

# ARACI KURUM ÇEVİRİMİNİ YÖNLENDİREN ETKENLER VE FİNANSAL ARAÇ PİYASALARI HAKKINDAKİ DİREKTİF'İN (MiFID) SEKTÖREL GELİŞİME ETKİLERİ

Yener COŞKUN \*

## Özet

Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında aracı kurumlar sektörüne yönelik ilk düzenlemeler Banker Krizi sonrasında ortaya çıkmıştır. Söz konusu düzenlemeler sonrasında 1990'ların başlarına kadar aracı kurum sayısında gözlenen hızlı artış yerini, bugün de etkisini sürdüren, tedrici bir azalmaya bırakmıştır. Bu çalışmada aracı kurumlar sektörünün daralma/genişleme süreçleri üzerinde kuruluşundan bu yana etkili olan başlıca etkenler irdelendikten sonra; sektörün yakın geleceğini etkilemesi beklenen 2004/39/EC sayılı Finansal Araç Piyasaları Hakkındaki Direktif'in (Markets in Financial Instruments Directive/MiFID) başlıca özellikleri ve Türk aracı kurumlar sektörüne muhtemel etkileri incelenmiştir. İnceleme sonucunda; sektörün temel sorunlarına çözüm üretmesi beklenmeyen Direktif'in sınırlı bazı yararlarının olmakla birlikte; sektörel faaliyet/gelir akımları ve dolayısıyla aracı kurum çevrimi üzerinde niteliksel bir değişime neden olmayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Aracı kurum, banker krizi, borsa komisyonculuğu, banka kökenli aracı kurum, aracı kurum düzenlemesi, MiFID.

**JEL Sınıflandırması:** G-24, K-22, L-51.

\*Sermaye Piyasası Kurulu'nda Baş Uzman olarak görev yapan Yazar halen Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Taşınmaz Geliştirme Ana Bilim Dalı'nda doktora çalışmalarını sürdürmektedir.  
E-Posta:ycoskun@spk.gov.tr

Bu çalışmada yer alan görüşler Yazar'ın kendisine ait olup, Sermaye Piyasası Kurulu'nun görüşlerini yansıtmamaktadır.

## Abstract

First regulations of securities firms were going back to Banking Crisis emerging at early 1980's. The number of securities firms in Turkey were booming in the late 1980's and early 1990's but the sector has been shrinking as a trend in terms of number of the securities firms nearly more than a decade. In this article, in the first place, the author is analysing the determinative factors effecting the securities firms' cycle from the very beginning of the official establishment of the sector. In the second place, prospective impacts of the EU's Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) to the securities firms sector are assessing taken into account of prospective regulation areas. In result, it is argued that however it would have limited benefits to the sector, the potential impacts of the prospective MiFID regulations should not be overrated. Therefore, it does not seem to realistic to expect that prospective MiFID regulations may create additional cash inflow or new business lines changing the characteristics of the sector.

**Keywords:** Securities firm, 1982 banking crisis, brokerage, bank securities firms, securities firm regulation, MiFID.

**JEL Classification:** G-24, K-22, L-51.

## 1. Giriş

Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında aracı kurumlar sektörüne yönelik ilk düzenlenmeler Banker Krizi sonrasında ortaya çıkmıştır. 1980'lerin ikinci yarısından itibaren incelendiğinde aracı kurum sayısında dikkat çekici değişikliklerin yaşandığı görülmektedir.

1990'lı yılların başına kadar aracı kurum sayısında gözlenen hızlı artış yeri ni, bugün de etkisini sürdüren, tedrici bir azalmaya bırakmıştır. Bu sürece etki eden ve aracı kurum daralma/genişleme süreçleri (çevrimi) üzerinde etkili olan başlıca etkenler; finansal kriz ve baskı dönemleri, aracı kurumlar sektörüne yeni giriş olanaklarındaki değişimler, bankalara aracı kurum kurulması zorunluluğunun getirilmesi ve yabancıların aracı kurum satın almalarıdır. Söz konusu etkenlerin aracı kurumlar sektörü üzerindeki etkileri farklı yön ve şiddette olmuştur. Ülkemizin AB'ye tam üyeliği uzak bir hedef gibi görünmekle birlikte ulusal mevzuatın AB standartlarına uyumlu hale getirildiği görülmektedir. Bu kapsamda sermaye piyasası mevzuatının Avrupa Birliği müktesebatı ile uyumlu hale getirilmesine yönelik çalışmaların sürüyor olması, AB mevzuatının aracı kurumlar mevzuatına yönelik etkilerinin analiz edilmesini zorunlu kılmaktadır.

Bu çalışmada aracı kurumlar sektöründe gözlenen daralma/genişleme süreçlerine etki eden birincil ve ikincil önemdeki faktörlerin değerlendirilme-

sinin ardından; sektörün yakın geleceğini etkilemesi beklenen 2004/39/EC sayılı Finansal Araç Piyasaları Hakkındaki Direktif'in (Markets in Financial Instruments Directive/MiFID) başlıca özellikleri ve Türk aracı kurumlar sektörüne muhtemel etkileri incelenmiştir. İnceleme sonucunda; sektörün temel sorunlarına çözüm üretmesi beklenmeyen Direktif'in sınırlı bazı yararlarının olmakla birlikte sektörel faaliyet/gelir akımları ve dolayısıyla aracı kurum çevrimi üzerinde niteliksel bir değişime neden olmayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

## 2. Banker Krizi ve Sermaye Piyasası Mevzuatının Ortaya Çıkması

1990'lı yılların başlarına kadar aracı kurum sayısında gözlenen hızlı artış yerini, bugün de etkisini sürdüren, tedrici bir azalmaya bırakmıştır. Bu süreçte etki eden ve aracı kurum çevriminde etkili olan başlıca etkenler; finansal kriz ve baskı dönemleri, aracı kurumlar sektörüne yeni giriş olanaklarındaki değişimler, bankalara aracı kurum kurulması zorunluluğunun getirilmesi ve yabancıların aracı kurum satın almalarıdır. Söz konusu etkenlerin aracı kurumlar sektörü üzerindeki etkileri farklı yön ve şiddette olmuştur.

Söz konusu gelişmelerin incelenmesinden önce aracı kurumlar mevzuatının düzenlenmesinin başlıca nedeni olan banker krizi ve sermaye piyasası mevzuatının düzenlenmesini kısaca gözden geçirmekte fayda vardır.

1982 yılı UEFA kupası finali maçını tam 25 yıl sonra televizyonda yeniden izlerken iki Türkçe reklam panosu dikkatimi çekti: Hisarbank ve Eko Yatırım. "Kale gibi banka" sloganıyla bilinen Hisarbank banka ve Eko Yatırım da menkul kıymetler şirketi olarak 1982 krizinde batan şirketlerdi.

Bu şirketler içinde, iflası nedeniyle ortaya çıkan zararın reel değeri 1,2 milyar dolar düzeyinde olan Hisarbank'ın (bkz. Vatan Gazetesi, 2008) ayrı bir ünü vardır. Nitekim Binay ve Kunter (1998), kontrolsüz finansal serbestleşmenin ilk krizi olan Banker Krizi'nin, 1982 yılında enflasyon yüzde 30'lar düzeyinde iken Hisarbank'ın 1 yıllık mevduata yüzde 80 faiz önermesiyle başladığını belirtmektedir. Banker kurumların ünlüleri de kervana katan havalı ve pahalı reklam kampanyaları, şık ofisler, yerine getirilmeyen vaatler ve gevşek düzenleme ve denetim çerçevesi; 1970'li yılların sonunda ortaya çıkan "yaratıcı bankerlerin" 1980'lerin ilk yarısında birbirinin peşisıra iflası hikâyesinin önemli unsurları arasında yer almaktadır.

Bu dönemde halk ve şirketler kesimi özellikle bankerler tarafından arz edilen, yeni ve yüksek getiri vaad eden finansal varlıklara, Amerikalıların California altına veya İspanyolların Maya altına hücumuna benzer biçimde, hücum etmiştir. 1970'li yılların sonunda başlayan ve 1980'lerin ortalarına kadar devam eden bu süreçte düzenleyici kesimdeki ihmaller krizi hazırlayan nedenler arasındadır. Ertuna (1986), Türk ekonomisine maliyeti 200 milyar TL olarak hesaplanan Banker Krizi'ne giden dönemde para ve ser-

maye piyasalarının birbirine karıştığını, varlık satışına aracılık eden finansal aracı (banker) kuruluşların her türlü denetimden ve risk yönetiminden uzak olarak topladıkları paraları borç vermeye başladıklarını, bu kuruluşların borçlarının likit ve alacaklarının bağlı duruma geçmesi nedeniyle Aralık (81) krizi ve Kastelli Şoku'nun (Haziran 82) ortaya çıktığını belirtmektedir.

Banker Krizi; 2000'lerin dünyasında İmar Bankası, Enron, WorldCom, Madoff gibi örneklerde gördüğümüz sahteciliğin ve ponzi finansmanın öz disiplini başarısızlığa mahkûm etmesiyle ortaya çıkan iflasların 1980'lerdeki ilk örneğidir. Banker Krizi'nde ortaya çıkan iflas zincirini aynı zamanda, hızlı finansal serbestleşmenin, düzenleyici kaçınmanın ve yetersiz resmi disiplin çerçevesinin 1980 sonrası neden olduğu yıkımların ilk örneği olarak da değerlendirmemiz mümkündür.

Kriz sonrasında banka ve sermaye piyasasının sınırları düzenlemeler ile yeniden belirlenmiştir. Bu kapsamda, 1982 yılında yayımlanan Sermaye Piyasası Kanunu ve sonrasında yapılan düzenlemeler ile, 1929 Krizi sonrası ABD sermaye piyasasında görülen banka-aracı kurum (yatırım bankası) örgütlenmesine benzer bir model oluşturulmaya çalışılmıştır. Bu modeldeki temel düşünce sermaye piyasalarının, sermaye piyasası araçlarının ve sektörde faaliyet gösterecek finansal aracı ve diğer kurumların düzenleme ve denetim ışığında geliştirilmesidir. Bu yapıda aracı kurumların payına düşen ise, yatırım bankacılığı faaliyetinin esas temsilciliği olmuştur.

Banker iflaslarına tepki olarak, planlı dönemle birlikte 1960'lardan beri çıkarılması tartışılan Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1982 yılında yürürlüğe girmesi ile birlikte, menkul kıymet alım satım aracılığı sadece Borsa Bankerliği Belgesi'ne<sup>1</sup> sahip banka ve aracı kurumlara münhasır bir yetki haline getirilmiş ve söz konusu faaliyet Sermaye Piyasası Kurulu tarafından giderek ağırlaşan bir düzenleme ve denetim çerçevesinin konusu haline getirilmiştir.

Kriz nedeniyle ortaya çıkan düzenleyici tepkinin yanında halkta oluşan güvensizlik ise altına yönelimi artırmıştır. Banker iflasları mali kurumlara olan güveni sarsmıştır (Alıç, 1985).

Aşağıda da incelendiği üzere finansal serbestleşmenin getirdiği iyimserlikle birlikte 1980'lerin ikinci yarısından 1990'ların başına kadar aracı kurum sayısında önemli artışlar yaşanmıştır. Bu gelişmeyi sürükleyen başlıca unsurlar; gerçek kişi olarak faaliyet gösteren borsa komisyoncularının tamamının düzenlemeler çerçevesinde aracı kuruma dönüşmesi, banka kökenli olmayan aracı kurum kuruluşlarına izin verilmesi ile 1980 sonrasında ban-

1 Aracı kurum faaliyetinde 1980'lerde geçerli olan terminolojiyi açıklayan Parasız (1992), kişilerden çek, bono, senet ve benzeri kağıtlar karşılığında para toplayan bankerlere "piyasa bankerleri" ve kişilerden tahvil, mevduat sertifikası (bunların faiz kuponları da olabilir) ve benzeri menkul kıymetler karşılığında para toplayan bankerlere de "borsa bankerleri" denildiğini belirtmektedir. Manavgat (1991) ise, mevduat toplayan bankerler ile menkul kıymet satan bankerlerin birbirinden ayrılması amacı ve aracı kurumların mevduat toplamayan kuruluşlar olduğunu vurgulamak endişesi ile seçilen borsa bankerliği deyiminin yerinde olmadığını belirtmektedir.

kacılık lisansının kolayca verilmesine bağlı olarak banka kökenli aracı kurum sayısının hızlı artışı olmuştur. Düzenleyici ve denetleyici otoritelerin “liberal düşüncelerle” verdiği sektöre giriş izinleri ile patlayan aracı kurum sayısı krizler ve finansal baskı dönemleri karşısında azalmaktan kurtulamamıştır.

### 3. Aracı Kurum Çevrimini Yönlendiren Birincil Etkenler

Aracı kurum çevriminde birinci derecede etkili olan etkenler; finansal kriz ve baskı dönemleri, aracı kurumlar sektörüne yeni giriş olanaklarındaki değişimler, bankalara aracı kurum kurulması zorunluluğunun getirilmesi ve yabancıların aracı kurum satın almaları olarak sınıflandırılabilir. Sektörel dönüşümü ikinci derecede etkileyen unsurlar ise; sektörel maliyetler ve resmi disiplin yapısındaki değişimler; komisyon oranlarındaki değişimler; teknolojik gelişmeler ve yeni ürün ve faaliyet sahalarının ortaya çıkması olarak belirlenebilir.

Aşağıda da incelendiği üzere söz konusu etkenlerin aracı kurumlar sektörü üzerindeki etkileri farklı yön ve şiddette olmuştur.

#### 3.1. Finansal Kriz ve Baskı, Borsa Komisyonculuğu ve Yeni Bankalar

Aracı kurumların sayısı; 1991 yılında sektöre girişe yönelik yeni lisans verilmesini amaçlayan tedbire kadar, ekonominin (ve finans sektörünün) genişleme dönemindeki iyimserliğe koşut biçimde artma eğilimi göstermiş, buna karşılık finansal baskı ve özellikle de kriz dönemlerinde azalma eğilimi göstermiştir. Bankaların iflası ve banka kökenli olmayan aracı kurumların iflas veya kendi istekleri ile faaliyetlerini durdurmaları sonucunda kriz dönemlerinde aracı kurum sayısındaki azalma keskin olmuştur.

32 sayılı kararda 1989 yılında yapılan değişikliklerle birlikte sermaye giriş çıkışlarının önündeki engellerin kaldırılması banka ve aracı kurumlar sektörüne yönelik girişlerin de hızlanmasına neden olmuştur. Bu kapsamda özellikle banka kökenli olmayan aracı kurum sayısında 1989 yılı sonrasında yaşanan patlama dikkat çekicidir. Nitekim 1989 yılında 16 adet olan banka kökenli olmayan aracı kurum sayısı 1990 ve 1991 yıllarında, gerçek kişi olarak faaliyet gösteren borsa komisyoncularının tamamının düzenlemeler çerçevesinde aracı kuruma dönüşmesinin de etkisiyle, sırasıyla 43 ve 102 adede çıkmıştır. Ne var ki, Türk ekonomisinin karşılaştığı bütün kriz ve finansal baskı dönemleri aracı kurum sayısında önemli azalmaların habercisi olmuştur. Bunu 1998 ve 1999 finansal baskı dönemleri ile birlikte, özellikle 1994 ve 2000-2001 krizinin etkili olduğu yıllardan okumak mümkündür. Bu kapsamda 1993 yılında 105 olan banka kökenli olmayan aracı kurum sayısı, 1994 yılında 95'e gerilerken; 1999 yılında 82 olan banka kökenli olmayan aracı kurum sayısı 2000-2001 krizini izleyen dönemin hemen ardından 2003 yılına gelindiğinde 71 adede gerilemiştir.

