

Ödünç İşlemleri Paneli

Takasbank ile birlikte düzenlediğimiz "Sermaye Piyasasında Ödünç İşlemleri, Avantajları ve 'Takasbank Ödünç Pay Senedi Piyasası'nın Geliştirilmesi" paneli, 23 Mayıs 2006 tarihinde Birlik merkezimizde yapıldı.

Panelin açılışı TSPAKB Başkanı T. Metin Ayışık ve Takasbank Genel Müdürü Emin Çatana tarafından yapıldı. Panelde, ödünç işlemlerinin önemi, ödünç piyasasının sorunları ve çözüm önerileri tartışıldı.

(Sayfa 3'te devam etmektedir.)



Aracı Kurum Yoğunlaşma ve Performans Analizi

Bu ayki raporumuzda, aracı kurumların mali verileri kurum ölçeklerine, kökenlerine ve ortaklık yapılarına göre yapılan çeşitli sınıflandırmalarla ele alınmaktadır. Bu yolla, aracı kurumların kendi performanslarını yer aldıkları grup çerçevesinde değerlendirebilmeleri amaçlanmıştır.

2005 yılı verilerine göre, banka kökenli kurumlar, yabancı kurumlar ve aktif büyüklüğü açısından önde gelen kurumlar hizmet gelirlerini çeşitlendirebilmiş, aracılık komisyonu dışında gelir kaynakları yaratabilmiştir. Sonuç olarak, kârlılık açısından da bu kurumlar önde gelmektedir. Raporumuzu **sayfa 7'de** bulabilirsiniz.

Warrantlar

Türk sermaye piyasası uzun yıllar sınırlı sayıda yatırım araçları ile faaliyetlerini sürdürmüştür. Ancak Emeklilik Yatırım Fonları, Borsa Yatırım Fonları ve Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin faaliyete geçmesiyle sermaye piyasasındaki ürün çeşitliliği artmıştır. Yakın zamanda opsiyonların da işlem görmeye başlaması beklenmektedir.

Dünyada yaygın olarak kullanılan warrantlar, belli bir varlığı,



önceden belirlenmiş fiyat üzerinden, belirlenmiş bir tarihte veya öncesinde, alma veya satma hakkı veren bir opsiyon çeşididir. Warrantlar, borsada kote olan finansal araçlar olup, hisse senedi gibi kolayca alınıp satılabilmektedir. Warrantların dayanak varlığı hisse senedi, endeks, döviz, emtia vb. olabilmektedir.

Detaylı çalışmamızı **sayfa 16'da** okuyabilirsiniz.

Değerli **gündem** okurları,

Hepimizin bildiği gibi, sermaye piyasamızın yalnızca hisse senedi ve devlet tahvili işlemlerine dayalı yapıdan çıkması tüm sektörün yararına olacaktır. Hizmet ve ürün çeşitliliğinin artması, bir yandan aracı kurumlarımızın etkinliğini artıracak diğer yandan sermaye piyasalarına yeni yatırımcı girişini hızlandıracaktır. Konuyla ilgili olarak sürdürdüğümüz çalışmalarımızda, en büyük destekçimiz yine üyelerimiz olmaktadır.



Piyasalarımızın gelişimi için yeni atılımları gerçekleştirmek, doğru adımları atabilmek sektörü ve sektörün sorunlarını iyi tanımayı da birlikte getiriyor. Bu nedenle üyelerimizi Mayıs ayından itibaren ziyaret etmeye başladık. Sorunlarımızı doğru anlamak, çözüm önerilerini birlikte üretebilmek amacıyla aracı kurumlarımızın görüşlerine başvuruyoruz. Yaptığımız görüşmeler sonucunda, üyelerimizden gelen son derece önemli eleştiri ve öneriler doğrultusunda yol haritamızı hazırlayacak, ardından yapacağımız ortak toplantıda sizlere sunacağız. Görüşmelerde üyelerimizin dile getirdikleri önerilerin, sektörümüzü ve Birliğimizi daha ileriye götürme konusunda bize yol gösterdiğini, çalışmalarımızda bize cesaret ve güç verdiğini şimdiden belirtmek isterim.

Sektörümüzün gelişmesi için yeni piyasaların ve ürünlerin geliştirilerek hayata geçirilmesi konusunda önemli bir konu da ödünç işlemleri. Ne yazık ki, tüm önemine karşın, piyasalarda ödünç menkul kıymet işlemlerinin istenilen düzeyde gerçekleştiğini söylemek pek mümkün değil. Konuyu etraflıca tartışmak ve çözüm önerileri üretmek için, 23 Mayıs'ta Birlik merkezimizde Takasbank'la ortaklaşa bir panel düzenledik. Son derece değerli katılımcıların yer aldığı panelde, sermaye piyasası ödünç işlemlerinin sorunları ve çözüm önerileri tartışıldı. Birliğimiz konuyla ilgili çalışmalara ve çalışmaları desteklemeye devam edecektir. Ödünç piyasasının en kısa zamanda aktif bir yapıya kavuşmasını diliyoruz.

Hatırlayacaksınız, önceki sayılarımızda, aracı kuruluş birliklerinin üye olduğu uluslararası bir konsey olan ICSA'ye üyelik başvurusunda bulunduğumuzu bildirmiştik. Mart ayında yapmış olduğumuz başvuru, Mayıs ayında tüm ICSA üyeleri tarafından oybirliğiyle kabul edildi. Üyeliğimizin kabul edilmesinin hemen ardından Birliğimiz, ICSA'nın "Piyasa Altyapıları Yönetimi" çalışma grubunda yer aldı.

Birliğimiz, uluslararası çalışmaları kapsamında IOSCO'nun yıllık konferansında da temsil edilecek. Bu-

rada oluşan fikirler, değerlendirmeler uluslararası alanda sermaye piyasalarının yapısını değiştirebilecek önem taşıyor. Birlik olarak, bu tür konferansları takip etmeye ve yeri geldiğinde katkı sağlama-ya özen gösteriyoruz. Bu bağlamda, yurtiçinde olduğu kadar, yurtdışında da ülkemizi ve bizi etkileyecek gelişmeleri yakından takip ettiğimizi ve etmemiz gerektiğini belirtmek istiyorum.

Sizlerin de yakından takip ettiği gibi son dönemde piyasalarımızda önemli dalgalanmalar yaşanıyor. Son yıllarda istikrarlı bir yapı sergileyen ve olumlu gelişmeler gösteren piyasalarımızdaki bu dalgalanmaların ekonominin dinamikleri arasında yer aldığını belirtmek isterim. Bu iniş-cıkışların olumsuz etkilerini en aza indirmek için, sakın ve akılcı bir yaklaşım içinde bulunmanın doğru olacağı kanaatindeyim. Beklentilerimiz, çok geçmeden dalgalanmanın durulacağı, ekonomimizin yeniden istikrara kavuşacağı yönündedir.

Saygılarımla,

T. Metin AYIŞIK
BAŞKAN

Sermaye Piyasasında Ödünç İşlemleri Paneli Yapıldı

(Sayfa 1'den devam etmektedir)

Panelin açılışında yaptığı konuşmada, TSPAKB Başkanı T. Metin Ayışık piyasalarda ödünç menkul kıymetler işlemlerinin istenilen düzeyde gerçekleştiğini söylemenin zor olduğunu kaydetti. Ayışık, piyasalarda yeni araç ve teknikler kullanarak daha fazla katma değer yaratacak faaliyetlerin gerekli olduğuna değindi. Emin Çatana ise; ödünç piyasalarının, Türkiye sermaye piyasalarının yakın geçmişinde takas işlemlerinin tamamlanmasındaki geciktirici faktörleri ortadan kaldırmak, ön takas tamamlama faktörü olarak kullanılmak amacıyla başlanmış sistemler olduğunu söyledi. Çatana, dünya sermaye piyasaları literatürüne bakıldığında ödünç işlemlerinin sermaye piyasalarında dengeleyici bir gerekli unsur olduğunun görüldüğünü ifade etti.

Yoğun katılımın olduğu panelde, ödünç işlemlerinin önemi, Türkiye'de organize bir ödünç piyasasının yerleşmemiş olmasının nedenleri, geliştirilme-

sine yönelik görüşler ve çözüm önerileri tartışıldı.

İki oturumdan oluşan panele, Tuncay Yıldırım (Sermaye Piyasası Kurulu, Uzman), Mehmet Günel (Takasbank A.Ş., Grup Başkanı), Erhan Topaç (Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Yönetim Kurulu Başkanı), Vehbi Karabıyık (Karden Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş., Yeminli Mali Müşavir, İstanbul YMM Odası Yönetim Kurulu Üyesi) ve Gökhan Karel (Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş., Müdür) konuşmacı olarak katıldı.

Birliğimiz ICSA Üyesi Oldu

Daha önce duyurduğumuz üzere, Yönetim Kurulumuz, Birliğimizin uluslararası tanınırlığının artırılması ve uluslararası alanda tartışılan konulara yakınlık sağlanması açısından, ICSA'e (International Council of Securities Associations) üye olunmasına karar vermişti. Birliğimiz, üyelik çalışmaları doğrultusunda, ICSA'nın 31 Ocak 2006 tarihinde Londra'da yapılan üye toplantısına gözlemci olarak katılmıştı.





Bildiğiniz gibi, Mart ayında ICSA'ye üyelik başvurusunda bulunmuştuk. Başvurumuz, Nisan ayı başında ICSA Danışma Komitesi tarafından kabul edildikten sonra, Mayıs ayında tüm üyeler tarafından oybirliğiyle kabul edildi.

Aracı kuruluş birliklerinin üye olduğu uluslararası bir birlik olan ICSA'nın üyeleri arasında ABD, Avusturya, Fransa, İngiltere, İsveç, İtalya, Güney Afrika, Güney Kore, Japonya, Kanada ve Tayvan'daki çeşitli birlikler yer alıyor. Bu ulusal birliklerin yanı sıra, ICMA (International Capital Market Association) gibi uluslararası bir birlik de üyeler arasında. Birliğimizin katılımıyla ICSA'nın üye sayısı 15'e yükseldi.

Birliğimiz, üye olmasının hemen ardından ICSA'nın "Piyasa Altyapıları Yönetimi" çalışma grubunda yer aldı. Grubun "Piyasa Altyapıları Yönetimi Prensipleri" taslağı üzerindeki çalışmalarına aktif katkıda bulunmaya devam ediyoruz.

CFA Toplantısında Temsil Edildik

Yatırım Profesyonelleri Derneği CFA'nın 2006 Yıllık Konferansı 21-24 Mayıs'ta Zürih'te düzenlendi. Küresel ekonomideki gelişmeler ve sermaye piyasasındaki son eğilimler hakkında sunumlar yapılan konferansta Birliğimizi, Araştırma ve İstatistik bölümünden Zeynep Emre ve Ekin Fıkırkoca temsil etti.

Gelir Vergisi Görüşlerimiz Maliye Bakanlığı'nda

Bilindiği üzere, yeni vergileme sistemi 1 Ocak 2006 tarihinde yürürlüğe girmişti. Yeni sistemin uygulama aşamasında karşılaşılan sorunlar ile tereddüt edilen konular üye temsilcilerimizce dile getirilmiş ve konuyla ilgili Maliye Bakanlığının yazılı görüşüne başvurulmuştu.

Birliğimiz tarafından iletilen konulara ilişkin açıklamalarla birlikte Eurobond'ların itfası ve alım-satımından elde edilen getirilerin gerçek kişiler yönünden vergilendirilmesine ilişkin açıklamalara Gelir İdaresi Başkanlığı'nca hazırlanan "258 Seri No'lu Gelir Vergisi Genel Tebliği Taslağı"nda yer verilerek kamuoyunun görüşlerine sunulmuştur. Tebliğ taslağı Gelir İdaresi Başkanlığı'nın www.gib.gov.tr adresli internet sitesinde yayınlanmaktadır.

Birliğimiz, söz konusu tebliğ taslağını tüm üyelerimize bildirmiş, üyelerimizden gelen görüşler çerçevesinde oluşturulan önerilerimiz Gelir İdaresi Başkanlığına iletilmiştir.

