund Ratings and Future Performance. Vanguard Research, Haziran 2010.

Rating Nedir? <http://www.fonmarket.com/okul/rating-nedir-nasil-hesaplanir>.

S&P Capital IQ’s Mutual Fund Ranking Methodology, Ekim 2013.

Soe, Aye M. S&P Indices Versus Active Funds (SPIVA) U.S. Scorecard, 2013.

The Europerformance-EDHEC Style Rating Methodology, Nisan 2006.

The Lipper Leader Rating System, 2007.

ISSN 2148464-3



9 772148 464006

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