**TABLO 1: Banka Kökenli Olan ve Olmayan Aracı Kurumların Sayısındaki Değişim (1985-2008)**

Yıllar	Yoğunluk BKO	Yoğunluk BK	Toplam TK	Girişler (BK)	Çıkışlar (BK)	Girişler (BKO)	Çıkışlar (BKO)
1985	0	0	0	0	0	0	0
1986	9	12	21	12	0	9	0
1987	14	21	35	9	0	6	1
1988	15	26	41	5	0	1	0
1989	16	27	43	1	0	1	0
1990	43	32	75	5	0	27	0
1991	102	35	137	3	0	63	4
1992	106	36	142	2	1	8	4
1993	105	42	147	6	0	5	6
1994	95	42	137	1	1	5	15
1995	96	45	141	5	2	7	6
1996	92	44	136	0	1	0	4
1997	89	47	136	5	2	2	5
1998	85	48	133	2	1	3	7
1999	82	48	133	2	3	0	3
2000	77	48	125	3	0	2	7
2001	74	45	119	0	3	1	4
2002	74	42	116	0	3	3	3
2003	71	39	110	0	3	0	3
2004	69	36	105	0	3	0	3
2005	69	36	105	0	0	0	0
2006	70	29	99	1	0	0	7
2007	68	31	99	0	2	2	0
2008	67	31	98	-	-	-	1

BKO: Banka Kökenli Olmayan Aracı Kurum, BK; Banka Kökenli Aracı Kurum, TK; Toplam Aracı Kurum. Yeloğlu (2007) de yer alan verilere ilaveten tabloya 2006-2008 yıllarına ilişkin veriler ile tüm verileri kapsayacak biçimde bir de toplam sütunu eklenmiştir.

Kaynak: Yeloğlu (2007) ve TSPAKB (2008 ve 2009).

Aracı kurumlar sektöründe görülen sayısal dalgalanmaların nedenlerinden birisi de lisanslama ve düzenleme/denetim standartlarındaki eksikler olarak değerlendirilebilir. 1990'lar boyunca sektöre girişteki kolaylık ve denetim eksikliği etkenlerini; aracı kurum sayısının hızla artmasına ve ardından da

(Özel Fon'a önemli ölçüde yükümlülük bırakmak suretiyle) azalmasına etki eden nedenler arasında değerlendirilmek gerekir.

Hatta bu kadar öyledir ki, Yeloğlu (2007) ve İMKB (2008) verilerine göre 1991 ve 1992 yıllarında aracı kurum sayısı sırasıyla 137 ve 142 adet iken, halka açık şirket sayısı 134 ve 145 adet olarak gerçekleşmiştir. İzleyen bölümde incelendiği üzere, aracı kurum sayısının hızlı artışının altında yatan nedenlerden birisi de borsada gerçek kişi olarak faaliyet gösteren borsa komisyoncularının tamamının düzenlemeler çerçevesinde aracı kuruma dönüşmesidir.

Yeloğlu (2007) ile Özçam (1991) de yer alan 1986-1991 yıllarına ilişkin veriler arasında tam bir tutarlılık görünmese de, sonuncu kaynakta yer alan veriler ışığında borsa komisyoncularının aracı kuruma dönüşmesinin borsa işlemcisi kişi ve kurum popülasyonu üzerindeki etkilerini incelemek mümkündür.

**TABLO 2: Borsa Komisyoncularının Aracı Kuruma Dönüşmesi ve İMKB Üye Sayısı Değişimi**

Yıllar	İMKB Üye Sayıları (Adet)			Toplam
	Banka	Aracı Kurum	Borsa Komisyoncusu	
1986	27	8	8	43
1987	41	12	12	65
1988	44	15	20	79
1989	52	19	22	93
1990	52	49	16	117
1991/15 Temmuz	56	97	0	152

Kaynak: Özçam (1991).

Aracı kurum sayısındaki artışı yavaşlatmak için asgari ödenmiş sermaye tutarları A grubu aracı kurumlarda 10 milyar TL'na ve B grubu aracı kurumlarda 5 milyar TL'na yükseltilmiş olmasına rağmen, aracı kurum sayısında 1990 yılındaki hızlı artış eğilimi 1991 yılında da devam etmiş ve 15.07.1991 tarihi itibarı ile 97 adede yükselmiştir (Özçam, 1991). Aracı kurum sayısında yaşanan hızlı artışın diğer neden ve sonuçları aşağıda değerlendirilmektedir.

Borsa bankerliği belgesi talep eden aracı kurumlarda yapılan incelemeler sırasında, mali sektörde tecrübeleri bulunmamasına karşın, pek çok kişinin aracı kurum kurma isteğinde olduğu görülmüştür. Söz konusu incelemelerde tespit edilen bu durumun nedenleri şu şekilde açıklanabilir;

(1) Borsa üyelerinin, alım emirlerinde yüksek fiyattan aldıklarını satım emirlerinde ise düşük fiyattan sattıklarını düşünen varlıklı yatırımcıların,

kendi portföylerini işletmek ve kurtaj (alım satım komisyonu) ödememek için aracı kurum kurmak istemeleri,

(2) Altın ve döviz alım satımında bulunanların, piyasalardaki gelişmelere göre fonlarını hisse senetleri piyasasına aktarma veya tersine işlem yapabilme kolaylığı elde etme arzuları,

(3) Toplumda itibarlı, popüler bir işe sahip olma düşüncesi; aracılık faaliyetleri ile kolay ve rahat para kazanılabileceği düşüncesi; diğer iş alanlarında belirli bir aşamaya gelmiş varlıklı ailelerin çocuklarına yeni ve popüler bir alanda iş kurma düşüncesi (Özçam, 1991).

Sermaye piyasalarının ilk gelişim yıllarında aracı kurumların sahip ve yöneticiler konusundaki standartları yeterince yüksek tutulmamıştır. Tam tersine standartlar düşük tutulurken girişler önce gevşek tutulmuş ardından tümüyle durdurulmuştur. Bunun sonucunda ise sektöre girişler hiçbir ön standardın olmadığı aracı kurum el değiştirmeleri ile olmuştur. Bu ise aracı kurum sektörünün isteklerini karşılamayan kişilerin sektöre gelmesi ile sonuçlanmıştır. Halbuki tam tersine giriş ve el değiştirme standartlarının yüksek olması, buna karşılık hem sisteme girişlerin hem de standartların karşılamayanların sistemden çıkarılmasının kolay olduğu bir model olmalıydı. Uygulanan modelin sonucu da 1994 krizi ile ortaya çıkmıştır (Karacan, 2002). 1994 krizinde kötü yönetim nedeniyle üç banka (Marmarabank, TYT Bank ve İmpeksbank) ve üç aracı kurum (AOG Türkinvest, Çarmen ve Pasifik Menkul Değerler) iflas etmiştir (Karacan, 1996).<sup>1</sup> 1994 – 1996 yılları arasında kriz sonucu yetki belgeleri iptal edilmiş ve mali sorumluluklarını yerine getirememiş olan aracı kurumlara SPK tarafından durumlarını düzeltebilmeleri amacıyla bir süre verilmiştir. Verilen bu süreç içinde durumunu düzeltemeyen aracı kurumlar hakkında ise kaçınılmaz olarak iflas davaları açılmaya başlanılmış ve iflas kararları alınmıştır. 1994 Krizi'nin ardından gelen ve 16 kadar aracı kurumun yetki belgelerinin iptal olduğu veya iflas ettiği bu süreçte yaklaşık 26 bin yatırımcının varlığı zarar görmüştür. Batan tutarın ise 75 milyon dolar civarında olduğu tespit edilmiştir (Tokgöz, 2001 den Aktaran: Öztürk, 2005).

Kriz sonrasında aracı kurumlar sektöründe en dikkat çekici “düzenleyici tepki” aracı kurumların asgari sermayelerinin artırılması olmuştur.

Türkiye sermaye piyasasının 2499 sayılı Yasa ile kuruluşundan günümüze kadar geçen 15 yıllık dönem içinde, aracı kurumların asgari sermayelerine ilişkin çok sayıda düzenleme yapılmıştır. Bunların en sonuncusu, 20 Ocak 1996 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu tebliğidir. Aracı kurumların ‘asgari ödenmiş sermaye’ tutarına ilişkin köklü değişiklikler içeren bu tebliğ ile, daha önceki düzenlemelerle karşılaştırılmaya-

1. 1994 krizinde banka ve aracı kurumların dışında 5 adet şirketin de iflas ettiğini vurgulayan Yıldırım (1995) batan aracı kurumlara ilişkin farklı bir görüş sunmaktadır. Yazar 1994 yılı geride kalırken batan aracı kurum sayısının 10 olduğunu, bu sayının sektörün % 10 una tekabül ettiğini ve bu kurumlarda 16.500 yatırımcının 2,2 trilyon lira alacağını bulunduğunu belirtmektedir.



çak ölçüde aracı kurumların asgari ödenmiş sermaye tutarı artırılmıştır. Ayrıca İMKB'nin üyeliğe giriş aidatı da, asgari ödenmiş sermayenin artmasına paralel olarak, önceki dönemlerle karşılaştırılamayacak kadar yüksek düzeyde (250 milyar lira olarak) artırılmıştır (Uygun, 1997).

Banka kökenli aracı kurumların sayısında gözlenen hareketlilikte de farklı bir boyut vardır. 1980 sonrasında kamu açıklarının ve cari açığın finansmanında bankaların ağırlıklı rol üstlenmesi ile bankacılık sektörüne yeni girişlere izin verilmesi birleşince bankaların sayısında hızlı bir artış yaşanmıştır. Artan banka sayısı banka kökenli aracı kurum sayısının da artmasına neden olmuştur. Ne var ki, 1986 yılında 12 adet olan ve 1999 yılında 48 adede kadar yükselen banka kökenli aracı kurum sayısı, 2000-2001 krizinin hemen ardından 2003 yılında 39 adede düşmüştür. Banka kökenli aracı kurum sayısındaki değişimin, diğer gruba nazaran daha az oynak olsa da, sektörel bir daralmayı temsil ettiğine şüphe yoktur.

### 3.2. Borsa Komisyonculuğunun Sonu ve Sektöre Yeni Giriş İzni Verilmesi

Sermaye piyasası mevzuatı ile aracı kurumlara getirilen serbesti ve teşvikin ardından sektör ile ilgili bir dizi önemli karar alınmıştır. Bu kararların başında Devlet Bakanlığı'nın yeni aracı kurum kuruluşuna izin verilmemesine yönelik 26.07.1991 tarihli kararı ve bankaların bazı sermaye piyasası faaliyetlerini aracı kurum kurarak sürdürmesine yönelik SPK'nın 15.08.1996 tarihli ilke kararı gelmektedir.

Yapılan girişimler sonucunda dönemin ekonomiden sorumlu Başbakan Yardımcısı Ekrem Pakdemirli ikna edildi. Pakdemirli, bir yandan SPK bir yandan da aracı kurumlar tarafından kendisine iletilen yeni aracı kurum kurulmaması yönündeki isteği yerine getirdi ve Hazine'ye bu konuda bir talimat verdi. Pakdemirli'nin 2 Ağustos 1991 tarihli genelgesiyle, aracı kurum sayısı donduruldu. Bu kararın verildiği tarihte ise, sayıları 50'yi bulan başvuru Hazine'de, 14'ü de SPK 'da borsa bankerlik belgesi almak için sıra bekliyordu. Pakdemirli SPK'nın önerisi üzerine aracı kurum sayısını dondurdu. Sadece SPK 'ya başvuruda bulunmuş bu 14 kuruma izin verilecekti. Hazine'den kuruluş izni alıp da henüz SPK'ya başvurmamış 50 kuruma ise izin verilmeyecekti. Hazineye'de yeni başvuru kabul edilmeyecekti (Yıldırım, 1995).

26.07.1991 tarihli Devlet Bakanlığı kararı ile sektörde faaliyet göstermek isteyen girişimcilerin mevcut aracı kurumlardan pay devralmasının öngörülmesi, mevcut aracı kurumların daha da rekabetçi bir piyasada faaliyet göstermesinin önüne geçilmesini amaçlamıştır. Uygun (1997) söz konusu rekabet yaşayışının altında, banka dışı aracı kurum sayısındaki hızlı artış ile birlikte, sektörün yeni girişlerin engellenmesine yönelik olarak yaptığı lobi faaliyetlerinin etkili olduğunu belirtmektedir.

Sermaye piyasalarında bir yandan yeni aracı kurum kuruluşlarına izin verilmezken, diğer yandan da borsada gerçek kişi olarak işlem yapan borsa komisyoncularının faaliyetlerini aracı kurum unvanıyla tüzel kişi olarak sürdürmesine yönelik düzenleme ve uygulamalar yapılmaktaydı.

Münhasıran borsada işlem yapan gerçek kişiler olan borsa komisyoncuları ile ilgili düzenlemelerin bulunduğu 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu 91 sayılı KHK ile yürürlükten kaldırılmıştır. Borsa komisyoncuları söz konusu Kararname'nin gerçek kişilerin de borsa üyesi olabilmesini sağlayan 4 üncü maddesine göre faaliyet göstermekteydi. Borsa Bankerliği Belgesi Verilmesine İlişkin Yönetmelik'e 21.03.1990 tarih ve 20468 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Borsa Bankerliği Verilmesine İlişkin Yönetmeliğin Bazı Maddelerinin Değiştirilmesine ve Anılan Yönetmeliğe Geçici İki Madde Eklenmesine Dair Yönetmelik ile eklenen geçici 4 üncü maddeyle, borsa komisyoncularının aracı kurumlara dönüşmeleri özendirilmiştir. Yönetmelik'te borsa komisyoncularının aracı kuruma dönüşerek SPK'dan Borsa Bankerliği Belgesi alma süresi 1990 yılı sonu olarak belirlenmekle birlikte bu süre, 27.12.1990 tarih ve 976 sayılı SPK kararı ile 31.03.1991 tarihine kadar uzatılmıştır. Yönetmelik yayımı tarihinde 22 olan borsa komisyoncularının tamamı aracı kuruma dönüşerek SPK'dan borsa bankerliği belgesi almıştır (Özçam, 1991).

