

# Kurumsal yatırımcılar ve Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcıların gelişimi üzerine bir değerlendirme<sup>1</sup>

Faruk AKIN<sup>2</sup>  
Nalân ECE<sup>3</sup>

## Özet

Kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcıların tasarruflarını toplayarak elde ettikleri bu fonları verimliliği yüksek yatırımlara yönelten finansal kurumlardır. Tüm dünyada sermaye piyasalarının gelişiminde ve kurumsallaşmasında artan bir role sahip olan kurumsal yatırımcılar, küreselleşen piyasalar ile birlikte önemini daha da artmıştır. Bu çalışmanın amacı sermaye piyasalarında artan rolleri nedeniyle kurumsal yatırımcıların Türk sermaye piyasasındaki gelişimini ele almaktır. Bu amaçla kurumsal yatırımcı olarak yatırım fonları, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları ele alınacak, dünyadaki ve Türk sermaye piyasasındaki gelişimi yıllar itibariyle incelenecektir.

**Anahtar Kelimeler :** Kurumsal Yatırımcılar, Sermaye Piyasaları , Emeklilik Fonları

**An evaluation on the development of institutional investors in Turkey's capital market and the institutional investors**

## Abstract

Institutional Investors are the financial institutions which collects savings from individual investors and direct this investments to the high efficiency funds. Institutional Investors with an increasing role in the development and with institututilization of capital markets around the world, have increased their importance with the globalization of markets. The purpose of this study is to consider the development of institutional investors in the Turkish Capital Market because of their increasing role in the capital markets. For this purpose as an institutional investor, mutual funds,

---

<sup>1</sup> 20. Sayıdaki teknik bir hatadan dolayı bu sayıda tekrar basılmıştır.

<sup>2</sup> Yrd. Doç. Dr., Bilecik Üniversitesi Pazaryeri Meslek Yüksekokulu, drfarukakin@hotmail.com

<sup>3</sup> Dr., İstanbul Aydın Üniversitesi Anadolu Bil Meslek Yüksekokulu, [nalanece@gmail.com](mailto:nalanece@gmail.com)

Kurumsal yatırımcılar ve Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcıların gelişimi üzerine bir değerlendirme

insurance companies and pension funds will be discussed and their development in the Turkish Capital Market over the years will be studied.

**Key Words** : Institutional Investors, Capital Markets, Pension Funds

## **Giriş**

Bireysel yatırımcılar, gerekli teknik donanım ve uzman personel aracılığıyla piyasaları sürekli izlemek, gelişmelere göre tavır almak ve portföyleri profesyonel olarak yönetmek imkânına çoğu zaman sahip olamamaktadırlar. Yeterli büyüklüğe ulaşamayan bireysel birikimlerle oluşturulan portföyler genelde riskli portföyler olmaktadır. Bireysel yatırımcılar ellerindeki sınırlı birikimlerle ancak birkaç hisse senedine ya da borçlanma senedine yatırım yapabilmekte, bu nedenle de riskin dağıtılması mümkün olmamaktadır. Bu ve benzeri nedenlerle sermaye piyasalarında kolektif yatırım kuruluşları olarak da adlandırılan kurumsal yatırımcılar oluşturulmuştur. Kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılara sağladıkları riskin dağıtılması ve profesyonel yönetim gibi faydaların yanı sıra sermaye piyasalarının derinlik kazanmasında ve gelişiminde, tasarrufların artırılarak ülke ekonomisine kazandırılmasında önemli bir görev üstlenmektedir. İstatistikler kurumsal yatırımcıların sadece gelişmiş piyasalar için değil, gelişen piyasalar ve bilhassa yükselen piyasalar için de önemli bir itici güç olduğunu göstermektedir. Gelişmiş piyasalarda “profesyonel portföy yönetimi” esasları dahilinde yatırım yapan kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasalarının gelişmesinde ve ülke ekonomilerinin sağlam temeller üzerinde büyümesinde büyük rol oynamaktadır. Örneğin ABD’de 45-50 yıl önce halka açık şirketlerin hisse senetlerinin sadece % 10’u kurumsal yatırımcıların elindeyken, bugün bu oran % 50’yi aşmıştır. Ülkemizde ise bu oran sadece binde 4 gibi ihmal edilebilir bir düzeydedir (Okur, 2009.).

Küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten kurumsal yatırımcılar, tüm dünyada sermaye piyasasının gelişmesinde önemli bir paya sahiptir (Erdoğan ve Özer, 1998, ). Dünya ölçeğinde karşılaştırmalı olarak incelendiğinde, ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ile kurumsal yatırımcılar arasında yakın bir ilişki göze çarpmaktadır. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde, kurumsal yatırımcıların toplamış olduğu önemli miktardaki fonlar, işletmelerin ihtiyaç duydukları finansman için önemli bir kaynak olurken, gelişmekte olan ülke piyasalarında kurumsal yatırımcılar bu fonksiyonu tam olarak yerine getirememektedirler. Bunun temel nedeni bu ülkelerdeki gelir düzeyinin düşüklüğü ve buna bağlı olarak tasarruf artışının yeterli düzeyde olmaması olarak ifade edilmektedir (Zor ve Aslanoğlu, 2005).