Lisans Yenileme Eğitimleri

Birliğimiz tarafından 10 Haziran 2006 tarihinde Temel ve İleri Düzey lisans yenileme eğitimleri verilecektir. Lisans yenileme eğitimlerine başvurular, Birliğin www.tspakb.org.tr adresinde bulunan Sicil Tutma Sistemi üzerinden yapılmaktadır. Başvurularla ilgili açıklamalara ise, yine internet sitemizden, Lisanslama/Sicil Tutma ve Eğitim/Tanıtım bölümleri altında bulunan [Sıkça Sorulan Sorular](#) ve [Lisans Yenileme Eğitimlerine Başvuruda Yapılacak İşlemler](#) linklerinden ulaşılabilir.

Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Eğitimleri

Sermaye Piyasası Faaliyetleri lisanslama sınavlarına yönelik eğitimler 27-28 Mayıs 2006 tarihlerinde yapıldı. Mayıs 2006 döneminde yapılan Temel Düzey Sınavı kapsamındaki 5 eğitime 73 kişi; İleri Düzey Sınavı kapsamındaki 2 eğitime 65 kişi katıldı.

Nisan-Mayıs 2006 döneminde, Temel Düzey eğitimlerine 98, İleri Düzey eğitimlerine 197 olmak üzere lisanslama sınavlarına hazırlık eğitimlerine toplam 295 kişi katıldı.

VOB Eğitimleri

VOB-Üye Temsilcisi eğitimi 12-16 ve 19 Haziran 2006 tarihlerinde, VOB-Uygulama eğitimi ise 20 Haziran 2006 tarihinde yapılacaktır. Eğitimlere başvuru için bilgilere www.tspakb.org.tr sitesinde Eğitim/Tanıtım bölümünden ulaşılabilir.

Mesleki Gelişim Eğitimleri

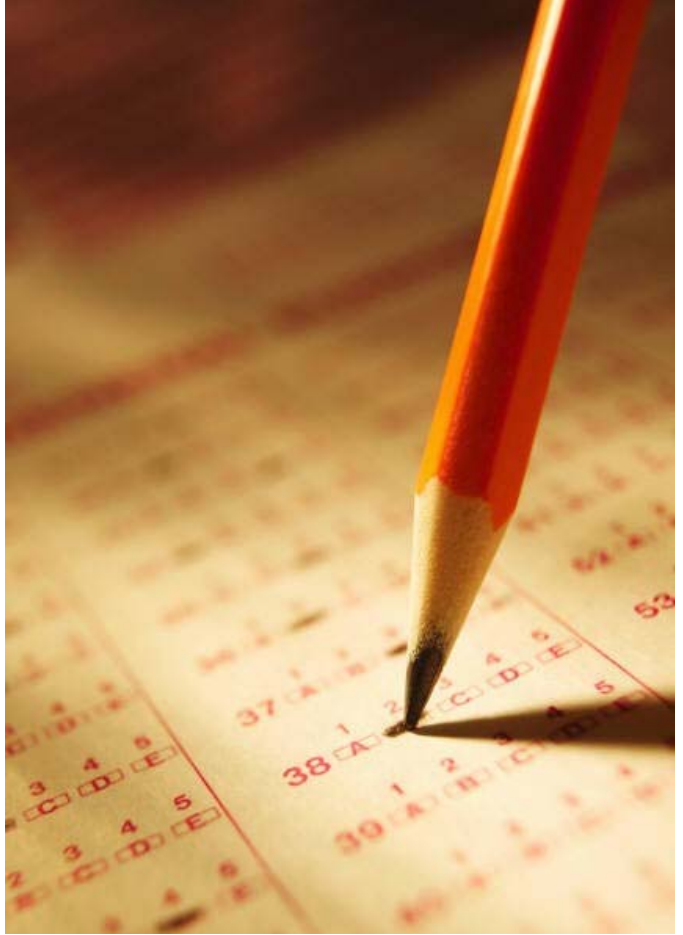
Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı ile İlişkiler konulu eğitim 5-7 Mayıs 2006 tarihinde düzenlendi. Yoğun ilgi gören eğitimin tekrarı 7-9 Haziran 2006 tarihlerinde yapıldı.

Lisans Başvuruları Sonuçlandırılıyor

Sicil Tutma Sisteminde sicil bilgisi oluşan toplam kişi sayısı 18,745'e, toplam lisans sayısı ise 16,681'e ulaşmıştır.

Düzenlenen sınavlar sonucunda başarılı olan adaylardan 7,319'u lisans belgesi başvurusunda bulunmuş, başvuruların 5,693 adedi sonuçlandırılmıştır.

Lisans Türü	Başvurulan Lisans	Onaylanan Lisans
Temel Düzey	4,315	2,813
İleri Düzey	2,019	1,925
Türev Araçlar	375	363
Değerleme Uzmanlığı	315	305
Takas ve Operasyon	237	229
Kredi Derecelendirme Uzmanlığı	29	29
Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzm.	29	29
Toplam	7,319	5,693



Derecelendirme Tebliğinde Değişiklik Yapıldı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin Geçici 2. maddesinde yapılan değişiklik 24 Mayıs 2006 tarih ve 26177 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Bu değişiklik ile Derecelendirme Uzmanlıkları sınavlarında başarılı olanların, lisans belgesi başvurularında sahip olması gereken eğitim düzeyine değinilmiş ve geçiş sürecine ilişkin düzenleme yapılmıştır.

Yapılan değişiklikle maddenin yeni hali aşağıdaki gibidir:

"31/12/2006 tarihine kadar olan geçiş süresi içinde işletme, finans, hukuk, iktisat, maliye, muhase-

be, işletme mühendisliği, bankacılık ve dengi dallarda en az 4 yıllık lisans düzeyinde veya diğer dallarda lisans düzeyinde eğitim yapmış olmakla birlikte belirtilen alanlarda lisansüstü eğitim yapmış olan ve derecelendirme alanında en az 1 yıllık deneyimleri bulunan ve bu durumu belgeleyenlerden Kurulca uygun görülenler Tebliğ kapsamında derecelendirme uzmanı olarak kabul edilir.

31/12/2006 tarihine kadar, 9'uncu maddenin birinci fıkrasının (h) bendinde belirtilen lisansı almadığı olanların, derecelendirme uzmanı unvanı sona erer."

Tebliğin 9'uncu maddesinin birinci fıkrasının (h) bendi; derecelendirme faaliyetinin bağımsız olarak sürdürülebilmesi için birbirinden ayrı olarak,

- İşletme, finans, hukuk, iktisat, maliye, muhasebe, işletme mühendisliği, bankacılık ve dengi dallarda en az 4 yıllık lisans düzeyinde veya diğer dallarda lisans düzeyinde eğitim yapmış olmakla birlikte belirtilen alanlarda lisansüstü eğitim yapmış olması,
- Derecelendirme alanında en az 1 yıllık deneyimlerinin bulunması ve Kurulun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kendilerine Derecelendirme Uzmanlığı Lisansı verilmiş olması,

niteliklerine haiz, ekip olarak çalışmayı sağlayacak sayıda derecelendirme uzmanının istihdam edilmesini düzenlemektedir.

Aracı Kurum Yoğunlaşma ve Performans Analizi



Ekin Fıkırkoca
Araştırma ve İstatistik

Bu ayki raporumuzda, aracı kurumların mali verileri çeşitli sınıflandırmalarla ele alınmaktadır. Bu yolla, aracı kurumların kendi performanslarını yer aldıkları grup çerçevesinde değerlendirebilmeleri amaçlanmıştır.

Bilindiği üzere 2004 yılında aracı kurumların mali tabloları 4 ayrı formatta açıklanmış, bu verileri tek bir standart formatta konsolide etmek mümkün olmamıştı. Bu sebeple, analizimizde yalnızca 2005 yılı verilerine yer verilmiştir.

Sınıflandırma

Aracı kurumlar, kurum ölçeklerine, kökenlerine ve ortaklık yapılarına göre kategorilere ayrılmıştır.

2005 yılında Bakanlar Kurulu yönetmeliğiyle Türkiye için bir KOBİ tanımı geliştirilmiştir. Analizimizde, aracı kurumların ölçeklerine göre sınıflan-

dırılmasında bu mevzuatta yer alan tanım göz önüne alınmıştır. "Büyük" ölçekli aracı kurumlar aktifi 25 milyon YTL'nin üzerinde olan, "Orta" aracı kurumlar aktif büyüklüğü 5 milyon ile 25 milyon YTL arasında yer alan, "Küçük" aracı kurumlar ise aktifleri 5 milyon YTL'nin altında olan kurumlar olarak tanımlanmıştır.

Aracı Kurum Sınıflandırmaları (2005)		Sayı
Banka Kökenli		32
Banka Kökenli Olmayan		68
Toplam		100
TMSF		4
Kamu		4
Yabancı		11
Yerli Özel		81
Toplam		100
Büyük		25
Orta		45
Küçük		30
Toplam		100
Kaynak: TSPAKB		

Aracı kurumlar ayrıca "banka kökenli olan" ve "banka kökenli olmayan" diye sınıflandırılmıştır.

Son kategori ortaklık yapısına göre oluşturulmuştur. Kamu kesimi "kamu" ve "TMSF" olarak ayrıştırılmış, özel sektörde "yerli özel" ve yabancı" ayırımına yer verilmiştir.

Analizde mali verileri bulunan 100 kurum incelenmiştir. Tabloda bu sınıflandırmaya ilişkin bilgiler sunulmaktadır.

ARACI KURUMLARIN YOĞUNLAŞMA ORANLARI

Çalışmanın ilk bölümünde aracı kurumun nitelikleri baz alınarak yapılan sınıflandırmaya göre ortaya çıkan paylaşım ve yoğunlaşmalar incelenmiştir.

ARACI KURUM NİTELİKLERİNE GÖRE YOĞUNLAŞMA

Kökenlerine Göre Aracı Kurumların Yoğunlaşması

Banka kökenli 32 aracı kurumun işlem hacmindeki payı %56 iken, çalışan sayısındaki payı %46 ile daha düşüktür.

Kökenlerine Göre Aracı Kurumlar (2005)

	İşlem Hacmi	Aktifler	Özsermaye	Çalışan
Banka Kök.	55.6%	64.9%	68.9%	46.0%
Banka Kök. Olmayan	44.4%	35.1%	31.1%	54.0%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPAKB

Banka kökenli kurumların aktif ve özsermaye büyüklüğü içindeki payları da sırasıyla %65 ve %69 olmuştur. Diğer bir deyişle, sayıca sektörün üçte birini temsil eden bu kurumlar, aktif ve özsermaye bakımından sektörün üçte ikisini oluşturmaktadır.

Banka kökenli aracı kurumlar işlem hacminin %56'sını oluştururken, net komisyon gelirlerinin %51'ini yaratmıştır. Bu durumun banka kökenli aracı kurumlarda acentelerle komisyon paylaşımından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Faaliyet gelirleri aracı kurum bilançosunda "brüt kâr" başlığı altında izlenmektedir. Bu gelirlerin, banka kökenli kurumlarda çok daha yüksek olduğu gözlenmektedir. Alım-satım aracılığı dışında özellikle kurumsal finansman ve portföy yönetimi gibi daha geniş bir alanda hizmet sunan bu kurumlar,

Kökenlerine Göre Aracı Kurumlar (2005)

	Net Aracılık Komisyonu	Faaliyet Gelirleri	Net Kâr
Banka Kökenli	51.3%	62.3%	73.8%
Banka Kökenli Olmayan	48.7%	37.7%	26.2%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPAKB

aracılık komisyonu dışındaki diğer faaliyet gelirlerinin etkisi ile sektörün tüm gelirlerinin %62'sini elde etmektedir.

Net kâr paylaşımı rakamları daha çarpıcı sonuçlar vermektedir. Banka kökenli aracı kurumlar sektörün tüm net kârının %74'ünü elde etmektedir. Üstelik, bu grupta yer alan 32 kurumdan 23'ü kâr ederken, kalan 9'u da zarar etmiştir. Banka kökenli olmayan aracı kurumların sektörün kârına katkısı ise %26 seviyesindedir. Bu kategoride kâr eden kurum sayısı 53 iken, zararda olanların sayısı 15'tir.

Ortaklık Yapılarına Göre Aracı Kurumların Yoğunlaşması

TMSF bünyesindeki 4 aracı kurumun işlem hacmindeki payı ihmal edilecek seviyededir. Aktif ve özsermaye payları %1'in biraz üzerindeyken, çalışan sayısındaki payları %1'in altındadır.