Sektöre ilk giriş maliyetlerini yükselten ve hala uygulanan bu karar ile sektörde faaliyet gösteren aracı kurumların, faaliyet yapma iznine sahip olma imtiyazından doğan, tabela değerleri artmıştır. SPK sektöre yeni girişin zorlaştırılmasına yönelik yaklaşımını bankalarca kurulan aracı kurumlardaki yönetim ve/veya denetim imtiyazı sağlayan kurucu banka paylarının üçüncü kişilere devri için izin almak üzere yapılacak başvurularda da gündeme getirmiş ve çeşitli aracı kurumlara bu hüküm uygulanmıştır.<sup>1</sup> Öte yandan SPK'nın Seri:V, No: 46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'e 22.10.2009 tarih ve 27384 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:V, No: 113 sayılı Tebliğ ile eklenen 61/B maddesi ile getirilen hüküm değerlendirildiğinde SPK'nın sektöre giriş yaşağını uygulama iradesinin süregeldiği bir kez daha anlaşılmaktadır.<sup>2</sup>

1 SPK'nın 2006/45 sayılı Haftalık Bülten'inde yayımlanan 20.10.2006 tarih ve 46/1309 sayılı kararında, SPK'nın 15.08.1996 tarihli ilke kararı ve eki kararları uyarınca Bankalarca kurulan aracı kurumlardaki yönetim ve/veya denetim imtiyazı sağlayan kurucu banka paylarının üçüncü kişilere devri için izin almak üzere ilgili aracı kurumlarca SPK'ya başvurulabileceğine, bu durumda payları devrolunan aracı kurumların ödenmiş sermaye tutarlarının pay devir işleminin tescilini müteakip 2 yıl içerisinde 7.000.000.- YTL'ye yükseltilmesine, bu süre sonunda bu şartı yerine getiremeyen aracı kurumların faaliyetlerinin durdurulmasına ve yetki belgelerinin iptal edilmesine karar verildiği duyurulmuştur. Dolayısıyla sektörde uygulanan/görülen asgari sermaye/ödenmiş sermaye rakamları karşısında oldukça yüksek bir rakam olarak belirlenen asgari 7 milyon TL ödenmiş sermaye şartının pratikteki anlamı; ortalama sermaye tutarının fazla yükseltmek suretiyle fiili devir gücünü/yeni giriş yaşağı yaratmaktır.

2 Bir Aracı Kurumun Yetki Belgelerinin Yeni Aracı Kurum Kuruluşu Amacıyla İptali" başlıklı 61/B maddesinde aşağıdaki hükme yer verilmiştir; "Halka açık olmayan bir aracı kurumun, yeni aracı kurum kurulması amacıyla tüm yetki belgelerinin iptali için talepte bulunması suretiyle sermaye piyasası faaliyetlerinden çekilmesi durumunda, bu Tebliğ'de aracı kurum kuruluşu için aranan şartları sağlaması kaydıyla, yeni aracı kurum kurulmasına izin verilebilir. Yeni kurulacak aracı kurumun kurucu ortaklarının yeni aracı kurum kurma ve faaliyet iznine ilişkin başvurusu bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde değerlendirilerek Kurulca sonuçlandırılır."

Sektöre giriş yasağı ile birlikte aracılık komisyon oranlarının rekabetçi ortamda belirlenmesini uzun süre engelleyen düzenlemelerin bulunduğunu da dikkate aldığımızda; kendi içinde yoğun bir rekabet yaşayan aracı kurumlar sektörünün belli bir kar garantisi altında yaşatılmaya çalışıldığı anlaşılmaktadır. Benzeri durumu finansal ürün ve hizmet sunan sigortacılık ve bankacılık sektöründe de gözlemek mümkündür.

Devlet Bakanlığı'nın söz konusu kararının sonuçları değerlendirildiğinde; aşırı rekabetçi sektörel yapı ve finansal istikrarsızlıkların sarmalındaki piyasa koşullarının olumsuz etkisinin "kar garantisinin" olumlu etkisinden üstün geldiğini görmekteyiz. Bunun bir sonucu olarak da, 1990'ların başındaki atılımlarla 1980'lerin etkisinden sıyrılma emareleri gösteren ve istikbal vadeden aracı kurumlar sektörünün, izleyen dönemde sermaye piyasalarının yeterince gelişmemesinin de etkisiyle arzu edilen ölçülerde büyümediğini görüyoruz.

Bu noktada giriş düzenlemelerinde serbesti yönünde yapılacak bir değişikliğin sektörün gelişimine katkı sağlayıp sağlamayacağını değerlendirmek faydalı olabilir. Zaman zaman gündeme gelen "piyasaya girişte serbesti uygulamasının benimsenmesi" ile piyasa mekanizmasının sihirli gücüne müracaat etmek sektörel gelişim yolunda fayda sağlar mı?

Genel olarak bakıldığında giriş düzenlemeleri (regulation of entry) kapsamında piyasaya girişlerin kamu müdahaleleri ile engellenmesi çeşitli olumsuzluklara neden olabilmektedir. Bu kapsamda, devlet miktar kısıtlamalarıyla mülkiyet hakları oluşturmakta ve bu hakkı genellikle ayrıcalıklı kişilere transfer etmektedir. Miktarın bundan sonra kısıtlandığı durumlarda yeni firmaların piyasaya girmesi, bu hak sahiplerinden yüksek bedelle söz konusu lisansların alınmasını gerektirmektedir (Carlton ve Perloff, 2005, Aktaran: Çetin, 2009). Öte yandan, piyasaya giriş daha az demokratik ülkelerde daha ağır biçimde düzenlenmektedir. Söz konusu düzenlemeler ayrıca görünür sosyal faydalar doğurmamakta ve bu düzenlemelerin temel faydalanıcıları ise siyasetçi ve bürokratların kendisi olarak görünmektedir (Djan-kov ve bşk., 2001).

Sektöre girişte tanınacak serbestinin aracı kurumlar sektöründe rekabeti artırması (ve tabela rantını) azaltması beklenebilir. Ne var ki sektörün hâlihazırda aşırı rekabet nedeniyle çok düşük komisyonlarla çalıştığı, karlılığının düşük ve dönemsel etkilere açık olduğu dikkate alındığında sektörü daha da fazla rekabete açmanın makul olmadığı da değerlendirilebilir. Burada temel mesele, sermaye piyasalarının az gelişmişliğinin/yeterli teveccüh görmemesinin aracı kurumlar sektörünün az gelişmişliğine neden olduğunu tespit edebilmektedir. Zaten bu tablo sektöre girecek yeni dürüst şirket sayısını kendiliğinden azaltacaktır.

Diğer bir deyişle pasta büyümedikçe, pastayı daha da küçük dilimlere bölmeye hevesli yeni, kaliteli, piyasaya uzun vadeli olarak bakan, katma değer yaratacak çatal ve bıçak bulmak pek de mümkün görünmemektedir (sektörel sorunlara yönelik çözüm önerileri için bkz. 7 nci bölüm).

### 3.3. Banka Aracı Kurumlarının Kurulması

SPK'nın 15.08.1996 tarihli ilke kararı ile sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankaların söz konusu faaliyetlerini 02.01.1997 tarihinden itibaren mevcut aracı kurumlardan birini devralarak veya yetki belgelerini kendilerine tanıyan aracı kurum kurma imtiyazı çerçevesinde yeni kurulacak bir aracı kuruma devrederek sürdürmeleri öngörülmüştür.<sup>1</sup>

Temelde hisse senedi işlemlerinden kaynaklanabilecek risklerin bankaları olumsuz yönde etkilemesinin önüne geçilmesini amaçlayan söz konusu düzenleme, 1930'lu yılların ABD'sinde Glass Steagall Yasası'nın yaptığını, 1990'larda Türkiye'de yapmayı amaçlamıştır. Bilindiği üzere ABD'de ticari bankacılık ve yatırım bankacılığı faaliyetlerinin birbirinden ayrılmasına yönelik düzenlemeler yatırım bankalarının önünü açmış ve ABD sermaye piyasalarındaki canlılığın da etkisiyle yatırım bankaları küresel finans krizine kadar hızla büyümüştür.

03.11.1998 tarihli Danıştay kararı ile iptal edilen söz konusu kararın, uygulama sahası bulunduğu dönemde de hukuka uygunluğu tartışma konusu edilmiştir (tartışmalar için bkz. Reisoğlu, 1998).

Ancak, Danıştay'ın söz konusu kararı iptal etmesine ve SPK'nın bu kararı ikame edecek yeni düzenlemelere gitmemesine rağmen, bankaların sermaye piyasası faaliyetlerinin bir bölümünün kurulan aracı kurumlara dayalı olarak yapılması fiilen uygulama sahası kazanmıştır. Hâlihazırda banka kökenli aracı kurumlar sermaye piyasası aracı kurumlar sektöründe etkin konumdadır.

Banka kökenli aracı kurumların etkinliğinin artması banka kökenli olmayan aracı kurumların piyasa payı ve etkinliğini zaman içinde azaltıcı etki yapmıştır. Yeloğlu (2007), örgütsel ekoloji kuramı çerçevesinde banka kökenli olan ve olmayan aracı kurumların karşılıklı bağımlılık düzeyini incelediği çalışmasında; banka kökenli aracı kurumların yoğunluğundaki artışın banka kökenli olmayan aracı kurum kurulma oranında azalışa neden olduğunu, banka kökenli olmayan aracı kurumlara ait popülasyon yoğunluğundaki artışın ise, banka kökenli aracı kurum kurulma oranı üzerinde olumlu veya olumsuz bir etkisinin olmadığını ve her iki aracı kurum popülasyonları arasındaki bağımlılık düzeyinin kısmi rekabete dayalı olduğunu bulmuştur.

Banka odaklı finansal sisteme sahip olan ülkemizde banka kökenli aracı kurumların sermaye piyasalarındaki etkin konumunu olağan kabul etmek gereklidir. Buna karşılık, ülkemizde mevduat bankaları dışındaki yatırım ban-  
 1 Yürürlükten kaldırılan söz konusu ilke kararında "piyasada faaliyet gösteren bankalar ile aracı kurumlar arasında rekabet eşitliğinin sağlanması için halen sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankaların faaliyetlerini 02.01.1997 tarihinden itibaren mevcut aracı kurumlardan mevzuat çerçevesinde birini satın almak veya mevcut yetki belgelerini bir aracı kurum kurarak bu aracı kuruma devretmek suretiyle yürütmelerine" karar verildiği belirtilmektedir.

kacılığı sektörünün önde gelen temsilcileri olan aracı kurum ve kalkınma ve yatırım bankalarının neden yeterince gelişemediğini de sormak durumundayız.

Ayrı bir inceleme konusunu teşkil etmekle birlikte kısa bir belirleme yapmak gerekirse söz konusu gelişmenin altında; ülkemizin “gelişen ekonomi” karakterinin bankacılık sektörünü ön plana çıkarması, sermaye piyasalarının önemli bir finansman aracı olmaması ve banka dışı yatırım bankacılığı sektörünün yeterince güçlü ve yaratıcı olmaması yatmaktadır.

### 3.4. Aracı Kurumlar Sektörüne Yabancı Akını

Aracı kurumlar sektörü kanalıyla gerçekleştirilen yabancı portföy yatırımları günümüzde fazlasıyla olağan karşılanmakla birlikte, yabancıların sektöre doğrudan yatırım yapması uzun süre istisnai bir durum olarak algılanmıştır.

Örneğin Yıldırım (1991) de 32 sayılı kararda 1989 yılında yapılan değişiklikler sonrasında Nomura ve Daiwa isimli Japon bankalarının Türkiye’de aracı kurum sahibi olmak için “girişimlerde bulunmasından” bile heyecanla bahsedilir.

2000-2001 krizini izleyen dönemde ülkemize dönük doğrudan yabancı sermaye yatırımları patlamıştır. Söz konusu yatırımların önemli bir bölümü finansal aracılık sistemine akmıştır.

Bu süreçten doğrudan yatırım tutarı ve yabancı sahipliğinin artışı anlamında en fazla payı bankacılık ve sigortacılık sektörü alırken; aracı kurumlar sektörüne yönelik doğrudan yabancı yatırımlar da daha önce görülmedik boyutlara ulaşmıştır.

**TABLO 3: Ortaklık Yapısına Göre Aracı Kuruluşlar (2005-2008)**

Ortaklık Yapısı	2005		2006		2007		2008	
	Banka	Aracı Kurum	Banka	Aracı Kurum	Banka	Aracı Kurum	Banka	Aracı Kurum
Yabancı	12	6	15	18	19	25	19	27
Özel Yerli	22	86	18	76	15	70	15	67
Özel Toplam	34	92	33	94	34	95	34	94
TMSF	1	5	1	1	1	0	1	0
Kamu	5	4	5	4	5	4	5	4
Kamu Toplam	6	9	6	5	6	4	6	4
<b>Genel Toplam</b>	<b>40</b>	<b>101</b>	<b>39</b>	<b>99</b>	<b>40</b>	<b>99</b>	<b>40</b>	<b>98</b>

Kaynak: TSPAKB (2007, 2008 ve 2009).

Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere, 2005 yılında 12 ve 6 adet olan yabancı banka ve aracı kurum sayısı, 2008 yılında 19 ve 27 adede yükselmiştir.<sup>1</sup>

Sektörel sermayedeki pay dikkate alındığında günümüzde yabancı aracı kurumların % 30'luk paya sahip olduğu değerlendirilmektedir. TPAKB (2007 ve 2008) verilerine göre 2005, 2006 ve 2007 yılları itibarı ile yabancı aracı kurumların işlem hacmindeki payları sırasıyla % 13, % 31 ve % 35 olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılında en fazla işlem hacmini gerçekleştiren 5 aracı kurumun 2 si ise yabancıdır. Yine anılan yılda yurtdışı kurumsal yatırımcıların işlem hacminin %95'i ikisi yabancı ve biri banka kökenli üç aracı kurum üzerinden gerçekleştirilmiştir.

#### 4. Aracı Kurum Çevrimini Yönlendiren İkincil Etkenler

Kuruluşundan bu yana aracı kurumlar sektöründe yaşanan genişleme/daralma çevriminin temel nedenleri yukarıda resmettiğimiz gibi olmakla birlikte, kimi gelişmeler de sektörde yaşanan çeşitli dönüşümleri etkilemiştir. Bu gelişmeler finansal kriz ve baskı dönemlerinde veya sektöre giriş kısıtı/serbestisi dönemlerindeki gibi sektördeki kurum sayısının artış/azalışına derhal etkilememiş olmakla birlikte, sektörün gelir-gider akımları ve faaliyet biçimi üzerinde bazı sonuçlara neden olmuştur. Söz konusu gelişmelerin başlıcalarını aşağıdaki gibi özetleyebiliriz.