Bu çalışmanın amacı kurumsal yatırımcıların Türk sermaye piyasasındaki gelişimini ortaya koymaktır. Bu amaçla öncelikle kurumsal yatırımcı kavramı ve kurumsal yatırımcıların sermaye piyasaları üzerindeki etkileri ele alınacaktır. Son olarak kurumsal yatırımcıların Türk sermaye piyasasındaki gelişimi, kurumsal yatırımcıların global boyuttaki gelişimine de yer verilerek değerlendirilecektir.

### **Kurumsal Yatırımcı Kavramı**

Ülkelerin ekonomik gelişmelerine bakıldığında sürdürülebilir ekonomik kalkınmanın ülkenin tasarruf eğiliminin artması ve uzun vadeli fonların oluşması ile doğrudan ilişkili olduğu görülmektedir. Bu bağlamda gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarının talep yönünü oluşturan en önemli unsur kurumsal yatırımcılardır (Zor ve Aslanoğlu, 2005). Kurumsal yatırımcılar finansal sistemin işlevlerini yerine getirmesi için önemli rol üstlenmektedir. Kurumsal yatırımcılar küçük yatırımcıların tasarruflarını toplayarak, kabul edilebilir risk, getiri maksimizasyonu ve vade uyumu amaçlarına yönelik olarak yöneten ihtisaslaşmış finansal kurumlar olarak tanımlanmaktadır (Aras ve Müslümov, 2003). Kurumsal yatırımcıların ortaya çıkışının altında yatan temel neden, finansal piyasaların mükemmel olmayışıdır. Mükemmel bir piyasada, bütün bilgiler serbestçe elde edilebilir, işlem gören bütün menkul kıymetler istenilen miktar ve hacimde alınıp satılabilir ve işlem maliyetleri de söz konusu değildir. Gerçekte finansal piyasaların mükemmel olmamasından dolayı ortaya çıkan aksaklıklar, kurumsal yatırımcılar ile en aza indirilmeye çalışılmaktadır (Dağlar, 2007). Kurumsal yatırımcılar, emeklilik fonlarını, sigorta şirketlerini ve yatırım fonlarını içerip kapsamaktadır. Üçünün içersinde, dünya çevresinde bir grup ülkenin GSYH'nin % 50'sini aşan kaynaklarla, emeklilik fonları geleneksel olarak en önemli bileşen/öğedir. Sigorta şirketleri varlıkları, özellikle hayat sigorta varlıkları (sigorta şirketleri tarafından idare edilen emeklilik fon varlıkları hariç), nadiren GSYH'nin % 30'unu aşarken, yatırım fonu varlıkları çoğu ülkede yakın zamana kadar GSYH'nin % 20'sinin çok altında kalmıştır (Vittas, 1998).

### **Kurumsal Yatırımcıların Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri**

Kurumsal yatırımcılar, bankacılık sektörünün hâkim pozisyonunu dengelemek, finansal gelişmeleri desteklemek, sermaye piyasalarını modernleştirmek, bilgisel açıklık ve şeffaflığı artırmak, rekabeti desteklemek, piyasa derinliği ve likiditesini artırmak ve piyasalara ilişkin düzenlemelerin yapılmasını teşvik etmek suretiyle sermaye piyasalarının gelişimini olumlu biçimde etkilemektedir (Kandır, 2009.). Kurumsal yatırımcılar, finansal piyasaların gelişmesinde ve küçük tasarrufların bir arada toplanarak verimli alanlara kanalize edilmesinde önemli bir fonksiyonu gerçekleştirmektedir. Küçük birikimleri bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten kurumsal yatırımcılar, aynı zamanda sermayenin daha geniş bir tabana yayılmasını da sağlamaktadırlar (Dağlar, 2007). Kurumsal yatırımcıların, büyüklükleri nedeniyle sahip oldukları güç onların sermaye piyasası araçları ve yatırım yaptıkları firmalar üzerindeki kontrollerini de artırmaktadır. Böylece yatırımcıların karşılaşılabilecekleri zararlar engellenebilmektedir (Algüner, 2006). Kurumsal yatırımcılar büyük montanlı işlemlere olanak tanıyan modern etkili ve güvenilir altyapıların geliştirilmesi yönünde de baskı oluşturmaktadır (Vittas, 1998). Kurumsal yatırımcılar finansal sistem içinde altı temel işleve sahiptir (Harichandra ve Thangavelu, 2004).

- 1.Kurumsal yatırımcılar, mal, hizmet ve varlık değişimi/takasını kolaylaştırmak için saklayıcılık sistemlerini geliştirmede önemli bir rol oynamaktadır.
- 2.Kurumsal yatırımcıların bir piyasaya olan esas katkısı, onların mali/parasal kaynakların güvenilir ve geniş bir kaynağı olmasıdır. Ölçek büyüklüğü ve ölçek ekonomileri, bireysel yatırımcıların bilinen/belirli risk profilleri için getiriye birleştirip bir araya getirmek ve bunu maksimize etmek için, bu kurumsal yatırımcılara olanak vermektedir.