Ortaklık Yapısına Göre Aracı Kurumlar (2005)

	İşlem Hacmi	Aktifler	Özsermaye	Çalışan
TMSF	0.4%	1.1%	1.4%	0.8%
Kamu	1.8%	5.6%	7.6%	4.8%
Yabancı	20.4%	20.5%	22.0%	10.0%
Yerli Özel	77.5%	72.8%	69.1%	84.4%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPAKB

Öte yandan, kamu aracı kurumlarının pazar payları %2 seviyesinde olmasına rağmen, özsermayedeki paylarının %8'e yakın olduğu görülmektedir. Yabancı aracı kurumların ise, çalışanların %10'unu istihdam ettiği, bununla beraber işlem hacminin %20'sini gerçekleştirdiği görülmektedir. Yerli özel 81 aracı kurum ise, çalışanların %84'ünü istihdam etmekte, işlem hacminin %78'ini yaratmakta ve özsermayenin %69'unu oluşturmaktadır.

TMSF bünyesindeki kurumlar, sektör net komisyon gelirlerinin çok küçük bir kısmını yaratabilmekte ve zarar etmektedir.

Ortaklık Yapısına Göre Aracı Kurumlar (2005)

	Net Aracılık Komisyonu	Faaliyet Gelirleri	Net Kâr
TMSF	0.3%	0.4%	-1.5%
Kamu	2.7%	4.8%	5.9%
Yabancı	25.1%	27.1%	38.2%
Yerli Özel	71.9%	67.6%	57.4%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPAKB

Kamu aracı kurumlarının sektörün toplam işlem hacmindeki payları %2 olmasına rağmen, net aracılık komisyonu payları %3'e, net kârları ise %6'ya çıkmaktadır.

Hisse senedi işlem hacminin beşte birini gerçekleştiren yabancı aracı kurumlar, komisyon gelirlerinin dörtte birini yaratmaktadır. Sektörün toplam gelirlerinden aldıkları payı %27'ye çıkarken, sektörün toplam net kârının da %38'ini yaratmaktadır.

Yerli özel aracı kurumlar, işlem hacminin %78'ini yaratmakla beraber, net komisyon gelirlerinin %72'sini, net kârın ise %57'sini oluşturmaktadır.

Ölçeğe Göre Aracı Kurumların Yoğunlaşması

25 milyon YTL'den yüksek aktif büyüklüğüne sahip "büyük" aracı kurumların işlem hacmi payı %65'tir. Bu kurumlar sektörün toplam aktiflerinin %76'sını, özsermayesinin %77'sini oluşturmaktadır. Bu kategorideki 25 kurum, sektörün %57'sini istihdam etmektedir.

Ölçeğe Göre Aracı Kurumlar (2005)

	İşlem Hacmi	Aktifler	Özsermaye	Çalışan
Büyük	64.5%	76.3%	76.5%	56.5%
Orta	28.2%	19.9%	19.4%	32.2%
Küçük	7.2%	3.8%	4.0%	11.3%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPAKB

Orta ölçekli 45 aracı kurum bulunmaktadır. Aktif ve özsermayedeki payları %20 civarında olan bu kurumlar, işlem hacminin %28'ini oluştururken, sektör çalışanlarının %32'sini istihdam etmektedir.

Küçük ölçekli 30 kurum toplam işlem hacminin %7'sini, sektörün toplam aktif ve özsermayesinin %4'ünü oluşturmaktadır. Buna rağmen sektörde çalışanların %11'ini istihdam etmektedir.

İşlem hacminin %65'ini oluşturan büyük aracı kurumlar, net aracılık komisyonlarının %72'sini, net kârın ise %90'ını yaratmaktadır.

Küçük aracı kurumlar toplam komisyon gelirinin %6'sını alırken, sektörün net kârına katkıları ihmal edilebilir seviyededir.

Ölçeğe Göre Aracı Kurumlar (2005)

	Net Aracılık Komisyonu	Faaliyet Gelirleri	Net Kâr
Büyük	71.6%	77.5%	89.8%
Orta	22.8%	18.7%	9.8%
Küçük	5.6%	3.8%	0.4%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPAKB

BÜYÜKLÜK SIRALAMALARINA GÖRE ARACI KURUMLAR

Bu bölümde aracı kurumlar mali ve faaliyet verilerinden seçilen belirli kriterlere göre sıralanmış, ardından 20 kurumdaki oluşan dilimlere ayrılmıştır.

Aktif Büyüklüğüne Göre Sıralama

Aktif büyüklüğüne göre sıralanan ilk 20 aracı kurumun, sektörün toplam aktiflerinin %70'ini oluşturduğu gözlenmektedir.

Aktif büyüklüğünde ilk 20 kurum hisse senedi işlem hacminin yarısını oluşturmaktadır. Aracılık komisyonlarındaki payları ise %60 olmuştur. Aracılık komisyonlarındaki payın hisse senedi işlem hacmi payından daha yüksek olması, bu kurumların uyguladıkları komisyon oranlarının diğer kurumlara göre daha yüksek olduğuna işaret etmektedir.

Aktif Büyüklüğüne Göre Sıralanmış Aracı Kurumlar (2005)	1-20	21-40	41-60	61-80	81-100
Aktif	70.2%	16.0%	7.6%	4.1%	2.0%
Özsermaye	69.5%	17.0%	7.6%	3.7%	2.3%
HS İşlem Hacmi	51.0%	27.4%	8.5%	8.8%	4.3%
Net Komisyon	59.8%	22.5%	8.3%	6.3%	3.1%
Faaliyet Gelirleri	67.8%	18.0%	7.3%	4.8%	2.0%
Net Dönem Kârı	84.8%	8.2%	5.4%	1.8%	-0.3%
Çalışan Sayısı	43.8%	25.7%	13.6%	10.6%	6.4%

Kaynak: TSPAKB

Aktif büyüklüğüne göre 21 ila 40. sıra arasında bulunan kurumlar, hisse senedi işlem hacminin %27'sini gerçekleştirmektedir. Çalışanların %26'sını istihdam eden 20 kurum, sektörün net kârının yalnızca %8'ini yaratmaktadır.

İlk 20 kurumdan sonra gelen tüm gruplarda da aynı eğilim gözlenmektedir. İşlem hacmi ve komisyon payları, aktif ve özsermaye paylarına göre yüksek olmakla beraber, dönem kârı daha düşük gerçekleşmektedir. Son 20'lik grupta ise, net zarar meydana geldiği göze çarpmaktadır.

Özsermaye Büyüklüğüne Göre Sıralanmış Aracı Kurumlar (2005)	1-20	21-40	41-60	61-80	81-100
Aktif	66.8%	18.4%	7.8%	4.20%	2.8%
Özsermaye	71.5%	16.3%	6.8%	3.6%	1.9%
HS İşlem Hacmi	54.6%	23.7%	9.5%	7.30%	4.9%
Net Komisyon	60.9%	20.3%	9.8%	5.10%	4.0%
Faaliyet Gelirleri	68.3%	17.1%	8.3%	3.60%	2.7%
Net Dönem Kârı	84.1%	10.9%	5.0%	0.70%	-0.7%
Çalışan Sayısı	50.6%	17.1%	14.6%	9.90%	7.8%

Kaynak: TSPAKB

Özsermaye Büyüklüğüne Göre Sıralama

Yandaki tablo, özsermaye büyüklüğüne göre sıralanan kurumların verilerini içermektedir.

Özsermayesi en yüksek ilk 20 aracı kurumun, sektörün toplam özsermayesi içindeki payı %72'dir. Bu kurumların, işlem hacmi payı %55 iken, net komisyondaki payı %61 olmaktadır. Özsermayesi en yüksek ilk 20 kurum sektörün toplam net kârının %84'ünü yaratmaktadır.

İşlem Hacmine Göre Sıralanmış Aracı Kurumlar (2005)	1-20	21-40	41-60	61-80	81-100
Aktif	62.5%	13.9%	10.6%	5.3%	7.7%
Özsermaye	65.3%	11.4%	12.4%	4.9%	5.9%
HS İşl. Hacmi	67.4%	17.2%	9.6%	4.8%	1.0%
Net Komisyon	69.1%	15.3%	9.6%	4.5%	1.5%
Faaliyet Gelirleri	69.6%	14.0%	10.2%	3.7%	2.5%
Net Dönem Kârı	81.4%	8.0%	8.9%	1.5%	0.3%
Çalışan Sayısı	48.0%	20.2%	17.3%	9.4%	5.1%

Kaynak: TSPAKB

İlk 20 kurumdan sonra gelen gruplarda, işlem hacmi ve komisyon payları, aktif ve özsermaye paylarına göre yüksek olmakla beraber, net dönem kârı payı daha düşüktür.

İşlem Hacmine Göre Sıralama

Hisse senedi işlem hacminde ilk 20 kurum sektörün toplam işlem hacminin %67'sini oluşturmuştur. Bu 20 kurum sektörün toplam aktiflerinin %63'ünü, özsermayesinin ise %65'ini oluşturmaktadır.

Bu kurumların net kârdaki payı ise %85 olarak gerçekleşmiştir. Net kârdaki payın, faaliyet gelirlerindeki paydan yüksek oluşu ise faiz ve diğer gelirlerden kaynaklanmaktadır.

tadır.

İşlem hacmi en yüksek 20 kurum aracılık komisyonlarının %69'unu, faaliyet gelirlerinin %70'ini

yaratmaktadır. Bu 20 kurumun sektör net kârındaki payı ise %81'e çıkmaktadır.

İşlem hacminde 21 ila 40. sırada bulunan kurumlar ise, hisse senedi hacminin %17'sini, fakat, faaliyet gelirlerinin %14'ünü yaratmaktadır. Bu kurumlar sektör kârından yalnızca %8 pay almaktadır.

Son 60 kurum işlem hacminin %15'ini paylaşmaktadır. Sektörün net komisyon gelirlerine de aynı ölçüde katkıda bulunan bu kurumlar, net kârın yalnızca %11'ini yaratmaktadır.

Net Komisyon Gelirine Göre Sıralama

Aracı kurumlar net komisyon gelirlerine göre sıralandığında, ilk 20 kurumun işlem hacminin %63'ünü gerçekleştirirken, komisyon gelirlerinin %71'ini aldıkları görülmektedir. Komisyon geliri en yüksek olan bu kurumlar sektörün toplam faaliyet gelirlerinden %68 pay almakta, net kârın ise %72'sini oluşturmaktadır.

Net komisyon gelirinde ikinci dilimdeki 20 kurum, komisyon gelirin %16'sını, net kârın %21'ini oluşturmaktadır.

Sıralamadaki son 60 kurum ise, net komisyon gelirin toplam %13'ünü, net dönem kârının ise %7'sini yaratmaktadır.

Faaliyet Gelirine Göre Sıralama

Sıralamada faaliyet gelirleri göz önüne alındığında, ilk 20 kurum sektörün tüm faaliyet gelirlerinin %72'sini gerçekleştirmekte, net kârın ise %84'ünü yaratmaktadır.

Sıralamada 21 ila 80 arasında yer alan 60 kurum, faaliyet gelirin %27'sini yaratmakta, net kârâ %18 düzeyinde katkıda bulunmaktadır. Son dilimdeki 20 kurum ise toplamda zarar etmektedir.

Net Komisyon Gelirine Göre Sıralanmış Aracı Kurumlar (2005)					
	1-20	21-40	41-60	61-80	81-100
Aktif	62.0%	16.7%	10.1%	4.3%	7.0%
Özsermaye	61.0%	20.5%	9.4%	4.1%	5.0%
HS İşlem Hacmi	63.2%	19.7%	10.3%	5.4%	1.5%
Net Komisyon	71.3%	15.9%	7.8%	3.9%	1.1%
Faaliyet Gelirleri	67.6%	19.6%	7.3%	3.2%	2.3%
Net Dönem Kârı	72.4%	21.0%	4.8%	0.8%	1.0%
Çalışan Sayısı	50.2%	23.7%	13.8%	8.3%	4.1%
Kaynak: TSPAKB					

Faaliyet Gelirine Göre Sıralanmış Aracı Kurumlar (2005)					
	1-20	21-40	41-60	61-80	81-100
Aktif	66.1%	17.3%	8.5%	4.8%	3.3%
Özsermaye	67.5%	16.1%	8.5%	4.2%	3.7%
HS İşlem Hacmi	62.4%	18.8%	11.2%	5.2%	2.5%
Net Komisyon	69.7%	16.7%	7.8%	4.0%	1.8%
Faaliyet Gelirleri	71.9%	16.9%	6.5%	3.5%	1.2%
Net Dönem Kârı	83.6%	12.0%	4.3%	1.6%	-1.6%
Çalışan Sayısı	48.4%	25.8%	12.7%	8.1%	4.9%
Kaynak: TSPAKB					

Net Kâra Göre Sıralama

Net kârâ göre sıralanmış ilk 20 kurum, sektörün toplam net kârının %88'ini gerçekleştirmektedir.