##### 4.1. Sektörel Maliyetler ve Resmi Disiplin Yapısındaki Değişimler

Aracı kurumların, düzenleme, denetim ve yaptırım çerçevesini belirleyen, resmi disiplin yapısındaki değişimler sektörün faaliyet biçimini etkilemektedir. Düzenleme yönünden bakıldığında yukarıda incelenen istisnalar bir kenara bırakılırsa, aracı kurumlar sektöründeki düzenleme akımlarının ani değişiklik yaratma eğilimi göstermediği ve FAPHD (bkz. 5 inci bölüm), Basel II ve Sarbanes-Oxley (SOX) Kanunu örneklerindeki gibi yüksek uyum maliyetlerine neden olmadığı ileri sürülebilir. Bununla birlikte düzenleyici ve denetleyici kurumların çeşitli tasarruflarının sektördeki işlem maliyetleri, fon akımları ve davranışlar üzerinde etkili olduğu da açıktır.

Bu çerçevede aracı kuruluşlar açısından maliyetler; borsa payları, menkul kıymet tescil ücretleri, İMKB üyelik aidatları, İMKB üyelik teminatları, SPK blokaj yükümlülüğünden kaynaklanan maliyetler,<sup>2</sup> Yatırımcıları Ko-

1 TSPAKB verilerine göre 16.10.2003 ve 17.12.2008 tarihleri arasında 27 adet aracı kurumun ünvanı değişmiştir. SPK'nın ünvan değişikliğine ortaklık yapısında önemli değişiklikler olması halinde izin verdiği ve yeni aracı kurum ünvanlarının ağırlıklı olarak yabancı ortaklığı yansıttığı dikkate alındığında sektördeki yabancı ağırlıklı büyük dönüşümü okumak kolaylaşmaktadır (İnternet: [www.tspakb.org.tr/veriler](http://www.tspakb.org.tr/veriler), Erişim Tarihi: 24.03.2009).

2 Son zamanlarda aracı kurumlar sektöründeki düzenlemelerin maliyet azaltıcı etkilerine yönelik en iyi örneklerin başında blokaj uygulamasındaki değişimin sonuçları gelmektedir. Dünya Gazetesi (2009) 14.04.2009 tarih ve 27200 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:V, No: 101 sayılı Aracı Kurumlar Tarafından Yatırılan Teminatların Kullanım Esasları Tebliği ile blokaj uygulamasında yapılan değişiklik ile birlikte sektöre 72 milyon TL tutarında teminat fazlasının iade edileceğini belirtmektedir. Çeşitli açılardan eleştiriye açık olmakla birlikte Tebliğ'in uygulanması ile birlikte gerçekleştirilmeye başlandığı gözlenen söz konusu iade tutarının aracı kurumların aktif yönetiminde görece bir rahatlatma yaratacağı açıktır.

ruma Fonu ödentileri, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği ödentileri, Takasbank'a ödenen saklama komisyonları ile aracı kuruluşların Takasbank'a ödedikleri diğer ücret ve komisyonlar, Eğitime Katkı Payı, Özel İşlem Vergisi ile finansal faaliyet yetki belgesi harçlarından oluşmaktadır (Yıldırım, 2002). Türk sermaye piyasasında faaliyette bulunan 104 aracı kurumun, sermaye piyasası mevzuatında yer alan 39 adet bilgi verme ve raporlama yükümlülüğüne uyum amacıyla gerçekleştirdikleri 257 adet faaliyet için yıllık bazda katlandıkları 255 adet olan uyum maliyeti konusunun değeri, standart maliyet modeli uygulanarak 2007 yılı itibariyle yaklaşık 181 milyon YTL olarak hesaplanmıştır. Bu maliyet tutarı, aynı tarihteki ortalama döviz kuruna göre yaklaşık 135 milyon dolara tekabül etmektedir. Aracı kurumların katlandığı toplam uyum maliyetlerinin 31.12.2006 tarihli sektör mali tablolarında yer alan aktif toplamalarına oranı % 6,6, öz sermaye toplamalarına oranı % 12, brüt faaliyet gelirlerine oranı % 22 ve faaliyet giderlerine oranı % 26 olarak gerçekleşmektedir. Öte yandan, büyük ölçekli aracı kurumlar orta ölçekli olanlara göre 4,3 kat, orta ölçekli aracı kurumlar da küçük ölçekli olanlara göre 2,7 kat maliyetle karşılaşmaktadır (Kılıç, 2007).

Son olarak SPK'nın denetim ve yaptırım işlevlerindeki değişimlerin de sektörel gelişmeleri etkilediğini belirtelim. Ancak bu etki aracı kurum sayısının doğrudan azalması yerine ticari üne yönelik algıdaki değişim veya katlanılan idari para cezalarının artması şeklinde ortaya çıkmaktadır.

#### 4.2. Komisyon Oranlarındaki Değişiklikler

Sermaye piyasası işlemlerinde yatırımcılar tarafından işlemi gerçekleştiren aracı kuruma ödenecek komisyon tutarı (kurtaj) uzun süre ödenecek komisyonun alt sınırının SPK tarafından belirlenmesi yoluyla tespit edilmiştir. Komisyona dayalı sektörel rekabetin asgariye indirilmesini amaçlayan bu yaklaşımın altında; aracı kurumların en önemli gelir kalemini teşkil eden komisyon gelirlerinin belli bir seviyede tutularak sektörün gelişiminin desteklenmesi bulunmaktadır. Dolayısıyla asgari komisyon oranlarına yönelik uygulama bir anlamda aracı kurumlar sektörüne bebek endüstri muamelesi yapmıştır. Ancak bunun ülkemiz sermaye piyasalarına özgü bir yaklaşım olduğunu da düşünmemek gerekir.

NYSE'de yaklaşık 200 yıl sabit komisyon oranı uygulandıktan sonra 01.05.1975 tarihinde sabit komisyon oranları SEC tarafından kaldırılarak tam rekabetçi bir piyasaya geçiş yapılması sağlanmıştır. Bu dönem öncesinde komisyon gelirlerinin aracı kurumların en önemli gelir kalemini oluşturması sektörün düzenlemeye güçlü biçimde karşı çıkmasına neden olmuştur. Nitekim 1961-1970 döneminde NYSE üyelerinin toplam gelirleri içinde komisyon gelirlerinin payı % 59 seviyesindeydi. Komisyon oranlarının kaldırılmasından sonra ise aracı kurumlar daha fazla getiri vadeden ürün ve hizmetlere yönelmiştir. Ancak bu süreçte faaliyetlere son verme

ve daha büyük aracı kurumlarla birleşmelerin ortaya çıkması ile birlikte; ABD aracı kurumlar sektöründe küçük aracı kurumların aleyhine gelişen bir konsolidasyon da yaşanmıştır (Kalaycı, 2001). Sabit komisyon oranlarının kaldırılması ayrıca iskontocu aracılığın gelişmesine ve gün içi işlemlerin artmasına (Bulutoğlu, 2003) zemin hazırlamıştır.

Ülkemizde asgari komisyon oranının sınırlandırılmasına yönelik uygulamalar 02.01.1997 tarihinde başlamıştır. 25.01.2002 tarihli SPK kararı ile bu sınırlandırmada yumuşatmaya gidilmiş ve aracı kurumların söz konusu işlemlerden ay içinde elde etmiş oldukları toplam komisyon gelirlerinin en çok % 35'ini ay sonu itibarıyla belirleyecekleri müşterilerine komisyon iadesi adı altında geri ödeyebilecekleri hükme bağlanmıştır (Karakoç, 2003). Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik'in 14'üncü maddesi uyarınca, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'nin önerisi üzerine (Yıldırım, 2002), SPK tarafından daha sonra alınan kararlarla, asgari komisyon oranının daha da düşmesine neden olan komisyon iadesi oranları önce % 50 ve ardından da % 75'e kadar artırılmıştır. Bu bir anlamda sektöre asgari komisyon oranının kaldırılacağı dönemin koşullarına hazırlanma fırsatı vermiştir. Bununla birlikte, rekabet saikiyle asgari komisyon uygulamasına yönelik düzenlemelere çeşitli yöntemler kullanılarak uyulmayabildiğinin de altını çizmek gereklidir.

Aracı kurumların hisse senedi alım-satım işlemlerinde müşterilerinden tahsil edecekleri aracılık komisyonlarının, 01.01.2006 tarihinden itibaren aracı kurum ve müşteri arasında serbest olarak belirlenebilmesi uygulamasına geçilerek, asgari komisyon ve komisyon iadesi uygulamasına son verilmiştir (IMKB İnternet Sitesi, Tarihsiz). Asgari komisyon uygulamasında yukarıda yer alan değişikliklerin sektörel etkisini 2005/Mart-2008/Haziran gözlem dönemi itibarı ile inceleyen Taşçı (2009: 66), uygulamadaki değişikliğin küçük aracı kurumlar başta olmak üzere aracı kurumlar sektörünün net aracılık komisyonlarının azalmasına neden olmakla birlikte; gözlem döneminde 11 adedi yurt dışı yerleşiklere ait olmak üzere aracı kurumlar sektöründe gerçekleşen 18 adet pay devrinin nedenini komisyon oranları ile değil yabancı ilgisinin artışıyla açıklanabileceğini bulgulamıştır.

Öte yandan aracı kurumlar sektörünün en azından bir bölümünün asgari komisyona yönelik düzenlemelerin bulunduğu dönemde asgari komisyon oranlarına doğrudan ve (çoğunlukla da) dolaylı yöntemlerle uymayarak serbest komisyon benzeri bir yapıda faaliyetlerde bulunmasının da net aracılık komisyonlarının azalmasının altında yatan nedenlerden biri olduğunu not etmek gereklidir.

Sonuç olarak, sektörün gelir ve karlılık rakamlarının azalmasına neden olmakla birlikte, komisyon oranlarına yönelik düzenleme akımlarının (ve sektör içi rekabetin) sektörün küçülmesi üzerinde birinci derecede etkili olduğu yönünde bir değerlendirmede bulunmanın uygun olmadığı düşünülmektedir.



### 4.3. Teknolojik Gelişmeler

İMKB'nin faaliyete geçtiği ilk yıllarda alım satım işlemleri alıcı ve satıcının fiziken hazır olduğu mekanda yapılırdı. Alım ve satım emirlerinin ilgili hisse senedinin tahtasından takip edildiği bu yapıda işlemler fazlasıyla yavaş olmaktaydı.

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda, 3 Aralık 1993 tarihinde kısmen uygulanmasına başlanılan elektronik alım satım sistemi, 21 Kasım 1994 tarihinde tamamlanmış ve tüm hisse senetleri elektronik ortamda işlem görmeye başlamıştır. Sistem, borsa üyelerinin hisse senetleri, borsa yatırım fonu katılım belgeleri ve rüçhan hakkı kuponlarında alım-satım yapmalarına imkân sağlamaktadır. Hisse senedi işlemleri biri sabah diğeri öğleden sonra olmak üzere iki ayrı seansta yapılmaktadır. Elektronik alım satım sistemi işlem hızını ve günlük işlem hacmini önemli ölçüde artırmıştır. Sistem üzerinde yürütülen çalışmalar neticesinde 31 Temmuz 2000 yılında uzaktan erişimde ilk işlem gerçekleştirilmiştir. Ardından, 4 Ocak 2002 tarihinde sistem ile üyelerin merkezi sistemlerini elektronik bir altyapı, iletişim protokolü ve kullanım yöntemi aracılığıyla bağlayan, üyelerin bu yapı vasıtasıyla emir işlemlerini (emir giriş, emir düzeltme, emir bölme, emir iptal, emir durum sorgusu fonksiyonlarını) elektronik ortamda yürütebilmelerini sağlamak için oluşturulmuş bir mesajlaşma arayüzü olan ExAPI (Express-API) devreye alınmıştır (İMKB İnternet Sitesi, Tarihsiz).<sup>1</sup>

Disketle emir gönderimi, sadece elektronik emir iletimi sırasında mümkün iken Ex-API yöntemi kullanılarak emir iletimi ise, hem elektronik emir iletimi sürecinde hem de üye temsilci terminalleri aracılığıyla emir gönderimi sürecinde, yani tüm seans süresi içerisinde mümkün olabilmektedir (Küçükkocaoğlu, 2005). ExAPI yoluyla borsa işlemlerinin uzaktan erişimle gerçekleştirilmesi aracı kurumların faaliyet akışını önemli ölçüde etkilemiştir.

Aracı kurumların işlem hızları yükselirken, işlem maliyetleri azalmıştır. Sektörel rekabetin ve teknolojik yatırım maliyetlerinin artmasına<sup>2</sup> neden olan elektronik finans uygulamaları aynı zamanda alım satım işlemine yönelik öncelik kurallarının daha etkin uygulanmasını kolaylaştırmıştır.

Uzaktan erişimin yeni halkası olarak internet üzerinden yapılan borsa işlemlerinin artması da bahsedilen yararları pekiştirici olmaktadır. Bu kapsamda aracı kurumlar sektöründe 2006 ve 2007 yıllarında hisse senedi işlemlerinin sırası-

1 Elektronik emir iletimi kapsamında ExAPI'den önce disketle emir iletimi uygulamaya konulmuştur. Söz konusu sistem uzaktan erişim sistemine geçilmesine kadar ara bir çözüm olarak geliştirilmiştir. Disketle emir iletimi ilk olarak 28.04.2000 tarihinde sadece birinci seansı kapsayacak şekilde yürürlüğe girmiş, ardından yeni bir düzenlemeyle birlikte 13 Ağustos 2001 tarihinden itibaren ikinci seansı da kapsayacak şekilde düzenlenmiştir (Küçükkocaoğlu, 2005).

2 2000-2005 döneminde Türk sermaye piyasalarında faaliyet gösteren aracı kurumların hisse senedi alım satımlarına ilişkin etkinliklerini inceleyen Aktaş ve Kargın (2007), önemli bir kısmının ölçeğe göre azalan getiriye sahip olduğunu değerlendirdikleri aracı kurumların etkinlik değerinin aşağı doğru bir eğilim içinde olduğunu ve bunun bir nedeninin de bu dönemde aracı kurumların teknoloji yatırımlarını arttıran on-line hizmet sunmaya başlamalarının olduğunu belirtmiştir.

la % 6,8'i ve % 7'si internet kanalıyla yapılmıştır. 2007 yılında internet kanalıyla hisse senedi işlemlerine ilişkin hizmet veren 67 aracı kurum varken, DİBS'de 11, vadeli işlemlerde ise 22 aracı kurum bulunmaktadır. Vadeli işlemlerin artışı, internet hizmeti sunan kurum sayısının artması rol oynamıştır (TSPAKB, 2008).

Öte yandan elektronik imza uygulamasının yaygınlaşması ile birlikte, internet işlemlerinin hukuksal sağlamlığının ve bu işlemlerden doğan belge kalitesinin de gelişmesi beklenmektedir.

#### 4.4. Yeni Ürün ve Faaliyet Sahaları

Türk aracı kurumlar sektöründe yeni ürün ve faaliyet sahalarının yaygın biçimde ortaya çıktığını söylemek güçtür. Bununla birlikte zaman içinde çeşitli gelir artırıcı yöntemlerin denendiğini de belirtmek gereklidir. Bu kapsamda bazı aracı kurumların merkez dışı örgüt ağını büyütmesinin, VOB'un faaliyete geçmesi ile birlikte vadeli işlemlerin artmasının ve son olarak da forex işlemlerindeki artışın komisyon gelirlerinde görece bir artışa neden olduğu söylenebilir.