3.Kurumsal yatırımcılar, ekonomik kaynakları coğrafik bölgeler, sanayilerin bir ucundan diğerine/tümüne ve ayrıca zaman içersinde tahsis edilip paylaşılması için daha etkili kanallar sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcıların, ev tasarruflarında kantitatif/nicel artışa katkıda bulunup bulunmadığı konusunda hâlâ bir tartışma varken, genel ortak görüş, kurumsal yatırımcıların, uzun vadeli fonların sermaye piyasalarına olan arzını nitelik bakımından arttırdığı olmuştur. Kurumsal yatırımcılar ayrıca ülke ve sanayilerin tümünde daha iyi çeşitlilik/değişiklik fırsatlarını sağlayıp olanak vermiştir.

4.Kurumsal yatırımcıların risk birleştirme ve risk paylaşım vasıtasıyla yürüttükleri belirsizlik yönetimi ve risk kontrolü içersindeki rolü, yenilikçi finansal ürünler ve yatırım stratejilerinin geliştirilmesine neden olmuştur. Bunlar, menkul kıymetleştirme ve türevlerin yaygın kullanımı gibi finansal yenilikleri içermektedir.

5.Ölçek ekonomisi, kaliteli/iyi bilgi ve düşük işlem maliyetleri verilmiş kurumsal yatırımcıların, daha iyi fiyat bilgisi sağlaması ve varlık fiyatlarının temel değerlere ayarlanmasını geliştirmesi daha muhtemeldir.

6.Kurumsal yatırımcılar, kurumsal yönetim konularıyla uğraşp idare etmede, bireysel yatırımcılara göre karşılaştırmalı bir üstünlüğü vardır. Kurumsal yatırımcıların büyüklüğü ve oy ağırlığı, kurumsal yönetimdeki asimetrik bilgi problemini ve baş/genel temsilci ikilemini/çıkılmazını hafifletip azaltmaya yardımcı olmaktadır.

### **Türk Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcıların Gelişimi**

Türkiye’de kurumsal yatırımcılar yıllar itibariyle önemli bir gelişim göstermektedir. Bu gelişim içersinde en önemli payı Türkiye’de 2003 yılı sonunda uygulanmaya başlanan ve yıllar itibariyle hızlı bir gelişim gösteren emeklilik yatırım fonları oluşturmaktadır. Emeklilik yatırım fonları 2008 yılında 4.193 milyon dolarlık bir büyüklükten Temmuz 2010 tarihi itibariyle 7.018 milyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. 2000 yılı itibariyle kurumsal yatırımcıların finansal varlıkları Almanya’da GSYH’nin %79,8’ine, Fransa’da % 131,8’ine ve İngiltere’de % 212,8’ine ulaşmıştır (Zor ve Aslanoğlu, 2005). Türkiye’de kurumsal yatırımcıların gayrisafî millî hasıla içindeki payının AB ülkeleri ile kıyaslandığında oldukça küçük bir oran olduğu gözlenmektedir. Tablo 1’de Türkiye’de yıllar itibariyle kurumsal yatırımcıların portföy büyüklüğü gösterilmektedir.

**Tablo 1 : Türkiye’de Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü (Milyon Dolar)**

<b>Kurumsal Yatırımcılar</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>23.07.2010</b>
A Tipi Yatırım Fonları	365	674	774
B Tipi Yatırım Fonları	15.253	19.047	18.723
Borsa Yatırım Fonları	128	170	130
Emeklilik Yatırım Fonları	4.193	6.084	7.018
Yatırım Ortaklıkları	152	339	348
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	776	1.904	2.095
Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	27	55	93
<b>Toplam</b>	<b>20.895</b>	<b>28.273</b>	<b>29.179</b>
<b>Kurumsal Yatırımcı / GSMH</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>

**Kaynak :** (Sermaye piyasasında gündem) URL 3

### Yatırım Fonları

Dünya genelinde yatırım fonlarının portföy hacimleri 2009 yılı üçüncü çeyreğinde 22 trilyon doları aşmıştır. ABD, 11 trilyon \$'a yaklaşan yatırım fonu büyüklüğü ile dünya sıralamasında ilk sırada yer almaktadır. Bu tutar dünya genelinin yarısını oluşturmaktadır. Yatırım fonu portföy hacimleri ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte Lüksemburg ve İrlanda'daki yatırım fonları büyüklüğünün millî gelire oranının yüksek olması dikkat çekmektedir. Lüksemburg, vergi ve operasyonel alanlarda sunduğu olanaklardan dolayı yatırım fonu ve yatırım ortaklığı gibi kolektif yatırım kuruluşlarının merkezi haline gelmiştir. Bu nedenle, Avrupa'da pek çok fon Lüksemburg'da kurulmakta, ancak payları diğer ülkelerdeki yatırımcılara satılmaktadır. 2009 yılı sonunda millî gelir büyüklüğü 47 milyar \$ olan bu ülkedeki yatırım fonu büyüklüğü 2009 yılı Eylül ayı itibariyle 2,2 trilyon \$'ı geçmiştir. Yatırım fonları portföy büyüklüğünün GSYH'ya oranı, ülkedeki kurumsal yatırımcı tabanının gelişmişliğinin göstergesidir. 2009 yılı üçüncü çeyreğinde yatırım fonlarının GSYH'ya oranı Brezilya'da % 50, Güney Afrika'da % 36, Macaristan'da % 8 ve Yunanistan'da % 4 iken Türkiye'de bu oran sadece % 3'tür (TSPAKB, 2010b). Tablo 2'de dünya genelinde yatırım fonlarının portföy hacimleri gösterilmektedir.