Net kârı yüksek olan bu kurumların toplam işlem hacmindeki pazar payları sadece %56'dır. Buna rağmen aracılık komisyonlarının %65'ini üretmekte, faaliyet gelirlerinin %69'unu yaratmaktadır. Bu 20 kurum toplamında, çalışan sayısındaki pay, diğer kriterlerdeki paylardan düşük, %42 seviyesindedir.

21 ila 60. sırada yer alan 40 kurum net kârın %16'sını sağlamaktadır. 61 ila 76. sırada yer alan 16 kurum sektör kârının ancak %0,6'sını yaratmaktadır. Burada, sektörde net kârı olan kurum sayısının 76, net zararı olan kurum sayısının ise 24 olduğunu hatırlatmak gerekmektedir. 77 ila 80. sıradaki kurumlar ise, az da olsa zarar etmektedir.

Net Kâra Göre Sıralanmış Aracı Kurumlar

(2005)	1-20	21-40	41-60	61-80	81-100
Aktif	65.7%	16.9%	7.7%	3.7%	6.0%
Özsermaye	68.5%	15.5%	7.6%	3.4%	5.0%
HS İşlem Hacmi	55.8%	14.6%	14.7%	4.9%	9.9%
Net Komisyon	64.7%	15.1%	9.4%	4.1%	6.8%
Faaliyet Gelirleri	68.5%	15.7%	7.3%	3.1%	5.3%
Net Dönem Kârı	87.9%	11.9%	4.2%	0.7%	-4.7%
Çalışan Sayısı	42.0%	19.6%	15.5%	9.6%	13.4%

Kaynak: TSPAKB

Çalışan Sayısına Göre Sıralanmış Aracı Kurumlar

(2005)	1-20	21-40	41-60	61-80	81-100
Aktif	55.8%	19.3%	12.7%	5.0%	7.1%
Özsermaye	52.3%	24.4%	13.2%	5.2%	5.0%
HS İşlem Hacmi	57.8%	19.0%	14.2%	6.4%	2.6%
Net Komisyon	58.4%	17.4%	17.9%	4.6%	1.7%
Faaliyet Gelirleri	56.8%	21.4%	15.4%	4.1%	2.3%
Net Dönem Kârı	51.0%	27.1%	19.3%	1.6%	1.0%
Çalışan Sayısı	55.3%	21.5%	12.2%	7.4%	3.6%

Kaynak: TSPAKB

Öte yandan, net kâra göre sıralamada son 20 kurum, bir yandan zarar ederken, çalışan sayısının da %13'ünü oluşturmaktadır.

Çalışan Sayısına Göre Sıralama

Bu bölümde kullanılan bir diğer kriter, çalışan sayısıdır. Çalışan sayısı en yüksek 20 kurum sektörün %55'ini istihdam etmektedir. Bu kurumlar işlem hacminin %58'ini yapmakta, aracılık komisyonlarının %58'ini almakta ve toplam gelirlerin %57'sini elde etmektedir.

Sektörde çalışanların %22'sini istihdam eden ikinci 20 kurumluk grup ise, sektörün net komisyon gelirinin %17'sini, net kârının ise %27'sini yaratmaktadır.

Çalışan sayısına göre son 40 kurum ise, sektör net kârının %3'ünden azını yaratmaktadır.

ARACI KURUMLARIN PERFORMANS GÖSTERGELERİ

Bu bölümde, sektördeki gelişmelerin daha detaylı incelenmesine olanak sağlayacak kıyaslamalara yer verilmektedir. Karşılaştırmalar, yukarıda kullanılan tanımlara göre yapılmıştır.

Aracı kurumların en önemli gelir kalemi aracılık komisyonlarıdır. Net aracılık komisyonları sektörün toplam faaliyet gelirlerinin %53'ünü oluşturmaktadır. Diğer hizmet gelirlerinin toplam gelirlere katkısı %37 iken, alım-satım kârlarının etkisi %11 civarındadır.

Bu bölümde incelenen performans göstergeleri, aracı kurumların verimliliği ve gelir yapıları ile ilgili verilerin analizini içermektedir.

FAALİYET GELİRLERİ YAPISI

Kökenlerine Göre Aracı Kurumların Gelir Yapısı

Faaliyet gelirlerinin dağılımı aracı kurum türlerine göre farklılıklar göstermektedir. Banka kökenli aracı kurumların toplam gelirlerinin %43'ü aracılık komisyonlarından oluşmaktadır. Daha geniş bir alanda hizmet sunabilen bu aracı kurumların diğer hizmet gelirlerinin toplam gelirler içindeki payı %45 ile hayli yüksektir.

Faaliyet Gelirlerinin Dağılımı

(2005)	Banka Kökenli	Banka Kökenli Olmayan	Toplam
Net Aracılık Komisyonu	43.3%	68.0%	52.6%
Diğer Hizmet Satışları	45.0%	22.9%	36.7%
Alım-Satım Kârları	11.7%	9.1%	10.7%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPAKB

Faaliyet Gelirlerinin Dağılımı

(2005)	TMSF	Kamu	Yabancı	Yerli Özel	Toplam
Net Aracılık Komisyonu	36.7%	29.5%	48.7%	55.9%	52.6%
Diğer Hizmet Satışları	8.8%	49.4%	47.3%	31.7%	36.7%
Alım-Satım Kârları	54.5%	21.1%	3.9%	12.4%	10.7%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPAKB

Banka kökenli olmayan aracı kurumların faaliyet gelirlerinin ise, aracılık komisyonlarına dayalı olduğu görülmektedir.

Ortaklık Yapılarına Göre Aracı Kurumların Gelir Yapısı

Ortaklık yapılarına göre aracı kurumların gelir yapısı dağılımı, yabancı aracı kurumlarda aracılık komisyonları kadar, diğer hizmet satışlarının da önemli olduğunu göstermektedir. Bu kurumlarda alım-satım kârlarının faaliyet gelirlerindeki payı %4 seviyesinde olup, diğer kategorilere göre hayli düşüktür.

Yerli özel kurumlarda ise, ağırlık %56 ile aracılık komisyonlarındadır. İkinci sırada ise, %32 ile diğer hizmet satışları gelmektedir.

Faaliyetleri sınırlı olan TMSF yönetimindeki aracı kurumlarda, alım-satım kârları faaliyet gelirlerinin %54'ünü oluşturmaktadır. Bu kurumların alım-satım kârları büyük oranda devlet tahvili işlemlelerinden kaynaklanmaktadır.

Kamu aracı kurumlarında en önemli gelir kaynağı, %49 payla diğer hizmet satışlarıdır. Bu grupta en önemli geliri yatırım fonu ve portföy yönetimi faaliyetleri sağlamaktadır.

Ölçeğe Göre Aracı Kurumların Gelir Yapısı

Ölçeğe göre dağılımlar, aracı kurum ölçeği küçüldükçe, aracılık komisyonlarının faaliyet gelirlerinin

deki payının arttığını göstermektedir. Büyük aracı kurumlarda %49 olan pay, küçük aracı kurumlarda %77'ye yükselmektedir.

Daha geniş bir alanda hizmet sunabilen büyük aracı kurumların diğer hizmet satışlarının toplam gelirleri içindeki payı %41 ile diğer kategorilere kıyasla yüksektir.

Sonuç olarak, küçük aracı kurumlar temelde komisyon gelirlerine dayalı bir yapıya sahipken, büyük aracı kurumların gelirlerini çeşitlendirdiği gözlenmektedir.

Faaliyet Gelirlerinin Dağılımı

(2005)	Büyük	Orta	Küçük	Toplam
Net Aracılık Komisyonu	48.6%	64.2%	76.7%	52.6%
Diğer Hizmet Satışları	41.0%	23.0%	16.4%	36.7%
Alım-Satım Kârları	10.4%	12.8%	6.9%	10.7%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPAKB

ÖZSERMAYE VERİMLİLİĞİ

Mali performansa yönelik olarak karşılaştırmada kullanılabilecek bir başka kriter özsermaye ile ilgili verilerdir.

Kökenlerine Göre Aracı Kurumların Verimliliği

Sektörün toplam aktifleri içinde özsermayenin payı %59'dur. Banka kökenli aracı kurumlarda bu oran %62 ile daha yüksektir. Banka kökenli olmayan aracı kurumlarda özsermayenin payı %52'dir. Diğer bir deyişle bu kurumlarda bilanço toplamının yaklaşık yarısını borç kalemleri oluşturmaktadır.

Özsermayenin dağılımına bakıldığında, sektör genelinde ortalama olarak yarısının ödenmiş sermaye, yarısının da net dönem kârı da dahil olmak üzere, yedeklerden oluştuğu görülmektedir. Öden-

Özsermaye Verimliliği (2005)

	Banka Kökenli	Banka Kökenli Olmayan	Toplam
Özsermaye/Aktif	62.10%	51.90%	58.50%
Öd. Sermaye/Özsermaye	46.70%	49.50%	47.50%
Net Kâr/Özsermaye	19.50%	15.30%	18.20%

Kaynak: TSPAKB

miş sermayenin özsermaye içindeki payı kriterinde, banka kökenli aracı kurumlar sektör ortalamasının hafif altında kalmaktadır. Fakat bunun sebebi, bu kurumların sektörün net dönem kârının dörtte üçünü yaratmış olmalarından kaynaklanmaktadır.

Aracı kurum kategorilerine göre elde edilen kâr rakamları aşağıda sunulmuştur.

Banka kökenli olmayan kurumlarda net dönem kârı daha düşük seviyelerde gerçekleştiğinden ödenmiş sermayenin özsermaye içindeki payı bir miktar daha yüksektir.

Nitekim, özsermaye kârlılığını gösteren net dönem kârının özsermayeye oranı, banka kökenli olmayan kurumlarda %15 iken, banka kökenli kurumlarda %20'ye yakın gerçekleşmiştir.

Ortaklık Yapılarına Göre Aracı Kurumların Verimliliği

Ortaklık yapısına göre özsermayenin aktifteki payı,

kamu ve TMSF yönetimindeki bankalarda sırasıyla %80 ve %73 ile sektör ortalamasının üzerindedir. Diğer bir deyişle, en düşük borçluluk oranı bu kurumlardadır.

Özsermayenin aktifteki payı açısından, en düşük oran yerli özel sektörde yer almaktadır. Özel sektörde yerli aracı kurumların bilançolarının %45'i borçlardan oluşmaktadır.

Ödenmiş sermayenin özsermayedeki payı incelendiğinde, bu oranın yabancı aracı kurumlarda %23 ile tüm kategoriler içinde en düşük olduğu gözlen-

Özsermaye Verimliliği (2005)

	TMSF	Kamu	Yabancı	Yerli Özel	Toplam
Özsermaye/Aktif	73.2%	79.8%	62.6%	55.5%	58.5%
Öd. Sermaye/Özsermaye	60.2%	50.0%	23.2%	54.8%	47.5%
Net Kâr/Özsermaye	-19.7%	14.1%	31.7%	15.1%	18.2%

Kaynak: TSPAKB

mektedir. Bu durum, yabancı aracı kurumlarda net kar ve yedeklerin yüksek olduğuna işaret etmektedir. Nitekim, net kâr ile özsermaye oranlandığında, yabancı aracı kurumların kârlılığının %32 ile hayli yüksek olduğu ortaya çıkmaktadır. Tabloda görüleceği üzere, 11 yabancı aracı kurum tüm sektör kârının %38'ini oluşturmaktadır.

TMSF yönetimindeki aracı kurumlar zarar ettiğın-

Aracı Kurum Kârları (2005)

(mn. YTL)	Esas Faal. Kârı	EFK Dağ.	Net Kâr	Net Kâr Dağ.
Banka Kök.	228.7	73.3%	201.7	73.8%
Banka Kök. Olmayan	83.3	26.7%	71.5	26.2%
Toplam	312.0	100.0%	273.2	100.0%

Kaynak: TSPAKB

Aracı Kurum Kârları (2005)

(mn. YTL)	Esas Faal. Kârı	EFK Dağ.	Net Kâr	Net Kâr Dağ.
TMSF	-4.7	-1.5%	-4.1	-1.5%
Kamu	21.5	6.9%	16.0	5.9%
Yabancı	116.5	37.3%	104.4	38.2%
Yerli Özel	178.7	57.3%	156.8	57.4%
Toplam	312.0	100.0%	273.2	100.0%

Kaynak: TSPAKB

den, bu kategoride, ödenmiş sermayenin özsermayeye oranı %60 ile diğer kategorilere kıyasla en yüksektir.