#### 5. Aracı Kurumların Yakın Geleceği: AB Mevzuatı ve MiFID'in Etkileri

Finansal piyasalara yönelik AB düzenlemeleri esas itibarı ile, Avrupa finansal piyasalarındaki ürün ve hizmetlerin serbestçe hareket etmesini teşvik ederek, sermayenin akışkanlığının artırılması ve bu suretle AB üyesi ülkelerdeki finansal piyasaların etkinliğinin geliştirilmesini amaçlamaktadır. Bu kapsamda, *tek pasaport ilkesi* ile, AB üyesi ülkelerdeki yatırım şirketlerinin kurulduğu ana ülkeden (home member state) alacağı izinle ev sahibi ülkede (host member state) finansal hizmetler sunabilmesi öngörülmektedir. Alemanni, Lusignani ve Onado (2006), kurucu ülkeler başta olmak üzere, AB üyesi ülkelerin finansal sistemlerinin esasen banka odaklı olması nedeniyle tek pasaport ilkesinin ilk olarak uygulandığı bankacılık direktifinden ancak 16 yıl sonra, 1993 yılında yayımlanan 93/22/EEC sayılı Yatırım Hizmetleri Direktifi ile (YHD/Investment Services Directive-ISD) menkul kıyım piyasalarına uygulandığını belirtmektedir.

Ülkemizin AB'ye tam üyeliği uzak bir hedef gibi görünmektedir. Ancak, Türk sermaye piyasası mevzuatının Avrupa Birliği müktesebatı ile uyumlu hale getirilmesine yönelik çalışmaların sürüyor olması, AB mevzuatının aracı kurumlar mevzuatına yönelik etkilerinin analiz edilmesini zorunlu kılmaktadır. Ülkemizde faaliyet gösteren aracı kurumların faaliyetlerini etkileyecek başlıca AB düzenlemeleri şunlardır;

*Faaliyet sahalarına yönelik temel düzenlemeler; 2004/39/EC sayılı Finansal Araç Piyasaları Hakkındaki Direktif (FAPHD/Markets in Financial Instruments Directive/MiFID),*

- *Sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemeler*; Kredi Kuruluşlarının Faaliyetlerinin Başlatılması ve Sürdürülmesi Hakkında 2006/48/EC sayılı Direktif ve Yatırım Şirketleri ve Kredi Kuruluşlarının Sermaye Yeterliliği Hakkında 2006/49/EC Sayılı Direktif,
- *Takas ve finansal teminatlara ilişkin düzenlemeler*; Menkul Kıymet Takas Sistemleri ve Ödemelerde Mutabakat Kesinliğine İlişkin 19 Mayıs 1998 tarih ve 98/26/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi ve Finansal Teminat Düzenlemelerine İlişkin 6 Haziran 2002 tarih ve 2002/47/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifleri,
- *Yatırım tavsiyelerine yönelik düzenlemeler*; 2003/125/EC sayılı Yatırım Tavsiyelerinin Dürüst Sunumu ve Çıkar Çatışmalarının Kamuya Açıklanmasına İlişkin Direktif.

Yukarıda yer alan AB direktifleri arasında, sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemeler ile birlikte, aracı kurumların faaliyetlerini en fazla etkileyecek olan direktif finansal araç piyasalarını düzenleyen FAPHD'dir. YHD yerine getirilen FAPHD; Seviye I ve buradan alınan yetki çerçevesinde ihdas edilen Seviye II düzenlemelerinden oluşmaktadır. Seviye I gereğince FAPHD yayımlanmıştır. Seviye II gereğince de söz konusu direktifin uygulama ilkelerini içeren direktif ve düzenlemeler de 2006/Temmuz'da yayımlanmıştır.<sup>1</sup>

Esasen sermaye piyasası işlemleri üzerinde yoğunlaşan ve AB üyesi ülkeler için Avrupa borsalarına erişime yönelik engelleri kaldırmayı amaçlayan YHD, AB'de ulusal ölçekli menkul kıymet düzenlemelerinin birbirleriyle uyumlu kılınmasını ve yatırım şirketlerinin tek izin ile AB üyesi ülkelerde yatırım hizmeti sunabilmesini amaçlanmaktaydı. Teknolojik gelişmelerin düzenlenen piyasalar ve yatırım şirketleri arasındaki sınırı aşındırması ve alternatif işlem platformlarının gelişmesi karşısında YHD düzenlemelerinin de gözden geçirilmesi zorunluluğu doğmuştur. FAPHD, finansal piyasalarda yaşanan hızlı değişikliklere kolaylıkla uyum sağlayabilmek amacıyla esnek ve yeniliği teşvik edecek biçimde hazırlanmıştır. Direktif aynı zamanda belli bir ölçüde yatırımcının korunmasını ve sistemik riskin asgariye indirilmesini de amaçlamaktadır. Direktif, ihracıların belli bir piyasadan değil "Avrupa'dan" finansman sağlamasını temin etmek amacıyla Avrupa finansal piyasasını; rekabetçi, entegre ve etkin kılmayı öngörmektedir (Davies, Dufour ve Quinn, 2006 ve Alemanni, Lusignani ve Onado, 2006).

FAPHD, sermaye piyasası işlemlerinin düzenlenmiş piyasalarda yapılmasının şartlarını belirlerken, düzenlenmiş piyasaların; işlem, kamuyu aydınlatma ve bütünlük altyapısını daha da geliştirmeyi amaçlamaktadır. FAPHD'nin yasalaşma süreci yoğun siyasi çekişmelere sahne olmuş ve yaklaşık iki yıl almıştır (Ferrari ve Recine, 2006). FAPHD'de yer alan önemli düzenlemeler izleyen alt bölümlerde incelenmektedir.

1 <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/07/439&format=HTML&aged=0&language=EN> (Erişim Tarihi: 12.01.2008).

### 5.1. Finansal Aracıların Kapsamının Genişletilmesi

Çok taraflı işlem platformları (MTF/multilateral trading facility), bireysel yatırımcılar ve yatırım şirketleri gibi çoklu tarafların alım ve satım işlemi yapmasını temin eden sistemlerdir.

Hisse senetleri, bono ve türev araç gibi finansal araçların çoklu alıcı satıcı grupları arasında alım satımını sağlayan söz konusu sistemler, yatırım şirketi veya piyasa işleticisine (market operator) ait çarpraz ağlar veya eşleştirme motorları yardımıyla çalışmaktadır. Söz konusu platformlar çeşitli piyasalarda likit ikincil piyasası olan hisse senetlerinde işlem yapma eğilimi göstermektedir. Söz konusu işlem platformlarının Avrupa sermaye piyasalarındaki işlem payı hızla büyümektedir. Nitekim 2007/Ekim’inde % 20 olan piyasa payı 2009 yılı başında % 40 lara ulaşmıştır. Ayrıca 2009/Nisan itibarı ile platformların toplam işlem hacmi 1,3 trilyon euro olarak gerçekleşmiştir (IFSL, 2009).

**TABLO 4: Avrupa Hisse Senedi Piyasalarında İşlem Platformlarının Piyasa Payı (2009/Nisan)**

Kurum Adı	Toplam İşlem Hacmi (milyar euro)	Piyasa Payı (%)
Markit BOAT	355	27
LSE Group	296	23
Euronext	129	10
Deutsche Boerse	97	7
Euronext (OTC)	93	7
Spanish Markets	65	5
CHI-X	59	4
Spanish Markets	56	4
Nasdaq OMX Nordic	48	4
SWX Europe	29	2
Xetra OTC	14	1
Diğer Kurumlar	73	6
<b>Toplam</b>	<b>1,314</b>	<b>100</b>

Kaynak: Thomson Reuters’den naklen aktaran: IFSL (2009).

FAPHD sermaye piyasalarındaki alım satımına yönelik hizmetlerin; düzenlenen piyasalar, çok taraflı işlem platformları olarak belirlenen alternatif işlem sistemleri ve sistematik içselleştiriciler tarafından sunulabileceğini öngörmektedir.

*Yoğunlaşma Kuralı ve Rekabetçi İşlem Biçimleri*; Bu kapsamda Direktif, kendinden önceki YHD’de yer alan ve perakende yatırımcıların emirlerinin sadece düzenlenmiş bir piyasada gerçekleştirilmesini öngören yoğunlaş-

ma kuralını<sup>1</sup> kaldırmak suretiyle işlemlerin temel piyasa merkezlerinin yanında alternatif işlem sistemlerinde ve yatırım bankaları nezdinde de yapılmasına olanak tanımaktadır. Diğer bir deyişle, YHD’de yer alan yoğunlaşma kuralı sermaye piyasası işlemlerinin merkezi bir piyasada yapılmasını öngörürken, çoklu işlem platformlarına ve içselleştirmeye dayalı piyasalarda işlemlerin rekabetçi piyasalarda gerçekleştirilmesi düşüncesi bulunmaktadır (Davies, Dufour ve Quinn, 2006).

*Sistemik içselleştirme*; FAPHD’nin en uzun ve tartışma götüren maddelerinin başında sistemik içselleştiricilerin yükümlülüklerinin yer aldığı 27 nci madde gelmektedir. Anılan madde ile yatırımcıların likit hisse senetlerine yönelik işlemlerini, düzenlenen piyasalar veya bir MTF dışında, kendi portföylerine dayalı olarak (sistemik içselleştirme) organize ve sistemik olarak sürdüren yatırım kuruluşları *sistemik içselleştirici* olarak tanımlanmıştır. Kurum içi eşleştirme (in-house matching) ile eşanlamda kullanılan ve Almanya ve İngiltere’de tipik olarak uygulanan, sistemik içselleştirme; mevcut piyasa fiyatından kötü fiyat verilmemesi kaydıyla, broker-dealer’ın müşteri emirlerini kendi hesabından karşılaması veya bu emirleri kendi içinde eşleştirmesi anlamına gelmektedir. Bu kapsamda, FAPHD’nin 4 (7) maddesinde, sistemik içselleştiricinin, düzenlenen piyasa veya MTF dışında organize, sık ve sistemik olarak müşteri emirlerini kendi hesabına gerçekleştiren yatırım şirketi olduğu belirtilmektedir (Davies, Dufour ve Quinn, 2006).

Olumlu ve olumsuz yönleri<sup>2</sup> literatürde tartışma konusu edilen içselleştirme, Direktif ile birlikte, ABD’de olduğu gibi, AB’de de sermaye piyasası işlemlerinin hukuken yapılabileceği sahalardan biri olarak kabul edilmiştir. İçselleştirmeye yönelik eleştirilerin başında, piyasaların farklı işlem platformlarında bölüntülenmesinin doğurabileceği olumsuz sonuçlar,<sup>3</sup> işlem öncesi bilgi şeffaflığının yetersiz olması ve zaman önceliği kuralına uyulmayabileceği gibi hususlar gelmektedir. Öte yandan, içselleştirmeyi savunanlar ise, işlemlerin farklı kanallardan yapılabilmesinin rekabeti ve fiyat etkinliğini artıracaklarını ve kısa dönemde fiyat oynaklığının azalacağını savunmaktadır (Davies, Dufour ve Quinn, 2006).

1 Yoğunlaşma kuralı özellikle Kıta Avrupası’nda yer alan ulusal borsaların kendini savunma aracı olarak kullanılırken, Londra piyasası gibi piyasa pratiği diğer Avrupa ülkelerinin önünde olan bir piyasaya sahip olan İngiltere’de bu kural uygulanmamıştır. Bu kapsamda, YHD döneminde, yatırım araçlarının en iyi işlemi gerçekleştirilmesinin ön şartı olarak; sermaye piyasası işlemlerinin düzenlenmiş bir piyasada gerçekleştirilmesine yönelik yoğunlaşma kuralı Fransa, İtalya ve İspanya gibi üye ülkelerde uygulanmıştır. Buna karşılık, İngiltere gibi bazı AB üyesi ülkeler ise, müşteri emirlerinin borsa dışı veya içselleştirme yoluyla yapılması konusunda yatırım araçlarını serbest bırakmıştır (Ferrari ve Recine, 2006).

2 İçselleştirmenin olumlu ve olumsuz yönleri hakkındaki tartışmalar için bkz. Ferrari ve Recine (2006).

3 Sermaye piyasası işlemlerinin borsalar ve finansal kurumlar arasında gerçekleştirilmesine yönelik rekabeti yansıtan, piyasa bölüntülenmesi (market fragmentation), aynı menkul kıymetin birden fazla işlem platformunda işlem görmesidir (Alemanni, Lusignani ve Onado, 2006). Piyasa dışı menkul kıymet işlemlerinin (off market securities trading) piyasalardaki likiditeyi (piyasanın etkinliğini) bozabileceği, işlemlerin şeffaflığını (yatırımcının korunmasını) azaltabileceği tartışma konusu edilmektedir (Köndgen ve Theissen, 2006). Öte yandan, piyasa bölüntülenmesini savunan kesim ise piyasada işlem gerçekleştirilmesine yönelik rekabetçi yapının geliştirilmesinin etkinliği artıracaklarını savunmaktadır.

*İşlem Süreçlerindeki Etkinliğin Artırılması*; Direktif sistematik içselleştirici olarak yapılan işlemlerden kaynaklanabilecek sorunları gidermek üzere en iyi işlem (best execution) ve işlem ve kotasyonlara yönelik işlem öncesi ve işlem sonrası kamuyu aydınlatma düzenlemeleri öngörmüştür.

## 5.2. İşlem Konusu Finansal Araçların Kapsamının Genişletilmesi

Direktif ile, emtiaya dayalı türev ürünler finansal ürün olarak kabul edilmiştir. Aşağıda da incelendiği üzere, FSA (2006c), Direktif'in işlem konusu finansal araçlar kategorisinde getirdiği yenilikler karşısında İngiliz Hazinesi'nin dahi türev araç tanımını değiştirmek zorunda kalacağını belirtmektedir. Türk aracı kurumlar mevzuatını değiştirmesi olası görünen FAPHD'de öngörülen esas ve yardımcı faaliyet konuları ile finansal araçlar üzerinde daha ayrıntılı olarak durmakta fayda vardır. Direktif'in 2 inci maddesi gereğince; Direktif kapsamındaki yatırım hizmetleri ve faaliyetleri, yardımcı hizmetler ve yatırım araçları Ek/1-A/B/C bölümlerinde tanımlanmıştır.

Direktifin Ek/1-A bölümünde, yatırım hizmetleri ve faaliyetleri; bir veya daha fazla finansal araçla ilgili emir alımı ve gerçekleştirilmesi; müşteri hesabına işlem gerçekleştirilmesi; kendi nam ve hesabına işlem yapılması; portföy yönetimi; yatırım tavsiyesi; halka arza aracılık yüklenimi ve finansal araçlara ilişkin çok taraflı işlem olanaklarının sağlanmasından oluşmaktadır.