**Tablo 2 : Dünya Genelinde Yatırım Fonlarının Portföy Hacimleri (Milyon \$)**

Ülkeler	2005	2006	2007	2008	2009/09
A.B.D	8.904.824	10.412.458	12.020.895	9.601.090	10.832.363
Almanya	296.787	340.325	372.072	237.986	312.840
Arjantin	3.626	6.153	6.789	3.867	3.949
Brezilya	302.927	418.771	615.365	479.321	741.994
Çek Cumhuriyeti	5.331	6.490	7.595	5.260	5.578
Çin	-	-	434.063	276.303	306.725
Fransa	1.362.671	1.769.258	1.989.690	1.591.082	1.851.029
Güney Afrika	65.594	78.026	95.221	69.417	99.446
Güney Kore	198.994	251.930	329.979	221.992	268.949
Hindistan	40.546	58.219	108.582	62.805	117.627
İngiltere	547.103	755.156	897.460	526.957	702.859
İrlanda	546.242	855.011	951.371	720.486	834.207
İspanya	316.864	367.918	396.534	270.983	275.650
İtalya	450.514	452.798	419.687	263.588	284.367
Japonya	470.044	578.883	713.998	575.327	662.046
Kanada	490.518	566.298	698.397	416.031	544.836
Lüksemburg	1.635.785	2.188.278	2.685.065	1.860.763	2.238.943
Macaristan	6.068	8.523	12.577	9.188	10.529
Meksika	47.253	62.614	75.428	60.435	6.718
Romanya	109	247	390	326	868
Rusya	2.417	5.659	7.175	2.026	2.953
<b>Türkiye</b>	<b>21.761</b>	<b>15.463</b>	<b>22.609</b>	<b>15.404</b>	<b>20.029</b>
Yunanistan	32.011	27.604	29.807	12.189	13.636
<b>DÜNYA TOPLAMI</b>	<b>17.771.027</b>	<b>21.823.455</b>	<b>26.150.936</b>	<b>18.917.499</b>	<b>22.376.482</b>

**Kaynak:** URL 1

Yatırım fonları sayı bakımından da kurumsal yatırımcılar içinde önemli bir yere sahiptir. Dünya genelinde yatırım fonu sayısı 2009 yılı üçüncü çeyreği itibariyle 66.110'a ulaşmıştır. Dünya

Kurumsal yatırımcılar ve Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcıların gelişimi üzerine bir değerlendirme

genelinde yatırım fonlarının sayı bakımından % 50'sinden fazlasına sahip olan ülkeler Lüksemburg (9.049), Güney Kore (8.832), Fransa (8.038), ABD (7.767) ve Brezilya (4.609)'dır. Dünya genelinde en fazla yatırım fonuna sahip olan ülke Lüksemburg'dur. Lüksemburg 2009 yılının üçüncü çeyreği itibariyle 9.049 yatırım fonuna sahiptir. Türk yatırım fonlarının sayı olarak oldukça geride olduğu görülmektedir. Yatırım fonu sayısı 2005 yılında 275 iken 2009 yılı üçüncü çeyreği itibariyle 283'e yükseldiği görülmektedir. Türkiye, Tablo 3'ten de görüleceği üzere, Arjantin, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Romanya ve Yunanistan'dan daha fazla yatırım fonuna sahiptir.

**Tablo 3 : Dünya Genelinde Yatırım Fonlarının Sayıları**

Ülkeler	2005	2006	2007	2008	2009/09
A.B.D	7.975	8.118	8.029	8.022	7.767
Almanya	1.076	1.199	1.462	1.675	2.079
Arjantin	200	223	241	253	256
Brezilya	2.685	2.907	3.381	4.169	4.609
Çek Cumhuriyeti	51	52	66	76	78
Çin	-	-	341	429	493
Fransa	7.758	8.092	8.243	8.301	8.038
Güney Afrika	617	750	831	884	903
Güney Kore	7.279	8.030	8.609	9.384	8.832
Hindistan	445	468	555	551	583
İngiltere	1.680	1.903	2.057	2.371	2.257
İrlanda	2.127	2.531	2.898	3.097	3.153
İspanya	2.672	3.235	2.940	2.944	2.594
İtalya	1.035	989	924	742	699
Japonya	2.640	2.753	2.997	3.333	3.563
Kanada	1.695	1.764	2.038	2.015	2.060
Lüksemburg	7.222	7.919	8.782	9.351	9.049
Macaristan	91	161	212	270	264
Meksika	416	437	420	431	410
Romanya	23	32	41	52	51
Rusya	257	358	533	528	482
<b>TÜRKİYE</b>	<b>275</b>	<b>282</b>	<b>294</b>	<b>304</b>	<b>283</b>
Yunanistan	247	247	230	239	213
<b>DÜNYA TOPLAMI</b>	<b>56.868</b>	<b>61.855</b>	<b>66.350</b>	<b>68.574</b>	<b>66.110</b>