Ölçeğe Göre Aracı Kurumların Verimliliği

Aracı kurum ölçeklerine göre bakıldığında, küçük aracı kurumlarda özsermayenin aktifteki payının %63 seviyesiyle, %59 olan sektör ortalamasının üzerinde olduğu gözlenmektedir. Kârlılıkları düşük olan bu kategoride, ödenmiş sermaye özsermayenin dörtte üçü kadardır.

Büyük aracı kurumlarda özsermayenin kârlılığı %21'in üzerindedir. Bu kurumlar sektör net kârının %90'ını oluşturmaktadır. Özsermayenin

Özsermaye Verimliliği (2005)

	Büyük	Orta	Küçük	Toplam
Özsermaye/Aktif	58.7%	57.2%	62.7%	58.5%
Öd. Sermaye/Özsermaye	44.7%	53.0%	74.1%	47.5%
Net Kâr/Özsermaye	21.4%	9.2%	1.9%	18.2%

Kaynak: TSPAKB

%45'ini ise ödenmiş sermaye oluşturmaktadır. Bu kurumlarda özsermaye aktifin %59'una denk gelmektedir.

Orta ölçekli aracı kurumlarda aktifin %57'sini özsermayenin oluşturmaya rağmen, bu kategoride kârlılık oranı %9'da kalmaktadır.

Aracı Kurum Kârları (2005)

(mn. YTL)	Esas Faal. Kârı	EFK Dağ.	Net Kâr	Net Kâr Dağ.
Büyük	288.3	92.4%	245.3	89.8%
Orta	26.1	8.4%	26.7	9.8%
Küçük	-2.4	-0.8%	1.1	0.4%
Toplam	312.0	100.0%	273.2	100.0%

Kaynak: TSPAKB

DEĞERLENDİRME

2005 yılına ait mali yoğunlaşma ve performans verileri, banka kökenli aracı kurumların, sayıca sektörün üçte birini temsil etmesine rağmen, net kârın dörtte üçünü yarattığını göstermektedir.

Yabancı ortaklı aracı kurumların kârlılıklarının yerli özel sektör kurumlarının üzerinde olduğu görülmektedir.

Gerek özsermaye, gerekse aktif büyüklüğü açısından ilk 20 sırada yer alan aracı kurumlar, sektör net kârının yaklaşık %85'ini oluşturmaktadır.

Banka kökenli kurumlar, yabancı kurumlar ve aktif büyüklüğü açısından önde gelen kurumlar hizmet gelirlerini çeşitlendirebilmiş, aracılık komisyonu dışında gelir kaynakları yaratabilmiştir. Sonuç olarak, kârlılık açısından da bu kurumlar önde gelmektedir.

Alternatif Bir Yatırım Aracı: Warrantlar



Zeynep Emre
Araştırma ve İstatistik

Türk sermaye piyasası uzun yıllar sınırlı sayıda yatırım araçları ile faaliyetlerini sürdürmüştür. Bunlar, hisse senedi, devlet iç borçlanma senetleri ve bunlara bağlı yatırım fonları olmuştur. Kamunun iç borçlanma gereği ihraç edilen yüksek getirili devlet tahvil ve hazine bonoları, diğer yatırım araçlarının ihracını engelleyerek sermaye piyasasındaki çeşitliliği sınırlandırmıştır.

2003 yılında hayata geçen Emeklilik Yatırım Fonları, 2004 yılında kurulmaya başlanan Borsa Yatırım Fonları ve 2005 yılı Şubat ayında işlemlere başlayan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş. sermaye piyasasındaki ürün çeşitliliğini arttırmıştır.

Ülkemizde henüz yeni olan türev ürünler, şu an itibariyle vadeli işlemlerle sınırlıdır. Ancak yakın zamanda opsiyonların da işlem görmeye başlaması beklenmektedir. Bu sayımızda, dünyada yaygın olarak kullanılan ve bir opsiyon çeşidi olan warrantları tanıtmayı amaçladık.

WARRANTLAR

Warrant Nedir?

Warrant, belli bir varlığı, önceden belirlenmiş fiyat üzerinden, belirlenmiş bir tarihte veya öncesinde, alma veya satma hakkı (zorunluluğu değil) veren bir opsiyondur. Borsada kote olan opsiyonlarla warrantların farkları yazının ilerleyen bölümünde açıklanmaktadır. Warrantlar, borsada kote olan finansal araçlar olup, hisse senedi gibi kolayca alınıp satılabilmektedir. Warrantların dayanak varlığı hisse senedi, endeks, döviz, emtia vb. olabilmektedir.

Warrantlarla ilgili bilinmesi gereken terimler aşağıda kısaca açıklanmıştır.

Call Warrant:

Warrant sahibine dayanak varlığı alma hakkını verir.

Put Warrant:

Warrant sahibine dayanak varlığı satma hakkını verir.



Kullanım Fiyatı:

Dayanak varlığın alındığı ve satıldığı, önceden belirlenmiş olan fiyattır.

Vade:

Warrant sözleşmesinin geçerli olduğu süredir.

Avrupa Tipi Warrant:

Warrant sahibi hakkını sadece vade bitim tarihinde kullanabilir.

Amerika Tipi Warrant:

Warrant sahibi hakkını, warrantın vade sonuna kadar herhangi bir süre içinde kullanabilir.

Gearing Rasyosu:

Warrant kaldıraç sağlayan bir finansal üründür. Bu nedenle warrantın fiyatındaki değişimler dayanak varlığın fiyatındaki değişimlerden daha fazla olabilir. Gearing, dayanak varlığın fiyatı ile warrant fiyatının oranıdır.

Delta:

Delta, warrantın fiyatındaki değişim ile dayanak varlık fiyatındaki değişimin rasyosudur. Başka bir deyişle, dayanak varlık fiyatının bir birim değişmesi sonucunda warrant fiyatının ne kadar azalacağını ya da artacağını gösterir. Teorik olarak, call warrantların deltası 0 ile 1 arasında, put warrantları ise 0 ile -1 arasındadır.

Efektif Gearing (Esneklik):

Gearing ve Deltanın çarpımı olup, dayanak varlıkta meydana gelen %1'lik değişimin warrantdaki yüzdesel değişimini göstermektedir.

Warrant ve Borsada Kote Olan Opsiyonların Karşılaştırması

Benzerlikler

Warrant ve opsiyonlar hisse senedi, tahvil, endeks veya diğer yatırım araçlarına dayalı finansal ürünlerdir. Warrantlar gibi opsiyonların da belirli bir ömrü, vadesi ve kullanım fiyatı vardır. Opsiyon ve warrant fiyatlaması aynı esaslar çerçevesinde yapılmakta, aynı fiyatlamaya faktörleri etkili olmaktadır.

Farklılıklar

- **Opsiyonlar kontrat, warrantlar ise finansal üründür.**

Opsiyonlar borsa tarafından ihraç edilmekte yani kontrat özellikleri borsa tarafından belirlenmektedir. Warrantlar bankalar gibi çeşitli finansal kurumlar tarafından ihraç edilmektedir. Ürün özellikleri ihraççı tarafından belirlenmekte ve bu özellikler halka arz izahnamesinde belirtilmektedir.

- **Opsiyon kontratları standart sözleşmelerdir.**

Borsada kote olan opsiyon kontratları borsa tarafından oluşturulduğu için tüm opsiyon kontratları kontratın süresi, büyüklüğü, kullanım fiyatı gibi belirli standart koşullara uymak zorundadır. Warrantlar ise standardize olmuş ürünler değildir. İhraççı olan finansal kurum yeterli talep olduğu takdirde istediği özelliklerde warrant ihraç edebilir. Bu da değişik büyüklüklerde, değişik vade ve kullanım fiyatına sahip çok çeşitli warrantların işlem görebileceği anlamına gelmektedir.

- **Opsiyonlar her zaman piyasada bulunabilir.**

Borsaya kote olan opsiyonların kontrat özellikleri borsa tarafından belirlendiğinden her yeni opsiyon serisinde sınırsız sayıda kontrat oluşturulabilir ve dolaşımdaki bu çok sayıdaki kontratlar opsiyonun fiyatını etkilemez. Ancak, warrantlar finansal kurumlar tarafından ihraç edildiğinden her seride ihraç edilen warrant sayısı sınırlıdır ve bu sayı fiyatlamayı etkileyebilir.



Warrantın Avantajları

Warrantlar yatırımcıların çeşitli yatırım stratejilerini gerçekleştirmede yardımcı olmaktadır. Bunlar kaldıraç etkisi sağlamak, nakit aktarımı ve zarardan korunma olarak özetlenebilir.

Yatırımcıların warrant almasının ana sebebi kaldıraç etkisinden faydalanmaktır. Bu ürün, yatırımcıların dayanak varlıktaki potansiyel fiyat artış ve azalışlarından küçük bir yatırımla yararlanmalarını sağlamaktadır. Warrant fiyatlarındaki artış veya azalış, dayanak varlıktaki değişimden yüzdesel olarak daha büyüktür. Örneğin, warrantın dayanak varlığı olan hisse senedi fiyatı %5 artarken, warrantın fiyatı %50 oranında artabilir. Ancak kaldıraç etkisi iki ucu keskin kılıç niteliğindedir. Bunun da anlamı, gelirleri yükseltebileceği gibi, zararı da hızla artırabileceğidir. Dayanak varlığın değeri, sahip olunan pozisyonun tersi yönünde ilerlerse, warrant değerindeki düşüş daha da büyük olacaktır.

Warrantların tercih edilmesinin diğer bir nedeni ise varlıkların serbest kalarak nakdin başka yatırımlara yönlendirilebilmesidir. Çünkü warranta yatırım yapan yatırımcı düşük bir yatırımla daha fazla gelir kazanma amacındadır. Dayanak varlığına sahip olmak için ayıracağı bütçenin bir kısmıyla warrant alarak hem yaklaşık aynı kazancı sağlamayı amaçlamakta, hem de bütçesinin geri kalanını farklı yatırım araçlarına yönlendirerek kazancını artırmayı hedeflemektedir.

Zarardan korunma ve zararların sınırlanması da warrantların sağladığı faydalardandır. Yatırımcılar,

fiyatların düşme olasılığına karşı put warrantları tercih etmektedir. Call warrantlar ise genellikle kaldıraç enstrümanı olarak değerlendirilse de zarar riskini önleme amacıyla da kullanılmaktadır.

Warrant Çeşitleri

Warrantlar genel olarak yatırım amaçlı veya işlem (trade) amaçlı ürünler olarak görülmektedir. Bazı ürünler her iki kategoriye de girmektedir.

İşlem amaçlı warrantlar sıkça işlem görmekte, göreceli olarak daha kısa vadeli olmakta ve yatırım amaçlı warrantlara göre daha yüksek risk/getiri profili bulunmaktadır. Hisse senedi, endeks ve döviz warrantları, işlem amaçlı warrant kategorisinde yer almaktadır.

Yatırım amaçlı warrantlar daha uzun vadeli olup, işlem sıklığı daha azdır. Daha düşük risk/getiri profili vardır ve başlangıç teminatları işlem amaçlı warrantlara göre daha yüksektir. Gelir sağlama amaçlı warrantlar ve yapılandırılmış yatırım ürünleri bu kategoride yer almaktadır. Taksitli warrantlar ise iki kategori arasındaki boşluğu doldurmaktadır. Bir kısım yatırımcılar taksitli warrantları uzun dönemli yatırım aracı olarak, bir kısmı ise işlem amaçlı olarak görmektedir.

Taksitli Warrantlar (Instalments)

Taksitli warrantlar, yatırımcıların ilk ödemeyi (ilk taksidi) yaparak ve son ödemeyi (son taksidi) sonrakı bir tarihe, yani vade sonuna, erteleyerek dayanak varlığı doğrudan yatırım yapmalarını sağlar. Taksitli warrantlarda, ilk taksitten sonra ödenmeyen kısmın zaman değeri de hesaba katılarak,



bu kısım için faiz hesaplanmakta ve bu faiz tutarı kullanım fiyatına yansıtılmaktadır. Örneğin, dayanak varlığı hisse senedi olan bir warrantı ele alalım. Warrantın ihracı sırasında dayanak varlık olan hisse senedinin fiyatı 35 YTL'dir. İlk taksit olarak 16,6 YTL ödeyen yatırımcı, warrantı kullanmak istediğinde 21 YTL ödeyecektir. Bu kullanım fiyatına ödenmeyen kısmın faizi dahildir.