Ek/1-B bölümü uyarınca yardımcı hizmetler ise; finansal araçların saklanması ve bunlara ilişkin nakit/teminat yönetimi ile ilgili hizmetler; müşterilere kredi verilmesi; birleşme/devralma/sermaye yapılanması ile ilgili tavsiyeler verilmesi; yatırım hizmetleri ile ilgili dövizde dayalı işlemler sunulması; finansal araçlara yönelik işlemlere ilişkin yatırım araştırması ve genel nitelikli tavsiyelerde bulunulması; aracılık yüklenimi ile ilgili hizmetlere yer verilmesi ve türev araçlarla ilgili diğer hizmetlerde bulunulmasını kapsamaktadır.

Direktif'in Ek/1-C bölümünde ise yatırım araçları aşağıdaki gibi belirlenmiştir;

- Devredilebilir menkul kıymetler,
- Para piyasası araçları;

### Yatırım fonları (UCITS fonları);<sup>1</sup>

1 UCITS (Undertaking Collective Investment in Transferable Securities) terimi, ilgili AB Direktifi'nin gerekliliklerine uyan kolektif yatırım kuruluşları için kullanılmaktadır. Direktif'in öngördüğü koşulları taşımayan fonlar ise "non-UCITS" olarak ifade edilmektedir. Söz konusu Direktif ilk olarak 1985 yılında düzenlenmiş, 1988 ve 2002 yıllarında ise değişikliğe uğramıştır. Son olarak UCITS III Direktifleri, 13 Şubat 2007 yılında Avrupa fon endüstrisinde uygulanmaya başlanmıştır. Direktifin başlıca amaçları şöyledir; yatırım fonlarının başka ülkelerdeki yatırımcılara sunumunu kolaylaştırmak, yatırım fonları için AB çapında uyumlaştırılmış bir yasal çerçeve oluşturmak ve yatırımcı haklarının korunmasını sağlamak (Aksoy, 2008).

- Dayanak varlığı menkul kıymet, döviz, faiz oranı/getirisi ve diğer finansal araçlara dayalı olan opsiyon, future, forward faiz oranı veya diğer türev araçlar; takası fiziksel veya nakit olarak gerçekleştirilen finansal endeksler veya finansal ölçülere dayalı türev araçlar,
- Organize bir piyasada ve/veya MTF’de yer alan emtiaya dayalı türev araçlar,
- Kredi riskinin transfer edilmesine yönelik türev araçlar,
- Fiyat farkına dayalı sözleşmeler,
- Organize piyasa veya MTF’de olup olmadığına, takas işlemlerinin kabul edilen bir kurumda yapılıp yapılmamasına veya teminat tamamlama çağrısı gibi unsurlarının olup olmamasına bakılmaksızın; takas edilebilir iklim değişiklikleri, taşıma ücretleri, enflasyon oranı vb. resmi istatistiklere dayalı türev araçlar ile varlıklar, yükümlülükler, haklar gibi konulara dayalı olarak düzenlenen her türlü türev araçlar.

### 5.3. Yatırım Hizmetlerinin Sunulması Altyapısı

Direktif’te yatırım hizmetlerinin sunulmasına yönelik olarak yatırım şirketlerinin çıkar çatışmasının belirlenmesi ve yönetilmesi, müşteri varlıklarının korunması, belge kayıt sisteminin ve iç kontrol sisteminin etkin çalışması, şubeler ile iletişimin sağlıklı olması, dışarıdan hizmet alımı ve genel olarak risk yönetimine yönelik konularda örgütsel yeterliliğin güçlendirilmesi öngörülmüştür. Ayrıca, düzenleyici ve denetleyici kurumların Direktif ile öngörülen yükümlülüklerin gereği gibi uygulanıp uygulanmadığını kontrol etmesi gerekmektedir. Öte yandan, Direktif ile yatırım tavsiyesi sunulmaksızın sadece alım satım faaliyetlerinde bulunulması hizmetinin kapsamı da belirlenmiştir. Bu çerçevede karmaşık olmayan finansal araçlarda, yardımcı hizmetlerin sunulup sunulmamasına bakılmaksızın emir icrası ve/veya emir alınması/iletimi ilgili uygunluk şartlarını yerine getirmek kaydıyla mümkün kılınmıştır. Direktif ile ayrıca “MTF” yatırım hizmet ve faaliyetleri kapsamında tanımlanmış ve MTF faaliyetlerinin dürüst ve düzenli olarak yapılmasına yönelik yükümlülükler öngörülmüştür (FSA, 2006c).

### 5.4. İşlemlerde Şeffaflığın Artırılması

Direktif’te yer alan finansal piyasalarda etkinliğin artırılmasına ve yatırımcıların korunmasına yönelik diğer bir düzenleme grubu ise şeffaflığın artırılmasına yönelik düzenlemelerdir. Bu kapsamda FAPHD, düzenlenen piyasalarda, MTF’lerde, sistematik içselleştiricilerde ve tezgâhüstü piyasa işlemlerinde, “işlem öncesi şeffaflık”ın (madde 27, 29 ve 44) ve “işlem sonrası şeffaflık”ın (madde 28, 30 ve 45) artırılmasına yönelik düzenlemelere yer vermiştir.<sup>2</sup> Bölüntülenme ve içselleştirmeden kaynaklanabilecek olum-  
 2 İşlem öncesi kamuyu aydınlatma ve işlem sonrası kamuyu aydınlatma kurallarının lehinde ve aleyhindeki görüşler için bkz. Davies, Dufour ve Quinn (2006).

suzlukların giderilmesi amacıyla, ABD uygulamaları dikkate alınmak suretiyle geliştirilen, söz konusu kamuyu aydınlatma uygulamalarının işlem platformları arasında karşılaştırma yapılmasını sağlamak gibi bir amacı da bulunmaktadır. Öte yandan, Direktif'e tabi yatırım şirketlerinin yetkili otoritelere ve yatırımcılara kamuyu aydınlatmada bulunması da Direktif ile zorunlu tutulmuştur.

### 5.5. Yatırımcıların Korunması

FAPHD yatırımcıların korunmasına yönelik önemli düzenlemelere yer vermiştir.

*Yatırımcıların Sınıflandırılması;* Müşteriler; profesyonel müşteriler, bireysel müşteriler (perakende yatırımcılar/müşteriler) ve karşı taraf olabilecekler (eligible counterparty) olarak sınıflandırılmıştır. Profesyonel müşterilere karşı kendilerini koruyabilecek ölçüde bilgili ve donanımlı olduğu varsayımıyla, finansal kurumlar ve merkez bankaları gibi kurumlara karşı daha esnek bir yaklaşım benimsenirken; tecrübe, bilgi ve sofistیکasyonu daha az olan bireysel müşterilere yönelik olarak yatırımcının korunması ilkesine daha fazla önem verilmiştir. FSA (2006a: 6), karşı taraf olabilecek yatırım şirketleri, kredi kuruluşları, UCITS ve bunların yönetim şirketleri ve diğer şirketlere yönelik düzenlemelerin hafif olduğunu belirtmektedir.

*En İyi İşlem, Çıkar Çatışmasının Önlenmesi, Müşteri Varlıklarının Korunması ve İletişim;* FAPHD, bölüntülenmiş piyasa yapısında işlem yapan yatırımcıları korumak için çeşitli düzenlemelere yer vermiştir. Direktif'te yatırımcılar adına yapılan işlemlerde farklı işlem kanalları içinde yatırımcının menfaatinin, fiyat, maliyetler, işlemin ve takasın gerçekleşmesi ve diğer hususlar dikkate alınarak (FSA, 2006b: 3), en fazla koruyan işlem biçiminin hayata geçirilmesi (madde 21, 22 ve 25) ve yatırım şirketlerinin çıkar çatışmasını önlemek için gerekli tedbirlerin alınması öngörülmüştür (madde 13, 18 ve 19).

Ayrıca belge-kayıt-raporlama sistemi ve saklamacı kuruluşlara yönelik olarak Direktif'te yer alan düzenlemeler de yatırımcının korunmasına yöneliktir. Bu kapsamda yatırım şirketlerinin özellikle iflas koşullarını dikkate alarak bilgi sistemlerinde müşteri varlıklarını koruyacak tedbirleri alması gerekmektedir.

Öte yandan, Direktif gereği pazarlama iletişimleri (marketing communication) dahil yatırımcılarla kurulan bütün iletişimlerin dürüst ve açık olması ve yanıltıcı olmaması gerekmektedir.

### 5.6. Olumlu ve Olumsuz Yönleri

Avrupa finansal piyasalarının birbirine yaklaşmasındaki hızın beklenenin altında olduğu genel olarak kabul edilmektedir (Alemanni, Lusignani ve Onado, 2006). YHD sermaye piyasalarının yakınlaşma süreci üzerin-



de olumlu etkiler yaratmıştır. FAPHD'nin de bu sürece olumlu bir ivme kazandıracığı düşünülmektedir. Nitekim, ülkemiz aracı kurumlar mevzuatı ve FAPHD karşılaştırıldığında hizmet ve ürün çeşitliliğinin Direktif lehine bazı imkânlar içerdiği görülmektedir. Bununla birlikte, FAPHD'ye yönelik eleştiriler beklenen faydalar hakkında soru işareti doğuran unsurların ipuçlarını vermektedir.

Alemanni, Lusignani ve Onado (2006), Avrupa'da yaşanan sınır ötesi birleşme ve işbirliklerine karşın, sermaye piyasası işlemlerinde evsahibi ülke borsasının önemli bir gücünün olduğunu, sermaye piyasalarındaki fiyatların çeşitli ülkeler için önemli farklılıklar gösterebildiğini ve en önemlisi AB'deki düzenlemeci anlayışın ayrıntılı ve piyasaların gelişmesine engel teşkil edecek biçimde tasarlandığını belirtmektedir.

Ferrari ve Recine (2006) de, ABD'deki düzenlemelerle kıyaslandığında FAPHD'nin en iyi işlem ve içselleştirmeye yönelik kamuyu aydınlatma hakkındaki düzenlemelerinin fazla ayrıntılı olduğunu, yeni yapının içselleştirmenin daha az kamuyu aydınlatma ile uygulandığı (İngiltere gibi) ülkelerde işlem maliyetlerini artırıcı olabileceğini ve dolayısıyla Direktif'in Avrupa sermaye piyasalarını, Lamfalussy yapısıyla<sup>1</sup> öngörülen esnek yapıya ulaştırmasının güç olduğunu belirtmektedir. Köndgen ve Theissen (2006) ise, Direktif'te yer alan aktif içselleştiricinin piyasa yapıcı gibi hareket ettiğinin varsayılmakla birlikte, fiyatlarını düzenlenmiş bir piyasadan alan içselleştiricinin perakende ve profesyonel yatırımcılar arasında fiyat farklılaştırmasına gidebilmesindeki mantığın tartışmalı olduğunun altını çizmektedir.

**TABLO 5: Referans Data Otomasyon Harcamalarını Yönlendiren Düzenleme Yükümlülükleri (2007) (%)**

	Küresel Sonuçlar	Kuzey Amerika	Merkez ve Güney Amerika	Batı Avrupa	Merkez ve Doğu Avrupa	Bağımsız İngiliz Milletler Topluluğu Devletleri	Orta Doğu ve Afrika	Asya ve Asya Pasifik
MIFID	49	25	48	13	8	26	36	68
Basel II	59	73	78	87	75	68	42	57
SOX	27	25	18	27	8	5	49	21
UCITS III	12	8	10	0	0	0	12	15
Diğer	5	10	5	0	0	0	6	4

**Kaynak:** AIM (2007).

1 Lamfalussy yapısı bir düzenleme yaklaşımıdır. Avrupa Konseyi'nin talebi üzerine Akil Adamlar Komitesi'nin Baron Alexander Lamfalussy'nin başkanlığında hazırladığı düzenleme yaklaşımına göre AB üyesi ülkelere düzenlemenin dört aşaması bulunmaktadır. Birinci seviye düzenlemede çerçeve düzenlemelerin yer aldığı direktifler/düzenlemeler Avrupa Parlamentosu ve Avrupa Konseyi'nde karara bağlanmaktadır. İkinci seviye düzenlemede birinci seviyeye yönelik teknik düzenlemeler yapılmaktadır. Üçüncü seviyede uygulanması zorunlu olmayan bir rehber yayınlanabilmekte ve dördüncü (ve son) seviyede ise AB üyesi ülkelerin iç mevzuatına dönüşmüş düzenlemelerin uygulanması ve yaptırım gözetim konusu edilmektedir. FAPHD için İlk Seviye 2004 yılında uygulanmıştır (<http://europa.eu/rapid/press-ReleasesAction.do?reference=MEMO/06/57&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>, Erişim Tarihi: 16.09.2008).

Öte yandan FAPHD, Basel II ve SOX gibi küresel ölçekte yükümlüklere uyum maliyetleri doğurmaktadır. AIM (2007: 26-70) tarafından % 63'ü banka, % 13 ü varlık yöneticisi, % 5 i broker-dealer ve % 3 ü sigorta şirketinden oluşmak üzere 65 ülkede 412 kurumla yapılan ankete göre; 2007 yılı itibarı ile finansal kurumların arka ofis otomasyon sistemleri (referans veri üretimi ve bilgi teknolojileri) yatırımlarında ağırlık noktası, uygulamaya konulan Basel II'den FAPHD'ye kaymıştır. Buna göre, 2006 yılında finansal kurumların veri üretimindeki yönlendirici unsurlar arasında % 9'luk ağırlığı olan FAPHD, 2007 yılında % 49'luk bir ağırlığa ulaşmıştır. Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere, 2007 yılı itibarı ile Basel II, SOX ve UCITS III için yapılan harcamalar küresel bağlamda toplam arka ofis harcamalarında sırasıyla %59, % 27 ve % 12 lik yönlendirici paya sahip olmuştur. MiFID'in etkisi sadece Avrupa ülkeleri ile sınırlı değildir. Öyle ki Merkez ve Güney Amerika ülkelerinde finansal kurumların arka ofis otomasyonunda FAPHD % 48 oranında maliyet yaratan unsur olarak kabul edilmektedir.

2008 yılı itibarı ile anket katılımcılarının Basel II, FAPHD ve SOX için belirttikleri harcamaları yönlendirme oranları ise sırasıyla % 61, % 49 ve % 23 olarak gerçekleşmiştir (AIM, 2009).

## 6. MiFID'in Çevrime Etkisi ve Düzenleme Ekonomisi

FAPHD'nin felsefesi, perakende yatırımcının haklarını koruyarak, birbiriyile çatışan konularda bir denge arayışını (piyasa etkinliğinin sağlanmasında yoğunlaşma kuralının mı, bölüntülenmiş piyasa yapısının mı daha etkin olduğunun tartışılması) ortaya koymaktır (Köndgen ve Theissen, 2006).

Açıktır ki bu tartışmanın ağırlıklı olarak hisse senedi ve DİBS işlemlerinde yoğunlaşmış, alternatif işlem kanallarının bulunmadığı ve türev işlemlerle yeni tanışan ülkemiz sermaye piyasaları ile doğrudan bir ilişkisi bulunmamaktadır.