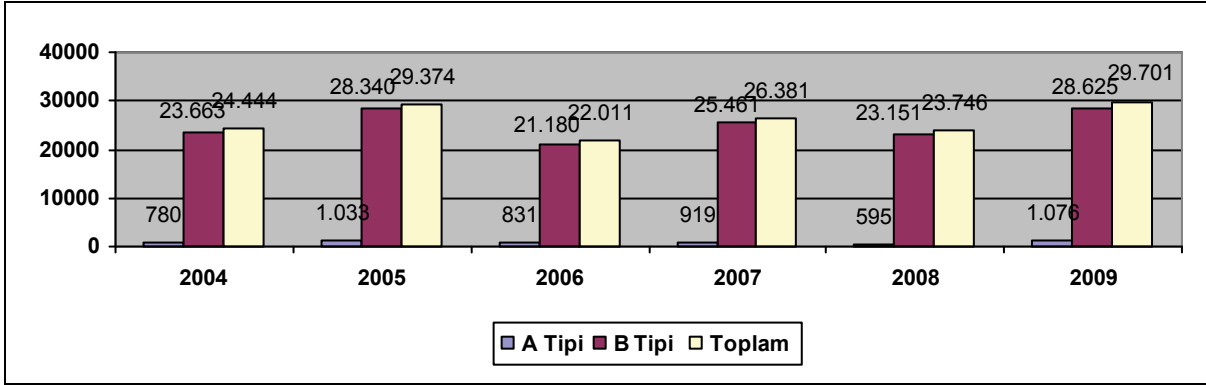
Kaynak: URL 1

### **Türkiye'de Yatırım Fonları**

Türk sermaye piyasalarında A-Tipi ve B-Tipi olmak üzere iki ana grup yatırım fonu bulunmaktadır. Bunlardan portföy değerinin en az % 25'i hisse senedinden oluşan fonlar A-Tipi, kalanlar ise B-Tipi yatırım fonları olarak nitelendirilmektedir. Bu iki ana grup, fon portföyündeki finansal enstrümanlara bağlı olarak 17 alt grup fona ayrılmıştır. Bunlar; Tahvil ve Bono Fonu, Hisse Senedi Fonu, Sektör Fonu, İştirak Fonu, Grup Fonu, Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, Altın Fonu,

Kıymetli Madenler Fonu, Değişken Fon, Karma Fon, Likit Fon, Endeks Fon, Fon Sepeti Fonu, Garantili Fon, Koruma Amaçlı Fon, Serbest Yatırım Fonu ve Özel Fon'dur. İlki 1987 yılında kurulan yatırım fonlarının toplam değerleri 29,7 milyar TL'yi aşmıştır. 2009 yılında A tipi fonların portföy büyüklüğü % 81 artarak 1 milyar TL'yi geçmiştir. 2008 yılında, toplam fon büyüklüğünün % 77'sini oluşturan B tipi fonlar ise % 21 artış göstermiş ve 28,6 milyar TL'ye yükselmiştir. Ancak, diğer fonlardaki hızlı artış dolayısıyla B tipi fonların dağılım içindeki payı 3 puan gerileyerek % 74'e düşmüştür.

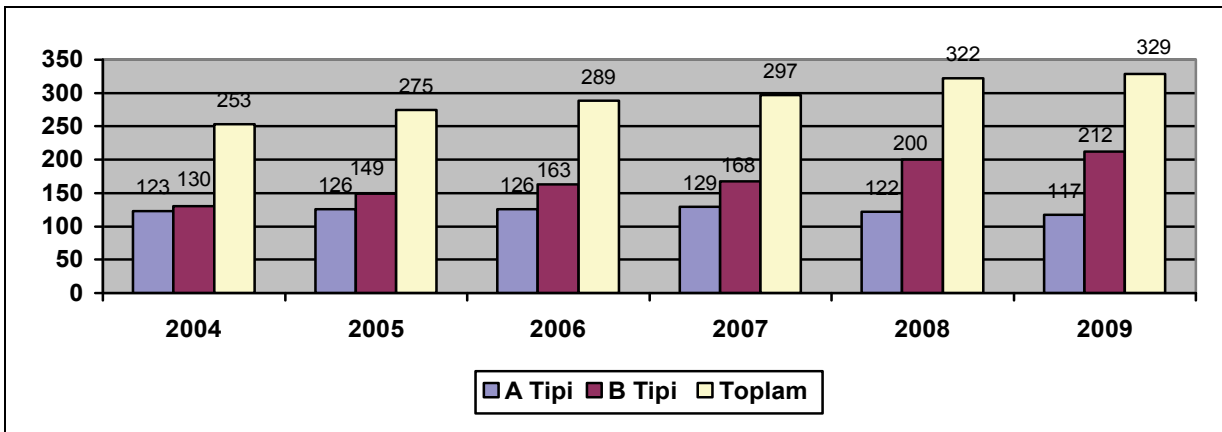
**Şekil 1 : Türkiye'de Yatırım Fonlarının Net Varlık Değerleri (Milyon TL)**



**Kaynak :** ( SPK,2008 yılı faaliyet raporu) URL 3

2009 sonu itibariyle Türkiye'de aracı kurum ve bankalarca kurulmuş 117 adet A tipi ve 212 adet B tipi olmak üzere toplam 329 adet yatırım fonu bulunmaktadır. 2008 yılı ile karşılaştırıldığında 2009 yılında A tipi fonların sayısında 5 adetlik gerileme görülürken, B tipi fonların sayısı 12 adet artmıştır.