Taksitli warrantları diğerlerinden ayıran en önemli özellik, yatırımcıların dayanak varlığın temettü ve benzeri ödemelerinden yararlanmasıdır. Ancak bazı durumlarda bu temettüler yatırımcıya nakit olarak ödenmemekte, temettü tutarı kullanım fiyatından düşülmektedir. Bazı warrantlar, yatırımcıya dayanak varlığı ait oy hakkını da vermektedir.

Yapısı itibarıyla, taksitli warrantlar call warrantların bazı özelliklerine sahiptir. Örneğin yatırımcılar taksidi ödeyerek dayanak varlığa sahip olabilmektedir. Taksitli warrantlar Avrupa veya Amerikan tipi olabilmekte ve vadeleri de genellikle 12 ay ile 15 yıl arasında değişmektedir. Bunlar teminat altında olan warrantlardır. Bunun anlamı da dayanak varlığın genellikle ihracının olduğu saklamacıda saklanmakta olmasıdır. Eğer, yatırımcı taksitli warrantı kullanmaya karar verip, geriye kalan ödemeyi yaparsa, dayanak varlık da saklamacıdan yatırımcıya transfer edilir. Eğer taksitli warrant kullanılmamaya karar verilirse, bazı warrant çeşitleri dayanak varlığı ihracıya geri verme ve ödenen nakdi geri alma opsiyonunu vermektedir. Ancak genelde ödenen nakit tutar, dayanak varlığın mevcut fiyatı ile ödenmesi gereken son taksit tutarının farkıdır.

Taksitli warrantların bir özelliği de ödenen faizi vergiden indirebilme imkânı sağlamasıdır. Taksitli warrantlar, esasen dayanak varlığı almak için bir kredi olduğundan, ödemelerin faiz içeren kısımları vergiden indirilebilir.

Gelir Sağlama Amaçlı Warrantlar (Endowments)

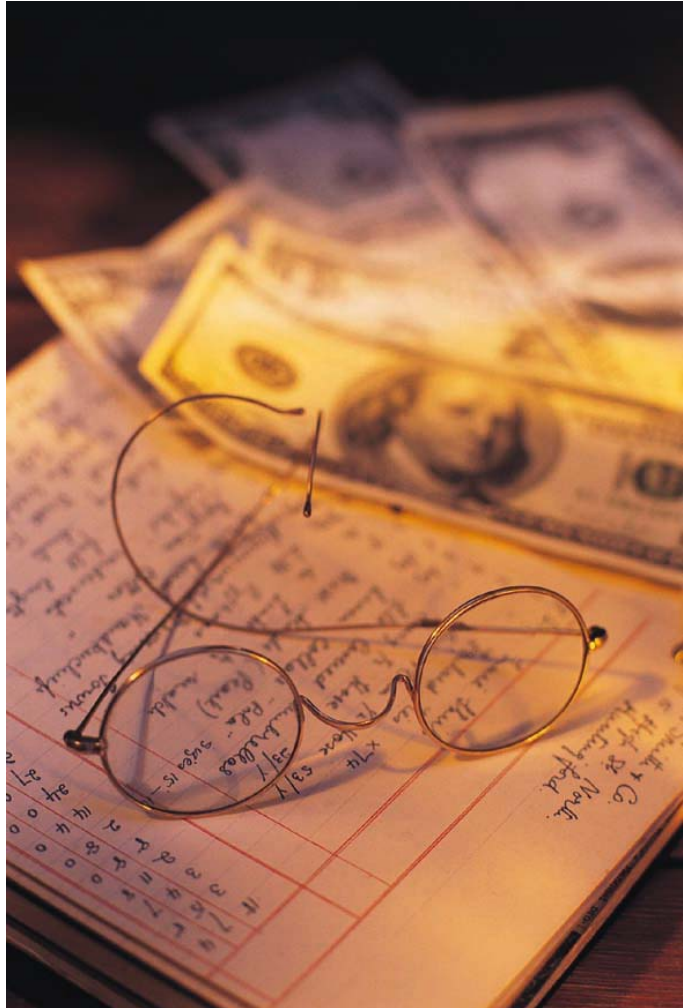
Gelir sağlama amaçlı warrantlar, uzun dönemli, genellikle 10 yıllık call warrantlarıdır. Dayanak varlığı tek bir hisse senedi olabileceği gibi, hisse senetlerinden oluşan bir sepet de olabilir. Uzun dö-

nemli yatırım yapan, aldıkları warrantı vadeye kadar tutan yatırımcılar için geliştirilmiş bir üründür.

Gelir sağlama amaçlı warrant alan yatırımcılar, dayanak varlık olan hisse senedinin temettü politikası ile uzun dönemli faiz oranlarını karşılaştırmaktadır. Beklentileri ise alacakları temettülerin potansiyel faiz gelirlerinden fazla olmasıdır.

Yapılandırılmış Yatırım Ürünleri (Structured Investment Products)

Yapılandırılmış yatırım ürünleri, yatırımcıların belirli finansal amaçlarını gerçekleştirmek üzere düzenlenmiş warrantlardır. Bu ürünler, gelir yaratmaya, sermayeyi korumaya ve/veya sermayeyi artırmaya yöneliktir. Vade sonunda başlangıç sermayesini korumak isteyen ve yatırım dönemi boyunca düzenli bir gelir elde etmek isteyen uzun dönemli yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.



Hisse Senedi Warrantları (Equity Warrants)

Hisse senedi call ve put warrantlarının dayanak varlığı, borsada işlem gören hisse senetleridir. Bu warrantların kullanım fiyatı genellikle dayanak varlığın ihraç zamanındaki değerine yakın bir değer olarak belirlenir. Vadeleri de ihraç tarihinden itibaren 3 ile 12 ay arasında değişmektedir.

Hisse senedi warrantları Avrupa veya Amerikan tipi olabilir. Eğer warrant kullanılırsa, takası dayanak varlığın teslimatı ile gerçekleşir. Hisse senedi warrantlarının özellikle kısa vadeli olanlarının işlem hacmi yüksektir.

Uluslararası borsalarda işlem gören hisse senetlerine dayalı warrantlarda dikkat edilmesi gereken bazı hususlar vardır. Bunlardan ilki dayanak varlığın teslimatıdır. Hisse senetlerinin sahipliği, takası ve saklaması ülkelere göre farklılık göstermektedir. İkinci olarak, başka borsada işlem gören dayanak varlıkla ilgili güncel ve geçmiş bilgi ve haberlerin takip edilmesinde zorluklar yaşanabilir. Üçüncü olarak da kullanım ile ilgili bazı kısıtlamalar veya ek şartlar olabilir. Örneğin, warrant kullanmadan önce belirli miktarda hisse senedinin teslim edilmesi gibi.

Sınırlandırılmış hisse senedi warrantlarının (equity knock-out warrants) özelliği ise warrantın belirlenmiş vadeden önce sona ermesine neden olabilecek bir koşul içermesidir. Örneğin dayanak varlığın piyasa fiyatı belli bir değere ulaşırsa, warrantın vade sonundan önce sona ermesi gibi.

Endeks Warrantları (Index Warrants)

Endeks warrantları dayanak varlık olarak belirli bir endeksi baz almaktadır. Bu warrantlarda kullanım fiyatı yerine kullanım seviyesi endeks puanı cinsinden belirtilir ve takası kullanım anında veya vadede nakit olarak gerçekleşir. Endeks warrantları genel olarak kısa vadeli, yüksek hacimli warrantlardır. Uluslararası endeks ve sınırlandırılmış endeks warrantları da endeks warrantlarının alt çeşitleridir.

Üst Limitli Warrantlar (Capped Warrants)

Üst limitli warrantlar, warrant sahibinin yüksek kâr potansiyelini sınırlamakta, ancak bunun karşılığın-



da başka bir menfaat sağlamaktadır. Üst limitli warrantlar genellikle Avrupa tipi olmakta ve kullanım fiyatları dayanak varlığın ihraç sırasındaki fiyata göre daha düşük olmaktadır.

Dayanak varlığın fiyatı vade sonundaki limitin altında kaldığı zaman, warrant kullanılabilir ve dayanak varlığın teslimatı istenebilir. Ancak dayanak varlığın fiyatı vade sonundaki üst limite eşit veya bu limitin üzerinde kalırsa, warrant kullanılmaz ve yatırımcı üst limit değerini almaya hak kazanır.

Primli Gelir Warrantları (Premium Income Warrants)

Üst limitli warrantların bir diğer çeşidi ise primli gelir warrantlarıdır. Bunlar, yüksek kâr potansiyeli karşılığında yatırımcılara prim ödemektedir. Hem üst limitli hem de taksitli warrantların özelliklerini taşımaktadırlar.

Hisse senetlerini temsil edecek bir "hisse sepeti" şeklinde ihraç edilen primli gelir warrantlarının nominal değeri yüksektir. Yatırımcılar, hisse sepetinin değerinin büyük bölümünü ilk başta öder ve nominal değerden daha düşük olan kullanım fiyatına hisse sepetini almaya hak kazanır. Warrant yatırımcıları için hisse sepeti saklamacıda saklanır ve yatırımcılar dayanak varlığın dağıttığı temettü ve diğer haklardan yararlanır. Buna ek olarak, ihraççı yatırımcıya ayrıca bir prim ödemesi yapar.

Diğer limitli warrantlar gibi, primli gelir warrantlarının da kâr potansiyeli sınırlandırılmıştır. Kullanım sırasında hisse senedinin fiyatı limit seviyesine eşit veya daha düşük ise, yatırımcı hisse sepetini alabilir. Ancak kullanım sırasında hisse senedinin fiyatı limit seviyesinden yüksekse, yatırımcı limitli değere denk gelecek şekilde daha az sayıda hisse senedi içeren sepeti alabilir. Aynı şekilde put warrantı da kullanılabilir ve ihraççıdan hisse sepetini alması ve nakit ödeme yapması istenebilir.

Döviz Warrantları (Currency Warrants)

Döviz warrantına yatırım yapan yatırımcılar, yabancı para karşılığında yerel parayı vadede veya öncesinde değiştirmektedirler. Döviz kurundaki hareketlere göre, warrantın değeri de değişiklik gösterir.

Emtia Warrantları (Commodity Warrants)

Call veya put warrant şeklinde kullanılabilen emtia warrantlarının dayanak varlığı altın, gümüş, platin veya başka bir emtia olabilir. Hisse senedi warrantlarına benzer özellikleri olsa da, dayanak varlığın değişik yapısı, farklı unsurların göz önünde tutulmasını gerektirmektedir.

Öncelikle kullanım sırasında teslimat gerçekleşecekse, teslimatın çeşitli şekillerde olabileceği dikkate alınmalıdır. Teslimatın gerçekleşeceği yer belirlenmelidir. Emtianın teslimatı nakliye ve depolama gibi ilave maliyetlere de neden olabilir.

Ayrıca, çeşitli ürünler dünya çapında sürekli işlem görmektedir. Bunun için emtianın gösterge ölçüsünü bilmek gerekmektedir. Örneğin, nakdi takas yapılacaksa, söz konusu emtianın niteliği, kalite şartları, para birimi ve hangi tarihteki fiyatın baz alınacağı önemlidir.

Warrant Fiyatlandırması

Warrant fiyatlaması, genel türev ürün ve opsiyon fiyatlamasının bir alt kümesi

olup, fiyatlama modelleri karmaşık matematik tekniklerinin kullanılmasıyla oluşturulmaktadır. Bu fiyatlama modelleri 30 yılı aşkın bir sürede geliştirilmiştir. Bu konudaki ilk öncü çalışma 1973 yılında Fischer Black (matematikçi) ve Myron Scholes (ekonomist) tarafından yayınlanan Nobel ödülü kazanmış çalışmadır.

Warrant fiyatlarını etkileyen faktörler:

- Dayanak varlığın fiyatı,
- Warrantın kullanım fiyatı,
- Vade veya vadeye kalan süre,
- Dayanak varlığın volatilitesi,
- Faiz oranları,
- Temettüldür.