AB sermaye piyasalarının geliştirilmesini hedefleyen söz konusu Direktif'in, AB üyeliği sürecindeki bir ülke olarak ülkemiz mevzuatına adapte edilmesi sektörel gelişime ivme kazandırabilecek midir?

Aracı kurumlar sektörünü ilave ürün ve işlem biçimleri ile tanıştırmak ve yatırımcıların korunması gibi sahalarda kısmi yararları olabileceğini değerlendirdiğimiz ve asıl amacı AB üyesi ülkelerdeki sermaye piyasalarındaki etkinliği artırmak olan Direktif'in Türk aracı kurumlar piyasasında devrim niteliğinde değişikliklere yol açacağını beklememiz doğru değildir. Öte yandan FAPHD'nin sektörün gelir ve gider akımları üzerindeki muhtemel etkisi incelendiğinde ise; mevcut faaliyet sahalarına ilave olabilecek ve sektörün bütünü için önemli ölçüde gelir akımlarını doğurabilecek yeni faaliyet sahalarını hayata geçirmede, sektördeki mevcut rekabetçi yapıyı yeni oyunculara açmadığı/mevcut oyuncuların hak ve yetkilerini kısıtlamadığı ve sektörün işlem maliyetlerini önemli ölçüde artıran/azaltan yönlerinin bulunmadığı görülmektedir.

Dolayısıyla ana hatlarından anlaşıldığı kadarıyla, FAPHD'nin aracı kurumlar mevzuatına adapte edilmesinin aracı kurum çevrimini yönlendiren birincil etkenler benzeri bir etki yapması güç görünmektedir. Diğer bir deyişle; FAPHD kapsamında yapılabilecek mevzuat değişikliklerinin zaman içinde aracı kurum çevriminde etkili olan; finansal kriz ve baskı dönemleri, aracı kurumlar sektörüne yeni giriş olanaklarındaki değişimler, bankalara aracı kurum kurulması zorunluluğunun getirilmesi ve yabancıların aracı kurum satın almaları ve sektörel dönüşümü etkileyen; sektörel maliyetler ve resmi disiplin yapısındaki değişimler; komisyon oranlarındaki değişimler; teknolojik gelişmeler ve yeni ürün ve faaliyet sahalarının ortaya çıkmasının neden olduğu doğrudan/dolaylı etkileri yaratması güç görünmektedir.

Düzenlemenin ne zaman, nasıl ve hangi içerikte yapılması gerektiğini açıklamaya yönelik geniş bir finansal yazın bulunmaktadır. Fikir vermek açısından bazı yazarların düzenlemenin gerekçesi hakkındaki görüşlerini kısaca gözden geçirebiliriz. Cecchetti (1999) düzenlemeyi haklı çıkaran; tüketicinin korunması, sistemik riskin azaltılması ve açık veya örtülü hükümet garantilerinden kaynaklanan ahlaki riskin (istismar riskinin) azaltılması olmak üzere üç önemli gerekçenin bulunduğunu belirtmektedir. Llewellyn (2000), düzenlemenin son tahlildeki amacının sistemik istikrarın ve tüketicilerin korunması olduğunu belirtmektedir. Yazar ayrıca, düzenlemenin yokluğunda ortaya çıkan optimal olmayan sonuçlar, tüketici refahının azalmasından kaynaklanan piyasa mükemmeliyetsizlikleri ve piyasa başarısızlıklarının ortadan kaldırılmasının düzenlemenin gerekçesini teşkil ettiğini vurgulamaktadır.

Toplumsal refahın artırılması, gelir dağılımındaki adaletsizliklerin giderilmesi ve özel sektörün kaçındığı hizmetlerin üstlenilmesi gibi amaçlarının yanında kamu müdahalesini kışkırtan başlıca güdü piyasa başarısızlıkları ile mücadele edilmesidir. Sermaye piyasalarında yapılan düzenlemelerin başlıca rasyoneli piyasa başarısızlıklarının asgariye indirilmesi suretiyle piyasanın etkin işleyişinin temin edilmesi, sermaye formasyonunun desteklenmesi ve yatırımcıların korunmasıdır.

Geniş bir açıdan bakılırsa her düzenleme ucundan kıyısından bu amaçların biri veya birkaçı ile kısmen de olsa örtüşebilir. Çözülen sorunun büyüklüğü veya etkinlikte gerçekleşen artış düzenlemenin başarısını belirleyen başlıca etkenlerdir. Bu koşullar altında FAPHD'nin belli kurallarının aracı kurumlar mevzuatına adapte edilmesi yukarıda bahsedilen temel düzenleme gerekçeleri ile tam bir uyum sergilememektedir. Bu durum ise FAPHD'nin mevzuata adapte edilmesi nedeniyle ortaya çıkabilecek faydaların sınırlı olabileceğini göstermektedir. Aslında bu yargıyı sektörel gelir/gider akımları üzerinde niteliksel sonuçlara neden olmayan, düzenleme akımlarının önemli bir kısmını teşkil eden, çoğu düzenlemenin sonuçları açısından da ileri sürebiliriz.

Aracı kurumlar sektörü özellikle 1990'ların ikinci yarısından bu yana sayısal olarak görece bir gerileme içindedir. Sektörde gözlenen bazı gelişmeler ise geleceğe dönük ümit yaratabilmektedir.

Bu kapsamda, 2000-2001 krizi sonrasında görülen yabancıların aracı kurumlara yönelik doğrudan yatırımlarındaki büyük sıçramanın; sektöre ilave sermaye, teknoloji ve yeni yatırımcı ilişkileri ağı getirmesi olumlu gelişmeler olmakla birlikte, yabancıların yarattığı piyasa dinamiğinin ekonomik istikrarsızlık ve sermaye piyasalarının az gelişmişliğine bağlı sorunları çözmesini beklemek kuşkusuz gerçekçi değildir. Dolayısıyla söz konusu gelişmenin sektörel gelişme üzerindeki uzun vadeli etkilerini değerlendirmek için henüz erken olsa da; yabancı akınının 1990'ların ikinci yarısından bu yana gözlenen sektörel daralmayı tersine çevirecek bir dinamiği harekete geçirme potansiyelinin mevcut koşullarda sınırlı olduğu düşünülmektedir.

Düzenleme ve sektörel gelişim ilişkisine bakıldığında aynı görüşlerin, aracı kurumlar mevzuatında ortaya çıkan düzenlemeler ve muhtemel düzenleme sahaları için de ileri sürülmesi mümkündür. Bu bağlamda aracı kurumlar mevzuatında, aracı kurumlar sektörünün çevrimi üzerinde birinci derecede etkili olan son düzenleme sistematüğünü 1996 yılındaki banka aracı kurumlarının kurulması teşkil etmektedir (bkz.3.3). Bunun dışında yeni düzenlemeler nedeniyle ortaya çıkan etki, aracı kurum sayısındaki değişimi etkileme bağlamında, genel olarak sınırlı maliyet/fayda doğurucu (ikincil derecede etkili) mahiyettedir. Benzeri gözlemi, FAPHD'den mevzuata aktarılacak unsurların sonuçları açısından da yapmam mümkündür.

## 7. Aracı Kurumlar Sektöründe Asıl Fark Yaratacak Gelişmeler

### 7.1. Birleşme ve Devralma, Yüklenim ve Danışmanlık Faaliyetleri

Yatırım bankacılığında faaliyetler çerçevesinde evrilen üç aşama bulunmaktadır. İlk aşamayı temsil eden klasik yatırım bankacılığında "yüklenim" yoluyla finansal olmayan şirketler ve hükümetler için menkul kıymet ihracına dayalı fon temini sağlanmaktadır. Yatırım bankacılığının ikinci aşamasında; kendi ve başkası hesabına işlemler; zengin bireysel müşteriye, tasarruf kurumlarına ve kapalı uçlu yatırım fonlarına/açık uçlu yatırım fonlarına yönelik fon yönetim hizmetleri ve (özsermaye ve finansal piyasalardan sağlanan fonlarla) şirket finansmanı faaliyetleri yer almaktadır. Yatırım bankacılığının üçüncü aşamasında şirket kontrolü piyasasının ve emeklilik fonlarının hızlı büyümesine dayalı faaliyetler ve türev işlemler üzerinden risk fiyatlaması ve risk transferi faaliyetleri ön plana çıkmaktadır (Gardener ve Molyneux, 1995: 2).

Yatırım bankalarının ataları JP Morgan, Lehman, Rothschild ve Warburg gibi güçlü Avrupalı ve Amerikalı ailelerin çevresinde oluşan büyük bankacılık hanedanlarıdır. Yatırım bankaları, bugün de sürdürülen, şirket yönetimine yakın, gizli ve güvenilir danışman rolünü üstlenmişlerdir. Şirketlerin üst düzey yönetimine tavsiye verme yeteneği, firmanın bağlantılarını ve etkisini gösteren (ve piyasada önemli ölçülerde ödüllendirilen) bir ölçüt olarak kabul edilmektedir (Tuch, 2006: 37).

Yatırım bankacılığı faaliyetlerinin en karlı sahalarının başında şirket finansmanı faaliyetleri gelmektedir. IFSL (2006: 9-10), 2005 yılında dünya genelinde yatırım bankacılığı gelirlerinin (% 51'lik bölümü ABD'li yatırımcı bankalarından kaynaklanmak üzere) 52,8 milyar dolar olduğunu, bu gelirin % 46'sının (24,3 milyar dolar) birleşme ve devralmalara yönelik yatırım danışmanlığı hizmetinden, % 20'sinin (10,4 milyar dolar) sabit getirili menkul kıymet yükleniminden ve % 34'ünün (18,1 milyar dolar) de hisse senedi yükleniminden kaynaklandığını belirtmektedir.

ABD'deki şirket finansmanı faaliyetlerinin (birleşme ve devralma, yeniden yapılandırma ve kaldırılacak satın almalar) artmasında, şirketlerin finansman ihtiyaçları konusunda yatırım bankalarından yaratıcı çözümler üretmelerini talep etmesinin önemli rolü bulunmaktadır. Bu gelişme nedeniyle yatırım bankaları şirket finansmanı çatısı altında; tahsisli satış, çürük bono,<sup>1</sup> kaldırılacak satın alma ile birleşme ve devralma gibi farklı sahalara yönelik uzman kişilerin istihdam edilmesine yönelmiştir (Gart, 1994: 266).

Dünyada yatırım bankaları birleşme/devralma, sabit getirili araç/hisse senedi ve kurumsal danışmanlık gelirleri sayesinde büyürken ülkemizdeki durum bu tablodan oldukça farklıdır.

## 7.2. Sektörel Gelirlerin Kompozisyonu ve Düşündürdükleri

Aşağıda yer alan tablodan anlaşılacağı üzere, aracı kurumların gelir kompozisyonunda, menkul kıymet alım satım işlemlerinden kaynaklanan net komisyon gelirleri<sup>2</sup> toplam gelirlerin ağırlıklı kısmını oluşturmaktadır.

Nitekim 2005-2008 döneminde söz konusu kalemden elde edilen gelirler toplam gelirlerin % 50'sinden fazlasını oluşturmuştur. Aracılık komisyonları dışındaki diğer ana faaliyet gelirleri ise aracı kurumlar için ikinci önemli gelir kalemi niteliğini taşımaktadır. 2008 yılındaki sektörel bilanço tasnifine göre ise toplam gelirin % 28'lik payla ikinci önemli bileşeni (eski ifadesi diğer ana faaliyet gelirleri olan) hizmet gelirleri olmuştur. Finans sektörü faaliyetlerinden gelirler ile faiz gelirlerinden oluşan, esas faaliyetlerden diğer gelirlerin payı da %18 olmuştur.

Alım-satım karları 2005-2007 döneminde azalma eğilimi göstererek toplam gelirin sırasıyla % 10,8; % 4,5 ve % 6,6'lık kısmını teşkil etmektedir. 2008 yılında ise alım satım karları bir önceki yıla göre % 0,9 oranında azalma kaydetmiştir.

1 Yüksek getirili bono veya spekülasyon bonosu olarak da anılan çürük bononun (junk bond) iki önemli özelliği vardır; ihraççının temerrüde düşme riskinin yüksek olması ve bu nedenle de piyasadaki faizden daha yüksek faizle ihraç edilmesi. Ülkemizde aktif bir finansman bonosu piyasası olmadığı için bono piyasasının alt piyasası niteliğindeki çürük bononun da piyasası bulunmamaktadır.

2 Net komisyon gelirleri, menkul kıymet işlemlerinden alınan komisyonlardan, müşterilere yapılan idareler ve acentelere ödenen paylar düşüldükten sonra, aracı kuruma kalan net rakamı göstermektedir. Net komisyon gelirine katkı yapan kalemler; hisse senedi, SGMK (sabit getirili menkul kıymet), vadeli işlem ve diğer menkul kıymet aracılık komisyonu gelirleridir. 2006 yılı itibarıyla net komisyon gelirlerinin % 95,6'sı hisse senedi komisyonlarından oluşmaktadır. 2007 sonunda 520 milyon YTL'ye ulaşan hisse senedi komisyonlarının, komisyon gelirleri içindeki payı ise %95'ten %86'ya gerilemiştir. Bu gerilemenin nedeni ise hızla artan vadeli işlem komisyon gelirleridir (TSPAKB, 2007: 118-119 ve 2008: 118).