**Şekil 2 : Türkiye'de Yatırım Fonu Sayıları**



**Kaynak :** ( SPK,2008 yılı faaliyet raporu) URL 3

## Sigorta Şirketleri

Günümüzde global ekonominin önemli bir parçası olan sigortacılık sektörü; fertlerin ve kurumların risk transferi yoluyla maruz kalacakları zararlarını bertaraf etmekte, diğer taraftan kurumsal yatırımcı olarak ekonomideki yatırımlara uzun vadeli kaynak finansı sağlamak suretiyle sürdürülebilir büyümeye katkıda bulunmaktadır. Sigortacılık sektörü modern toplum ve gelişmiş ekonomilerde prim üretim hacmi, yatırım kapasitesi, bireysel ve kurumsal hayatta oynadığı sosyo-ekonomik roller ve sağladığı istihdam nedeniyle finansal sektörün temel taşlarından biridir. Sigorta şirketleri temel fonksiyonlarının yanı sıra ayrıca kurumsal yatırımcı olarak da pazarı etkileyen önemli bir rol oynamaktadırlar. Sigorta sektörünün yarattığı fonlar, sigortalının gönüllü tasarruflarıyla yaratılmakta, toplanan primler mali kesime aktarılarak rasyonel alanlarda yatırımlara yönlendirilmektedir. Sigortacılık faaliyetleri sayesinde biriken büyük montanlı fonlar günümüzde gelişmiş ülkelerin kalkınmalarında dinamik bir rol oynamıştır. Kalkınma hızı ile sermaye birikimi arasındaki ilişkiden kaynaklanan bu dinamik rol sayesinde, ekonomik büyümenin yarattığı parasal büyüme yatırımlara kanalize edilmektedir (Akın, 2010).

2009 yılı sonu itibarıyla dünyada toplam prim büyüklüğü küresel krizin de etkisiyle reel bazda % 1,1 azalarak 4.07 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Toplam prim üretiminin 3.5 trilyon dolarlık kısmı gelişmiş ülkelerde oluşurken, sigorta bilincinin tam olarak yerleşmediği gelişmekte olan ülkelerde bu miktar 533 milyar dolarda kalmıştır. Ancak, primler bir önceki yıla göre gelişmiş ülkelerde % 1,8 azalırken, gelişmekte olan ülkelerde % 3,5 oranında artmıştır. Amerika kıtasında reel primler bir önceki yıla göre % 6,1 azalırken, Avrupa kıtasında % 1,8 oranında artmıştır. Asya kıtasında % 2,8 oranında artış görülmüş, Avustralya kıtasında % 9,6 oranında bir düşüş meydana gelmiştir. Toplam prim büyüklüğünde, bir önceki yıla göre payı gerilemekle birlikte dünya prim üretiminin yaklaşık % 40'ını gerçekleştiren Avrupa kıtası ilk sırada yer almaya devam ederken, bunu % 33 ile Amerika ve % 24 ile Asya kıtaları takip etmektedir. Geçen senelerde olduğu gibi, hayat dışı branşlarda prim üretim liderliğini Amerika kıtası elinde tutarken, hayat branşında Avrupa kıtası en büyük yüzdeye sahip kıtadır. Ülkeler bazında bakıldığında ise, dünyada en yüksek prim üretimi 1.14 trilyon dolarla ABD'de olup, prim üretimi bir önceki seneye göre reel bazda % 7,8 gerilemiştir. Prim üretimi Japonya'da bir önceki seneye göre artarak 506 milyar dolar, İngiltere'de ise bir önceki seneye göre düşerek 309 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (TSRSB, www.tsrsb.org.tr).

2009 yılında Dünyada kişi başına düşen prim büyüklüğü ortalaması 625 dolardan 595 dolara düşmüştür. Bu miktar gelişmiş ülkelerde 3.405 dolar iken, gelişmekte olan ülkelerde 83 dolarda kalmaktadır. Kişi başına düşen primler Amerika'da 1.470 dolar, Avrupa Birliği'nde ise 2.774 dolar olup, Afrika'da sadece 49 dolardır. Dünyada kişi başına en yüksek prim üreten ülke 6.555 dolarla Hollanda'dır. Bu ülkeyi sırasıyla İsviçre ve Danimarka takip etmektedir. 2009 yılında Dünyada sigorta sektörünün ekonomideki yerini gösteren primlerin Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya (GSYH) oranı % 6,98 iken, gelişmiş ülkelerde bu oran % 8,61'i bulmakta, aralarında Türkiye, Latin Amerika, Orta ve Doğu Avrupa, Güneydoğu Asya, Orta Doğu, Orta Asya ve Afrika'nın yer aldığı gelişmekte olan ülkelerde ise % 2,89'da kalmaktadır. Primlerin GSYH'ya oranının en yüksek olduğu ülke % 16,8 ile Tayvan olup, bu ülkeyi sırasıyla Hollanda, Güney Afrika ve İngiltere takip



etmektedir (TSRSB, www.tsrsb.org.tr). Tablo 4'te 2009 yılında dünya sigorta sektörünün genel görünümüne yer verilmiştir.