Dayanak Varlığın Fiyatı

Dayanak varlığın fiyatı, warrant fiyatlamasının en önemli faktörüdür. Ancak genel bir yanlış, dayanak varlığın fiyatının warrant değerinin tek belirleyicisi olduğu yönündedir. Bazı durumlarda, hisse senedi fiyatı artarken, hisse senedini baz alan call warrantın fiyatının artmadığı, hatta düştüğü bile görülmektedir. Bu durum, diğer faktörlerden bir veya daha fazlasının değişmesinden ve söz konusu fiyat değişikliğinden daha etkili olmalarından kaynaklanmaktadır. Uygulamada, bu ters yöndeki etkiyi volatilité ve beklenen temettünün ödenmesi yaratmaktadır.

Kullanım Fiyatı ve Vade/Vadeye Kalan Süre

Warrantın kullanım fiyatı, dayanak varlığın warrant ihracı sırasındaki fiyatından ne kadar yüksekse, call warrantın fiyatı o kadar düşük olacaktır. Ayrıca, vade ne kadar uzaksa, dayanak varlığın

Warrant Fiyatlamasını Etkileyen Faktörler

Fiyatlama Faktörleri	Faktördeki Değişiklik	Call Warrant Fiyatındaki Değ.	Put Warrant Fiyatındaki Değ.
Kullanım Fiyatı	Artış	↓	↑
Dayanak Varlık Fiyatı	Artış	↑	↓
Vadeye Kalan Süre	Azalış	↓	↓
Volatilité	Artış	↑	↑
Faiz Oranları	Artış	↑	↓
Temettü Beklentileri	Artış	↓	↑

fiyatının kullanım fiyatının üzerine çıkma olasılığı daha fazladır ve bu da diğer tüm faktörler aynı kalırsa, uzun süreli warrantların daha pahalı olması gerektiğini gösterir.

Hisse senedi warrantlarının ihraç sırasındaki dayanak varlığın fiyatına yakın bir kullanım fiyatıyla ihraç edilmeleri yaygın bir uygulamadır. Warrantların vadesi de fiyatlamada önemli bir faktör olup vadeler geniş bir spektrumda yer almaktadır. Bazılarının vadesi 3 ay veya daha azken, 15 yıl gibi uzun vadeli warrantlar da bulunmaktadır.

Dayanak Varlığın Volatilitesi

Volatilité, dayanak varlığın fiyatında veya hacminde gözlemlenen değişikliğin ölçüsüdür. Tarihi volatilité, geçmiş dönemdeki fiyat ve hacim hareketlerini göstermektedir. Ancak önemli olan gelecekteki volatilitedir. Gelecekteki volatilité de piyasanın veya yatırımcıların herhangi bir zamanda warrantı almaya/satmaya hazır oldukları volatilité değeridir. Tarihi volatilité bir ölçüye kadar gelecek volatilité için bir gösterge olabilir ancak piyasanın gelecekteki volatilité ile ilgili beklentileri geçmişte gerçekleşen volatiliteden oldukça farklı olabilir.

Diğer tüm faktörlerin aynı kaldığı varsayılırsa, dayanak varlık ne kadar volatil olursa, warrantın teorik fiyatı o kadar yüksek olur. Örneğin call warrant için, dayanak varlık fiyatının kullanım fiyatının üzerine çıkma olasılığı daha fazla olduğundan warrantı daha değerli bir hale gelmektedir.

Faiz Oranları

Faiz oranları, warrant fiyatlamasını etkileyen faktörlerdendir. Örneğin, call warrant alındığı zaman, kullanım fiyatının ödemesi vadeye kadar ertelenmektedir. Böylece yatırımcı doğrudan dayanak varlığı alarak yükleneceği fonlama maliyetinden tasarruf etmektedir. Faizler yüksek olduğu zaman, daha büyük oranda tasarruf yapma olanağı doğmakta, bu da call warrantların fiyatını yükseltmekte, put warrantlarını ise düşürmektedir.

İhraççı açısından bakıldığında da, ihraççının dayanak varlıktaki riskli pozisyonunu fonlaması gerekmektedir. Faizler arttığı zaman, ihraççının fonlama maliyeti artmakta ve böylece warrantları daha

yüksek fiyata satmaktadır.

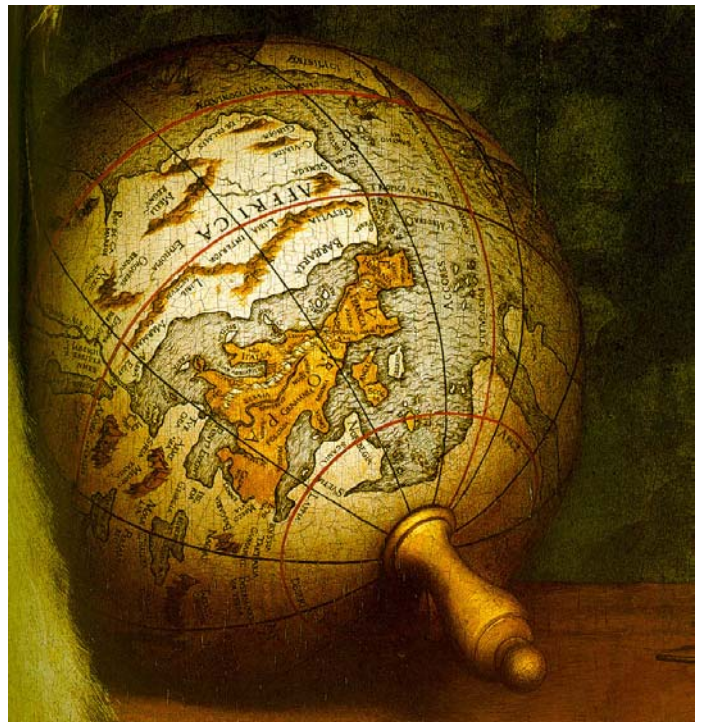
Temettüler

Dayanak varlıkları temettü ödeyen warrantların fiyatlamasında, temettüler de etkili olmaktadır. Temettü ödemelerinin fiyatlama üzerindeki etkisi warrantın çeşidine ve warrant sahibinin bu temettüleri alma hakkına göre değişmektedir. Warrant sahibinin temettüleri alma hakkı olmasa bile, temettü ile ilgili beklentiler fiyatı etkileyebilmektedir. Temettü ödemesi piyasa beklentilerinin üzerindeyse call warrant fiyatları düşer ve put warrant fiyatları artar.

ULUSLARARASI UYGULAMALAR

Avustralya Borsası (ASX)

Avustralya Borsasında (ASX) ilk warrant Ocak 1991'de işlem görmeye başlamıştır. O günden itibaren 15 yıllık dönemde warrant piyasası büyük bir gelişme göstermiş ve Ocak-Nisan 2006 tarihleri arasında toplam işlem hacmi 3 milyar \$'a ulaşmıştır. Günlük ortalama işlem hacmi 38 milyon \$ seviyelerindedir. Borsada 201 dayanak varlığa dayalı 3.092 warrant işlem görmektedir.



Piyasa Yapıcılığı ve Likidite

ASX, warrantlar için likit bir piyasanın sağlanması amacıyla her warrantın yeterli sayıda ve makul bir çeşitlilikte yatırımcısı olmasını beklemektedir. Çoğunlukla ihraççı aracı kuruluş, borsaya warrantın süresi boyunca fiyat kotasyonu vereceğini taahhüt eder. Böylece, normal işlem saatlerinde warrantını satmak isteyen bir yatırımcı fiyat kotasyonunu görebilmektedir. Piyasa yapıcılığı taahhüdü işlem günü boyunca en az bir alış fiyatı verilmesini gerektirir. Ancak ilk halka arz sırasında geniş bir yatırımcı grubu tarafından talep gören warrantlar için ihraççının piyasa yapıcısı olarak fiyat kotasyonu vermesi gerekmez.



Açığa Satış

ASX, warrantların açığa satış işlemlerine konu olmasına izin vermemektedir.

Takas

Warrantların takası ikincil piyasa işlemlerine, kullanılmasına ve ihraççının yükümlülüklerini karşılamasına göre değişiklik gösterir.

ASX'de ikincil piyasada işlem gören warrantların takası, hisse senetleri ile aynı esaslar çerçevesinde yapılmaktadır. Kullanılan veya vade sonu gelen warrantların takası, warrantın izahnamesinde açıklandığı şekli ile gerçekleştirilir. Genellikle kullanımdan belirli bir süre önce bildirimde bulunulması gerekir. Warrantın geçerli bir şekilde kullanılabilmesi için tüm şartların yerine getirilmesi gerekir. Aksi takdirde dayanak varlığın teslimatı mümkün olmaz.

Warrantlar vade sonuna kadar kullanılmazsa, yatırımcı "takdir edilen değeri" (assessed value payment) nakdi olarak almaya hak kazanır. Eğer warrantın vade sonunda içsel değeri (intrinsic value) varsa, warrant ihraççıların genellikle içsel değerin en az %90'ını yatırımcılara nakit olarak ödemesi beklenir. Ancak yine de ödeme miktarının hesaplanması ve ödemenin nasıl yapılacağı gibi hususlar izahnamede açıklandığı şekliyle yapılmalıdır.

Yatırımcı teslim edilebilir warrantını kullandığı zaman, dayanak varlığın teslim edilmesi ve kullanım fiyatının ödenmesi gerekir. Ancak, ihraççı 20 işgünü içerisinde dayanak varlığın takasını gerçekleştirmezse, yatırımcı tazminat isteyebilir veya diğer kanuni çözümlere başvurabilir.

Londra Borsası (LSE)

Londra Borsasında (LSE) warrant tanımı ikiye ayrılmaktadır. Korumalı warrantlar, yatırımcıya dayanak varlığı belirlenen tarihte veya öncesinde belirlenmiş fiyattan alma/satma hakkını veren ama zorunlu tutmayan finansal ürünlerdir. Yapılandırılmış ürünler ise değişik dayanak varlıkları baz alan ve risk profili, vade, ödeme şekli açısından çeşitlilik gösteren finansal ürünlerdir.

LSE'de işlem gören yapılandırılmış ürünler; tracker, hızlandırılmış tracker, ters tracker, primli tracker, iskontolu tracker ve sermaye korumalı yapılandırılmış üründür. Tanımları ise kısaca şöyledir: **Tracker:** Dayanak varlığın performansını doğru-
dan izleyen bir üründür.

Hızlandırılmış tracker: Bu ürün ilave kâr imkânı sağlarken, zarar edilecek durumda da birebir zararı yansıtmaktadır.

Ters tracker: Dayanak varlıkla ters orantılı bir ilişkisi vardır. Dayanak varlığın değeri azalırken bu ürünün değeri yükselir.

Primli tracker: Kaldıraç etkisi olmadan dayanak



varlığın performansını izler, vade sonunda prim ödemesi vardır, ancak kazanç sınırlıdır.

İskontolu tracker: Dayanak varlığın performansını belirli bir iskontoyla izler ve kazanç sınırlıdır.

Sermaye korumalı yapılandırılmış ürün: Dayanak varlığın performansını, belirlenmiş olan bir yüzde oranıyla takip eder ve başlangıçtaki yatırım miktarı korunur.

LSE’de Mayıs 2006 itibariyle, 292 korumalı/teminatlı warrant ve 61 yapılandırılmış ürün olmak üzere, toplam 353 adet warrant işlem görmektedir. 2005 yılında toplam warrant işlem hacmi 577 milyon \$ ve günlük ortalama işlem hacmi de 2,3 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. İşlem hacminin %53’ünü korumalı warrantlar, %16’sını yapılandırılmış ürünler ve %32’sini de tezgâhüstü warrant işlemleri oluşturmaktadır.

2006 yılı Ocak-Nisan döneminde ise toplam işlem hacmi 388 milyon \$, günlük ortalama işlem hacmi ise 4,7 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılının ilk dört ayındaki günlük ortalama işlem hacmi geçmiş yılın iki katına çıkmıştır.

Euronext

Euronext’te de diğer borsalara benzer şekilde warrantlar iki ana çeşide ayrılmaktadır; warrantlar ve yapılandırılmış finansal ürünler. Euronext’te yapılandırılmış finansal ürünler sertifika olarak tanımlanmaktadır. İşlem gören sertifika çeşitleri; sınırlandırılmış sertifikalar, ters convertible, iskontolu sertifikalar, sermaye korumalı sertifikalar, primli sertifikalar ve benzer yapılandırılmış ürünlerdir.