**TABLO 6: Aracı Kurumlar Sektörünün Gelir ve Gider Yapısı (2005-2007)**

<i>Ana Kalemlere Sektörel Gelirin Yüzde Dağılımı</i>	31.12.2005		31.12.2006		31.12.2007	
Net Komisyon Geliri (%)	52,6		59,8		55,8	
Diğer Ana Faaliyet Gelirleri (%)	36,7		35,7		37,6	
Alım/Satım Kar Zararları (%)	10,8		4,5		6,6	
Toplam	100		100		100	
	31.12.2005		31.12.2006		31.12.2007	
<b>Net Komisyon Gelirlerinin Tutar ve Alt Kalemlere Dağılımı</b>	Bin YTL	(%)	Bin YTL	(%)	(mn TL)	(%)
Hisse Senedi Komisyonları	956.550	98,7	596.143	95,6	520.3	86,0
SGMK Komisyonları	11.654	1,2	12.489	2,0	70.1	11,6
Vadeli İşlem Komisyonları	913	0,1	11.718	1,9	14,6	2,4
Diğer Menkul Kıymet Aracılık Komisyonları	263	0,0	3.236	0,5	0,0	0,0
<i>Brüt Komisyon Gelirleri</i>	969.381	100	623.587	100	*	100
Komisyon İadeleri	430.501	-44,4	-63.656	-10,2	*	*
Acentelere Ödenen Komisyonlar	-48.696	-5,0	-40.996	-6,6	*	*
<i>Net Komisyon Gelirleri</i>	490.184	50,6	518.934	83,2	<b>605,0</b>	*
<b>Diğer Ana Faaliyet Gelirlerinin Tutar ve Alt Kalemlere Dağılımı</b>	Bin YTL	(%)	Bin YTL	(%)	(mn TL)	(%)
Varlık Yönetimi Geliri	159.984	46,8	103.336	33,9	158,1	38,8
Kredili İşlem Faiz Geliri	72.952	21,3	99.528	<b>32,7</b>	114,3	<b>28,1</b>
Kurumsal Finansman Geliri	26.553	<b>7,8</b>	56.678	<b>18,6</b>	76,9	<b>18,9</b>
Diğer Komisyonlar	27.273	8,0	23.193	7,6	32,5	8,0
Diğer Gelirler	55.140	16,1	21.754	7,1	25,5	6,3
Toplam	341.904	100	304.490	100	407,2	100
<b>Alım Satım Kar/Zararları ve Alt Kalemlere Dağılımı</b>	Bin YTL	(%)	Bin YTL	(%)	(mn TL)	(%)
Kamu SGMK	58.216	58,0	27.313	71,6	128,2	180,1
Hisse Senetleri	39.900	39,8	10.057	23,3	28,9	40,5
Diğer	2.215	2,2	801	5,1	-85,9	-120,5
Toplam	100.331	100	38.171	100	71,2	100
<b>Faaliyet Giderleri</b>	Bin YTL	(%)	Bin YTL	(%)	(mn TL)	(%)
Personel Giderleri	294.922	47,6	352.053	51,4	421,9	54,1
Genel Yönetim Giderleri	174.125	28,1	172.082	25,1	189,8	24,3
Pazarlama, Satış Giderleri	30.172	4,9	44.641	6,5	42,7	5,5
İşlem Payları, Saklama Ücretleri	26.252	4,2	29.018	4,2	33,3	4,3
Diğer Resmi Giderler	62.365	10,1	62.371	9,1	68,1	8,7
Amortismanlar	31.805	5,1	24.384	3,6	23,9	3,1
<b>Toplam</b>	<b>619.844</b>	<b>100</b>	<b>684.553</b>	<b>100</b>	<b>779,7</b>	<b>100</b>

\*Tablonun aktarılmasında veri bulunmayan satırlar bilinçli olarak boş bırakılmıştır. Kaynak: TSPAKB (2007: 118 vd. ve 2008: 116 vd.).

Sektörün ikinci önemli gelir grubu olan hizmet gelirleri, varlık yönetimi,

kurumsal finansman ve danışmanlık gibi faaliyetlerden elde edilen gelirleri içermektedir. Bu gelirler, 2007 yılında 256 milyon TL iken, 2008 yılında 241 milyon TL'ye inmiştir. Hizmet gelirleri dağılımında bir önceki yıl olduğu gibi en büyük pay % 58,1 ile varlık yönetimi gelirlerindedir. Portföy yönetimi ve yatırım fonlarından elde edilen komisyonları ifade eden varlık yönetimi gelirleri 155 milyon TL olmuştur. Halka arz işlemleri, şirket satın alma/birleşme, sermaye artırımı, temettü dağıtımı gibi kurumsal finansman işlemlerinden elde edilen gelirleri ifade eden kurumsal finansman gelirleri 54 milyon TL'ye gerilemiş ve toplamdaki payı da %23 olarak gerçekleşmiştir (TSPAKB: 2009: 127-128).

2005 yılında aracı kurumların alım satım karlarının yaklaşık %60'ı kamu menkul kıymetlerinden, %40'ı ise hisse senetlerinden elde edilirken, söz konusu oranlar 2006 yılı itibarıyla sırasıyla %75 hazine bonusu ve % 25 hisse senedi olarak gerçekleşmiştir. Benzeri yapı 2007 yılında da sürerken, 2006 yılına oranla DİBS'lerden elde edilen alım-satım karları yaklaşık beş kat artarak 128 milyon YTL'ye ve hisse senedi alım satım karları ise yaklaşık üç katlık bir artışla 28,9 milyon YTL'ye ulaşmıştır (TSPAKB, 2007: 123 ve 2008: 120). 2007 yılında menkul kıymet alım-satımından 69 milyon TL kâr eden aracı kurumlar, kriz yılı olan 2008'de 8 milyon TL zarar etmiştir (TSPAKB, 2009: 128).

Ülkemizdeki halka açık şirket sayısının görece olarak az olması ve halka açık şirketlerin ortalama halka açıklık oranının düşük olması (özellikle büyük şirketler için söz konusu oranın daha da düşük olması) borsa şirketlerinin sahipliğinin devralma ve buna bağlı şirket finansmanı faaliyetleri ile el değiştirmesinin önündeki en önemli engeldir. Öte yandan borsa dışı şirketlere ve yabancı alıcılara yönelik danışmanlık hizmetleri de sektörde yaygın ve sürekli olarak sunulmamaktadır. Bu yapı aynı zamanda temelde yurt içi hizmet talebiyle yaşama mücadelesi veren Türk yatırım bankacılığının en karlı ve yaratıcılık isteyen faaliyet sahalarından mahrum kalmasının başlıca nedeni olmuştur. Öte yandan özel sektör borçlanma araçları piyasasının ülkemizde neredeyse hiç gelişmemiş olması ve hisse senetlerinin halka arzlarının dönemsel ve düşük yoğunluklu olması ise sabit getirili araç ve hisse senedine dayalı yüklenim gelirlerinin istikrarsızlaşmasına neden olmaktadır.

Aracı kurumlar sektöründe farklılık yaratacak asıl gelişme ürün ve gelir kaynaklarının artması ve çeşitlenmesidir. Ne var ki, ülkemizdeki aracı kurumlar sektörünün gelir kompozisyonu ağırlıklı olarak alım satım (komisyon) gelirine dayanmakta ve birleşme/devralma danışmanlığı, sabit getirili araçlara/hisse senedine dayalı yüklenim ve danışmanlık gelirlerinin payı sektörel gelişmeler ile çözülmesi mümkün görünmemektedir.

**KAYNAKÇA**

ADVANCED INFORMATION MANAGEMENT (AIM)

(2007). AIM Global Reference Data Survey 2007. Internet: [www.aimssoftware.com](http://www.aimssoftware.com) (Erişim Tarihi: 10.04.2008)

(2009). AIM Global Reference Data Survey 2008. Internet: [www.aimssoftware.com](http://www.aimssoftware.com) (Erişim Tarihi: 20.10.2009).

AKSOY. C 2008. *UCITS Direktifleri*. Temmuz Sayısı: 30-33. **Kurumsal Yatırımcı**.

AKTAŞ, H. MAHMUT. K 2007. *Türk Sermaye Piyasasındaki Aracı Kurumların Etkinlik ve Verimliliği*. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi** (Eylül): 97-117.

ALEMANNI. B. GIUSEP.L VE MARCO. O. 2006. *The European Securities Industry: Further Evidence on the Roadmap to Integration*. **Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond** (Eds: Guido FERRARINI ve Eddy WYMEERSCH). Oxford University Pres: New York.

ALIÇ. A. 1985. **Dünyada ve Türkiye’de Altın**. Yayın No: 1985/268. Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Yayını.

BİNAY. Ş VE KÜRŞAT. K 1998. *Mali Liberalleşmede Merkez Bankası’nın Rolü: 1980-1997*. **TCMB Tartışma Tebliği** (No. 9803).

BULUTOĞLU. K.2003. **Tepeden Dibe Borsalar**. 1. Baskı. Haziran. İstanbul: Yapı Kredi Yayınları.

CARLTON, D.W. ve J. M. PERLOFF. 2005. **Modern Industrial Organization**. Fourth Edition. Pearson-Addison Wesley.

CECCHETTI. S. G. 1999. *The Future of Financial Intermediation and Regulation: An Overview*. Current Issues in Economics and Finance (5) 8. **Federal Reserve Bank of New York**.

ÇETİN, T. 2009. *Regülasyonun Etkinlik Analizi ve Regülasyon Türleri*. Ocak. **Çimento İşveren**: 22-38.

DAVIES. R, Alfonso. D ve Brian. S. QUINN. 2006 . *The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure*. **Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond** (Eds: Guido FERRARINI ve Eddy WYMEERSCH). Oxford University Pres: New York.

DJANKOV.S., Rafael La .P. Florencio Lopez De SILANES, Andrei SHLEIFER.2001. *The Regulation of Entry*. August. Policy Research Working Paper No. 2661. **World Bank**.

DÜNYA GAZETESİ. 2009. Borsaya Açık 93 Şirketin Karı 500 Büyüğün 3’te 1’i. 23.07.2009 Tarihli Nüsha.

ERTUNA. Ö.1986. **Finansal Kurumlar** (2. Baskı). Ankara: Teori Yayınları.

FERRARINI, Guido ve Fabio RECINE. (2006). *The MiFID and Internalisation*. **Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond** (Eds: Guido FERRARINI ve Eddy WYMEERSCH). Oxford University Pres: New York.



**FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA)**

(2006a). Implementing MiFID's Client Categorisation Requirements. August. Internet: [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk) (Erişim Tarihi: 09.12.2007).

(2006b). Implementing MiFID's Best Execution Requirements. May. Discussion Paper 06/3. Internet: [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk) (Erişim Tarihi: 09.12.2007).

(2006c). Implementing MiFID's for Firms and Markets. July. Discussion Paper 06/14. Internet: [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk) (Erişim Tarihi: 09.12.2007).

GARDENER. E. ve PHILIP. M.(Eds). 1995. **Investment Banking: Theory and Practice**. 2nd Edition. Euromoney Publication.

GART. A. 1994. **Regulation, Deregulation, Reregulation: The Future of Banking, Insurance, and Securities Industries**. March. New York: John Wiley & Sons.

IFSL RESEARCH INTERNET SİTESİ.

(2006). *Banking*. City Business Series. March. Internet: [ifsl.org.uk](http://ifsl.org.uk) (19.11.2007).

(2009). Equity Markets 2009. June. Internet: [ifsl.org.uk](http://ifsl.org.uk) (Erişim Tarihi: 07.09.2009).

**İMKB İnternet Sitesi**

(Tarihsiz). Hisse Senetleri Piyasası. <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm>, Erişim Tarihi: 17.04.2009).

(2008). Halka Arz ve Borsada İşlem Görmeye İlişkin Veriler. Internet: [http://www.imkb.gov.tr/halka\\_arz.htm](http://www.imkb.gov.tr/halka_arz.htm) (Erişim Tarihi: 29.02.2008).

**KALAYCI. Ş. 2001. Intermediation in Capital Markets A Comparative Study: Turkey and USA. Yayın No. 137. Sermaye Piyasası Kurulu.**

KARACAN. A.İ 1996 **Bankacılık ve Kriz**. İstanbul: Creative Yayıncılık (Tütünbank).

KARACAN. A. İ. 2002.. **Mali Piyasalar Üzerine Denemeler**. Aralık. İstanbul: Creative Yayıncılık.

KARAKOÇ, Başak İ. (2003). İskontocu Aracı Kurumlar ve Ülkemizde Uygulanabilirliği. Nisan. SPK Yayınları No: 160.

KILIÇ. S.2007. *Sermaye Piyasası Düzenlemelerinde Fayda-Maliyet Analizleri: Teoriler, Araçlar ve Türkiye Üzerine Ampirik Bir Çalışma*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. **Gazi Üniversitesi**.

KÖNDGEN, J. ve Erik. T. 2006. *Internalisation under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection*. **Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond** (Eds: Guido FERRARINI ve Eddy WYMEERSCH). Oxford University Pres: New York.

KÜÇÜKKOCAOĞLU, G 2005. *Elektronik Emir İletim Sistemi'nin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Mikroyapısı Üzerine Etkisi*. Temmuz. *İşletme ve Finans Dergisi*: 232. Internet: <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/> (Erişim Tarihi: 17.04.2009).

LLEWELLYN. D. T. 1999. *The New Economics of Banking*. **SUERF STUDIES** (No. 5).

MANAVGAT.Ç. 1991. **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayın No: 251. Ankara: Feryal Matbaacılık.

ÖZÇAM. F.1991. *Aracı Kurum Sayısında Görülen Artışın Sebep ve Sonuçları ile Bu Konuda Alınması Gereken Önlemler*. Araştırma Raporu. **SPK**.

ÖZTÜRK. C.2005. *Borsa Aracı Kurumlarında Denetim ve Yatırımcının Korunması*. Yüksek Lisans Tezi. **İstanbul Üniversitesi**.

PARASIZ, İ.1992. **Para Banka ve Finansal Piyasalar**. 4. Baskı. Bursa: Ezgi Kitabevi.

REİSOĞLU. S.1998. *Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Bankalar ile İlgili Düzenlemeler*. Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan Kitabı sf: 149-165. **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü**.

TAŞÇI. M. 2009. *Hisse Senedi İşlemlerinde Asgari Komisyon Oranının Kaldırılmasının Aracı Kurumlar Üzerine Etkileri*. Mart- Nisan Sayısı. **Active Bankacılık ve Finans Dergisi** (58): 56-68.

TOKGÖZ. E. 2001. **Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi**. Ankara: İmaj Yayınevi.

TUCH.A. 2006. *Investment Banking: Immediate Challenges and Future Directions*. December 2006-February 2007. **Commercial Law Quarterly**: 37-46. Research Paper. No. 06/63. December. Sydney Law School Legal Studies. **University of Sydney**.

#### **TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLAR BİRLİĞİ (TSPAKB)**

(2007). *Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2006*. İnternet: [www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr) (Erişim Tarihi: 12.12.2007).

(2008). *Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2007*. Mayıs. İnternet: [www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr) (Erişim Tarihi: 12.03.2009).

(2009). *Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2008*. Mayıs. İnternet: [www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr) (Erişim Tarihi: 23.06.2009).

UYGUN. B. 1997. *Türkiye Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Sermayelerine İlişkin Düzenlemeler ve Bu Konuda Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yayımladığı Son Tebliği*. Hazine sayısı. **Yönetim Dergisi** (27): 60-69.

Vatan Gazetesi. 2008. *Kale Gibi Bankayı Batırdı Hala Krallar Gibi Yaşıyor*. 06.01.2008 Tarihli Elektronik Nüsha. İnternet: [www.vatanim.com.tr](http://www.vatanim.com.tr). (Erişim Tarihi 08.01.2008).

YELOĞLU. Okan. 2007. *Örgütsel Ekoloji ve Popülasyonlar Arası Etkileşimler: Türkiye Sermaye Piyasasındaki Aracı Kurumlar Örneği*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. **Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**.

YILDIRIM. A. 1995. **Tophane'de Biyüyük Oyun, Borsanın 10 Yıllık Fırtınalı Öyküsü**. 3. Baskım. Ekim. İstanbul: Güncel Yayıncılık.

YILDIRIM. B. Y.2002. *Sermaye Piyasalarında İşlem Maliyetleri*. Yeterlilik Etüdü. **SPK**.

YILDIRIM. S. 1991. *Mali Piyasalarda Kriz Örnek Olay İncelemesi: Japonya'da Aracı Kurum Skandalı*. Eylül. Araştırma raporu. No. 9118. **SPK**.