**Tablo 4 : Dünya Sigorta Sektörü – 2009**

Ülkeler	Toplam Prim Üretimi (Milyon \$)	Kişi Başına Prim Üretimi (\$)	Prim Üretiminin GSYH'ya Oranı (%)	Dünya Piyasasındaki Payı (%)
A.B.D	1.139.746	3.710,0	8,0	28,03
Almanya	238,366	2.878,4	7,0	5,86
Arjantin	7.983	198,2	2,6	0,20
Brezilya	48,760	251,7	3,1	1,20
Çek Cumhuriyeti	7.328	722,8	3,9	0,18
Çin	163.047	121,2	3,4	4,01
Fransa	283.070	4.269,1	10,3	6,96
Hollanda	108.144	6.554,6	13,6	2,66
Güney Afrika	36.987	738,1	12,9	0,91
Güney Kore	91.963	1.890,3	10,4	2,26
Hindistan	65.085	54,3	5,2	1,60
İngiltere	309.241	4.578,8	12,9	7,61
İrlanda	44.598	4.515,7	8,9	1,10
İspanya	82.775	1.801,8	5,7	2,04
İtalya	169.360	2.729,1	7,8	4,17
Japonya	505.956	3.979,0	9,9	12,44
Kanada	98.840	2.944,0	7,4	2,43
Lüksemburg	27.714	5.226,9	5,3	0,68
Macaristan	3.986	398,4	3,1	0,10
Meksika	17.353	158,3	2,0	0,43
Romanya	2.898	136,2	1,8	0,07
Rusya	39.576	280,9	2,5	0,97
<b>TÜRKİYE</b>	<b>7.853</b>	<b>105,0</b>	<b>1,3</b>	<b>0,19</b>
Yunanistan	6.556	581,5	2,0	0,16
<b>DÜNYA TOPLAMI</b>	<b>4.066.095</b>	<b>595,1*</b>	<b>7,0*</b>	<b>100</b>

**Kaynak :** Swiss Re , Sigma No : 2/2010, World Insurance in 2009,\* 2009 yılı dünya ortalaması

Gelişmiş ülkelerde sigortacılık sektörünün doyum noktasına ulaşmasına karşın, gelişmekte olan ülkelerde sigortalanabilir boş kapasite halen mevcuttur. Bu nedenden dolayı dünya sigorta hacmi gelişmekte olan ülkeler lehine değişmektedir (Çetin ve Karabay, 2009). Türkiye 2008 yılında dünya prim üretiminde binde 21 payla 88 ülke arasında 36. sırada, prim üretiminin GSYH'ya oranına göre yapılan sıralamada 76. sırada, kişi başına prim üretiminde 65. sırada yer almıştır (DPT, 2009). Prim üretiminin bu kadar yetersiz kaldığı bir ortamda, Türk sigorta sektörünün sigortacılığın ikinci bir

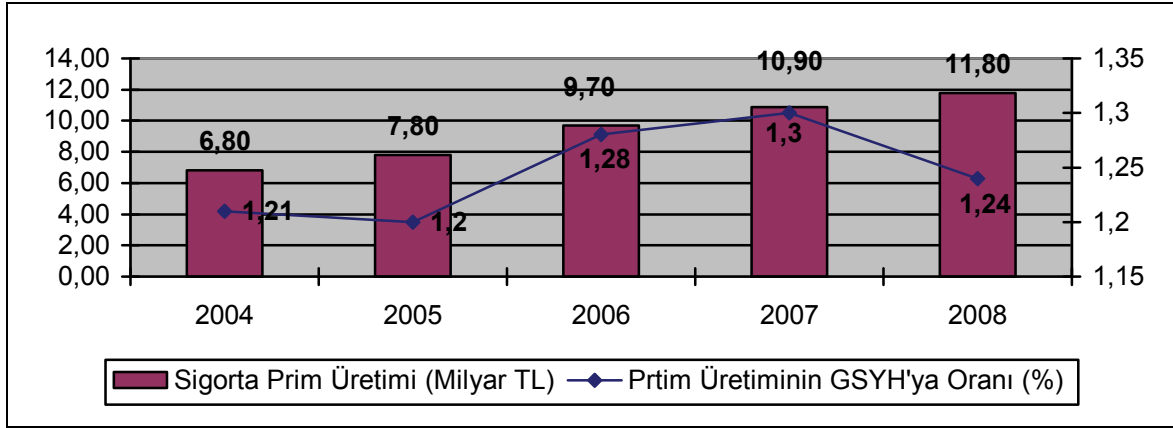
Kurumsal yatırımcılar ve Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcıların gelişimi üzerine bir değerlendirme

işlevi olan sermaye piyasalarının derinleşmesine katkıda bulunma fonksiyonunu gerçekleştirdiğini söylemek güçleşmektedir (Kandır, 2009).