Warrant ve sertifikalar Euronext’te hisse senetleri ile aynı esaslar çerçevesinde işlem görür. İşlem sistemi sürekli müzayededir. Borsa, bu ürünlerde likiditenin sağlanması amacıyla belli warrant ve sertifika ihraççıları ile likidite anlaşması yapmaktadır. Bu anlaşmaya göre, piyasa yapımcıları işlem günü boyunca maksimum spread ve minimum miktar gibi sıkı kriterlere uyan kotasyonlar vermek zorundadırlar. Bazı durumlarda, sistemin çökmesi veya olağanüstü piyasa koşullarında, etkilenen ürünlerde işlem yapmak zor olabileceği için Euronext, piyasa yapımcılarının yükümlülüklerini kalıdırabilir.

Euronext’te warrantların son işlem günü her zaman için warrantın vade sonu olmayabilir. Brüksel ve Paris’te kote olan warrant ve sertifikalar için vadeden önceki altıncı gün, son işlem günüdür. Amsterdam ve Portekiz için ise son işlem günü, vadeden önceki dördüncü gündür. Bu nedenle, son işlem gününün takip edilmesi gerekir.

Nisan 2006 itibariyle toplam 8.563 adet warrant işlem görmektedir. Bunların 6.703 adeti warrant, 1.860 adeti ise sertifikalardır. Ocak-Nisan 2006 tarihleri arasında gerçekleşen işlem hacmi 9,8 milyar \$ olup, bu hacmin %41’ini warrantlar, %59’unu sertifikalar oluşturmıştır. Günlük ortalama işlem hacmi ise 123 milyon \$ seviyelerindedir.

Deutsche Börse

Deutsche Börse’de warrantlar yatırım ürünleri ve kaldıraç ürünleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Klasik warrantlar, bariyerli warrantlar ve egzotik kaldıraç ürünleri işlem görmektedir. 2005 yılındaki toplam warrant hacmi 20,3 milyar \$ iken 2006 yılının ilk dört aylık döneminde işlem hacmi 25 milyar \$’a

yükselmiştir. Günlük ortalama işlem hacmi 255 milyon \$ seviyelerinde olup, 2005 yılı sonu itibarıyla toplam warrant sayısı 34.263'tür.

1 Temmuz 2003'te Frankfurt Borsasında işlem gören warrantlar için uyulması gereken asgari koşullar getirilmiştir. Bunlardan bir tanesi limitli kontrol sisteminin kullanılmaya başlamasıdır. Buna göre, gelen tüm emirler piyasa yapıcısının kotasyonu veya müşteri emri ile düzenli olarak karşılaştırılacak, bu emirlerin karşılanabilirliği hemen ortaya konacak, piyasa yapıcısının verdiği alış fiyatına ulaşan stop-loss emirleri ve satış fiyatına ulaşan stop-buy emirleri açıklanacak, karşılanabilir diye açıklanan tüm emirler belirli bir süre sonra gerçekleştirilme- se bile kaydedilecektir.

Bir diğer yenilik, stop emirlerinin piyasa yapıcısının kotasyonuna göre aktive olmasıdır. Bu şekilde, düşük hacimli warrantlar için verilen emirler de piyasadaki mevcut fiyatlarla uygulanacaktır.

Piyasa fiyatlarıyla uygulanmayan emirlerin iptal edilmesi de yeni bir kuraldır. Teknik sistemdeki arıza veya emir girişindeki hatalar nedeniyle olabilecek emir iptalinin Borsaya iki saat içinde bildirilmesi gerekmektedir.

SONUÇ

Sermaye piyasalarındaki ürün çeşitliliği, yatırımcıların çeşitli yatırım ihtiyaçlarına cevap verirken, piyasadaki likiditeyi artırmakta, yatırımcıları borsaya çekmekte ve hem piyasanın hem de genel olarak ekonominin gelişimine olanak vermektedir. Bu kapsamda, gelişmiş ülkelerin borsalarında işlem gören warrantların ülkemizde de uygulanabilmesi için gerekli hukuki ve teknik altyapının oluşturulması gerektiği inancındayız.

İlk aşamada yatırım amaçlı, korumalı warrantlar, yatırımcıların ürünü anlaması ve alışmasına yardımcı olacaktır. Piyasa geliştikten ve derinlik kazandıktan sonra yapılandırılmış ürünlerin de talep görmesi beklenmektedir.

Yurtiçi Tasarrufların Dağılımı				
Milyon YTL	2004	2005	04/2006	%Δ
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	97,407	104,729	100,251	-4.3%
Mevduat	182,762	226,091	236,762	4.7%
Hisse Senedi*	40,616	67,530	78,805	16.7%
TOPLAM	320,785	398,350	415,818	4.4%
Tahmini Altın Stoku	114,775	131,682	156,693	19.0%
Milyar \$				
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	72.6	78.1	76.3	-2.2%
Mevduat	136.2	168.5	180.0	6.8%
Hisse Senedi*	30.3	50.3	59.9	19.0%
TOPLAM	239.0	296.9	316.2	6.5%
Tahmini Altın Stoku	85.5	98.1	119.1	21.4%

*: Halka açık kısmın piyasa değeri.

Menkul Kıymet Stokları				
Milyon YTL	2003	2004	2005	%Δ
Hisse Senedi*	18,008	25,186	31,916	26.7%
Hazine Bonosu/Devlet Tahvili	194,387	224,483	244,782	9.0%
Diğer	1,617	2,932	3,991	36.1%
Toplam	214,012	252,601	280,689	11.1%
Milyar \$				
Hisse Senedi*	12.9	18.8	23.8	26.2%
HB/DT	139.5	168.0	182.4	8.6%
Diğer	1.2	2.2	3.0	35.6%
Toplam	153.6	189.0	209.2	10.7%

*: Toplam nominal değer.

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
	2004	2005	02/06/2006	%Δ
Milyon YTL	132,556	218,318	222,152	1.8%
Milyon \$	98,073	162,814	145,578	-10.6%
Halka Açık Kısmın Piyasa Değeri (Milyon \$)	26,390	50,328	46,235	-8.1%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	26.9%	30.9%	31.8%	2.7%

Halka Açık Şirket Sayısı				
	2004	2005	02/06/2006	%Δ
İMKB'de Kote Şirketler	297	306	316	3.3%
İMKB'de İşlem Gören Şirketler	297	306	316	3.3%

Birincil Halka Arzlar				
	2004	2005	02/06/2006	%Δ
Toplam Hacim (Milyon \$)	481.8	1,802.9	891.5	A.D.
Şirket Sayısı	12	11	9	A.D.

A.D.: Anlamlı değil.

Halka Açık Şirket Karlılığı				
	2003	2004	2005	%Δ
Kar Eden Şirket Sayısı	221	221	227	2.7%
Zarar Eden Şirket Sayısı	64	90	81	-10.0%
Kar Edenlerin Toplam Karı (Bin YTL)	6,499,432	12,117,271	14,055,645	16.0%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Bin YTL)	-468,071	-908,564	-3,972,658	337.2%
Toplam Kar/Zarar (Bin YTL)	6,031,361	11,208,707	10,082,986	-10.0%
Kar Edenlerin Toplam Karı (Milyon \$)	4,480	8,521	10,483	23.0%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Milyon \$)	-314	-639	-2,963	363.8%
Toplam Kar/Zarar (Milyon \$)	4,166	7,882	7,520	-4.6%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon \$	2004	2005	05/06/2006	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları	583	786	715	-9.0%
B Tipi Yatırım Fonları	17,708	20,977	18,530	-11.7%
Borsa Yatırım Fonları	-	40	44	9.6%
Emeklilik Yatırım Fonları	222	913	1,153	26.2%
Yatırım Ortaklıkları	220	360	277	-23.2%
Gayrimenkul Yat.Ort.	752	1,864	1,292	-30.7%
Risk Sermayesi Yat.Ort.	64	69	74	7.5%
Toplam	19,548	25,010	22,085	-11.7%
Kurumsal Yatırımcı/GSMH	7.7%	8.3%	6.1%	8.5%

Yatırımcı Sayısı	2003	2004	2005	%Δ
Açık Hesap Sayısı	2,077,742	2,177,516	2,390,687	9.8%
Bakiyeli Hesap Sayısı	1,106,752	1,072,663	1,004,551	-6.3%
Bakiyeli Hesap/Toplam Nüfus	1.6%	1.6%	1.6%	0.0%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri Milyon \$	2004	2005	04/2006	%Δ
Saklama Bakiyeleri	16,141	33,812	38,399	A.D.
İşlem Hacimleri	37,368	83,275	36,075	A.D.
Net Alışları	1,430	3,989	908	A.D.

A.D.: Anlamlı değil.

TSPAKB Üyeleri	2004	2005	02/06/2006	%Δ
Aracı Kurumlar	112	108	106	-1.9%
Bankalar	42	41	41	0.0%
Toplam	154	149	147	-1.3%

Aracı Kuruluşların İşlem Hacimleri Milyar \$	2004	2005	04/2006	%Δ
Hisse Senedi Piyasasında				
Aracı Kurum	312	403	190	A.D.
Tahvil/Bono Piyasasında				
Aracı Kurum	650	708	251	A.D.
Banka	2,473	3,163	938	A.D.
Tahvil/Bono Piyasası Toplam	3,123	3,871	1,190	A.D.
Toplam İşlem Hacmi	3,435	4,273	1,380	A.D.

A.D.: Anlamlı değil.

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler Milyon \$	2003	2004*	2005	%Δ
Aktif Toplamı	929.7	877.7	1,910.5	117.7%
Özsermaye Toplamı	642.8	676.3	1,118.5	65.4%
Net Komisyon Gelirleri	234.6	273.8	365.6	33.5%
Esas Faaliyet Karı	42.8	61.9	225.7	264.5%
Net Kar	92.1	56.7	203.7	259.5%
Personel Sayısı	6,035	5,906	5,916	0.2%
Şubeler	227	224	234	4.5%
İrtibat Bürosu	78	67	69	3.0%
Acente Şubeleri	3,993	4,450	4,406	-1.0%

*Enflasyon ve Konsolide Enflasyon Muhasebesi esasına göre mali tablo hazırlayan 94 kurumun verileri.

İMKB-100 Endeksi ve İşlem Hacmi	2004	2005	02/06/2006	%Δ
İMKB-100	24,972	39,778	39,286	-1.2%
İMKB-100 - En Yüksek	25,106	40,012	48,192	20.4%
İMKB-100 - En Düşük	15,804	22,888	35,278	54.1%
Günlük Ort.İşlem Hacmi (Milyon \$)	593	794	1,155	45.5%

Yurtdışı Borsa Endeksleri	2004	2005	02/06/2006	%Δ
Hong Kong Hang Seng	14,230	14,876	15,913	7.0%
Fransa CAC 40	3,821	4,714	4,959	5.2%
Almanya DAX	4,256	5,438	5,699	4.8%
S&P 500	1,214	1,249	1,285	2.8%
İngiltere FTSE 100	4,820	5,619	5,762	2.6%
Japonya Nikkei 225	11,489	16,111	15,789	-2.0%
Nasdaq 100	1,624	1,663	1,618	-2.7%

Haftalık olarak güncellenen Sermaye Piyasası Özet Verileri Tablosuna www.tspakb.org.tr adresindeki internet sitemizden ulaşabilirsiniz.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur.

Birliğin 106 aracı kurum ve 41 banka olmak üzere toplam 147 üyesi vardır.

Misyonumuz;

Çalışanları en üst derecede mesleki bilgi ile donatılmış, etik değerlere bağlı, rekabeti yatırımcılara daha kaliteli ürün ve hizmet sunumu şeklinde algılayan ve saygınlığına önem veren bir meslek mensupları kitlesi oluşturmak; sermaye piyasasını geliştirmek ve bu yolla ülkenin kalkınmasına katkıda bulunmaktır.

TSPAKB Adına İmtiyaz Sahibi

T. Metin Ayışık
Başkan

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Yayın Türü: Yaygın, süreli

sermaye piyasasında gündem, TSPAKB'nin aylık iletişim organıdır. Para ile satılmaz.

TSPAKB

Büyükdere Caddesi No:173

1. Levent Plaza Kat:4

1. Levent 34394 İstanbul

Tel:212-280 85 67 Faks:212-280 85 89

www.tspakb.org.tr

tspakb@tspakb.org.tr

Basım: Printcenter

Eski Büyükdere Cad.

Cem Sultan Sok. No:2A

4. Levent 34416 İstanbul

Tel:212-282 41 90



9 77 13048 15543 9

Bu bülten Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu bültende 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 TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu bültende yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.