### Türk Sigorta Sektöründe Prim Üretimi

Türk sigorta sektöründe 2004 yılında 6.8 milyar TL olan prim üretiminin yıllar itibariyle sürekli ve düzenli olarak arttığı görülmektedir. Prim üretimi 2005 yılında 7.8 milyar TL'ye, 2006 yılında 9,7 milyar TL'ye, 2007 yılında 10.9 milyar TL'ye ve 2008 yılında ise 11,8 milyar TL'ye ulaşmıştır. Türk sigorta sektörü 2008 yılında 88 ülke içerisinde prim üretiminin GSYH'ya oranına göre 76'ncı sırada yer almıştır. Grafik 3'te Türk sigorta sektöründe prim üretimi ve GSYH'ya oranı gösterilmektedir.

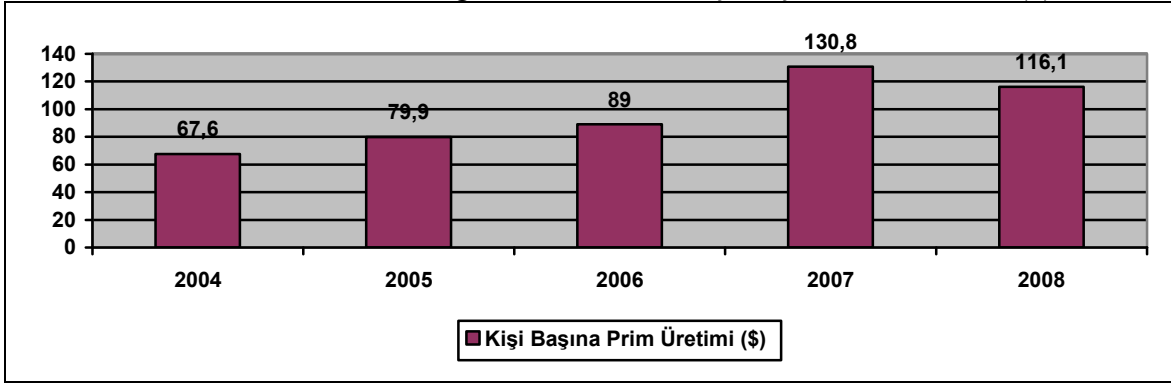
Şekil 3 : Türk Sigorta Sektöründe Prim Üretimi ve GSYH'ya Oranı



Kaynak : (TC Hazine Müsteşarlığı ,2008)

### Türk Sigorta Sektöründe Kişi Başına Prim Üretimi

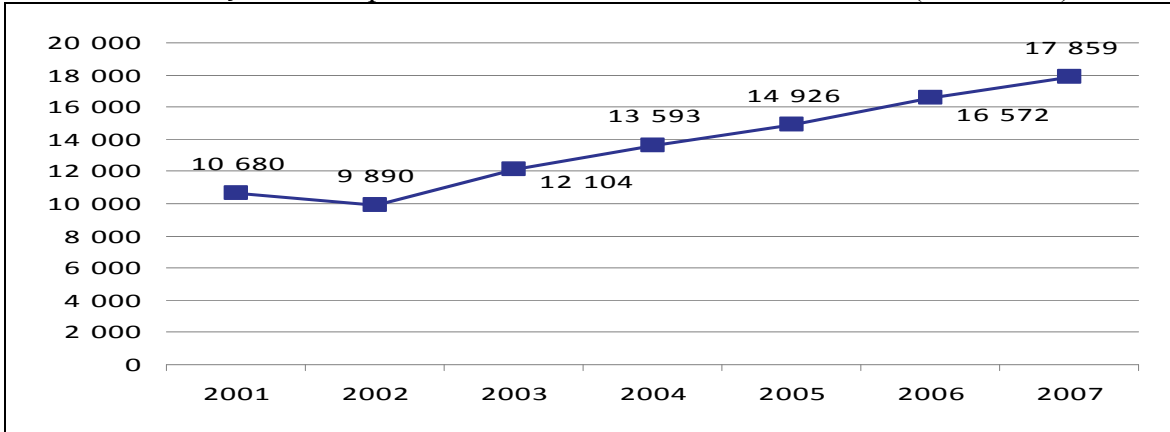
Sigorta yoğunluğu olarak da ifade edilen kişi başına düşen prim miktarı, sigorta sektörünün bir ekonomi içerisindeki gelişimini yansıtır. Yoğunluk, ülkeler arasında karşılaştırma yapılmasına olanak sağlamaktadır (Akınar, Demirbilek ve Işıl, 2009). Türk sigorta sektöründe kişi başına prim üretimi 2004 yılında 67,6 \$ iken, 2008 yılında 116.1 \$'a kadar yükselmiştir. Türk sigorta sektörü 2008 yılında kişi başına prim üretiminde bir önceki yıla göre 65'inci sıraya yükselmiştir. Kişi başı prim üretiminde Avrupa ülkeleri arasında bir değerlendirme yapıldığında ise Türkiye 35 ülke arasında 34'üncü sırada kendine yer bulmaktadır.

**Şekil 4 : Türk Sigorta Sektöründe Kişi Başına Prim Üretimi (\$)**

Kaynak : (TC Hazine Müsteşarlığı ,2008)

### Emeklilik Fonları

Özel emeklilik fonları (private pension funds); çalışanların çalışma hayatı süresince elde ettikleri gelirden tasarruf ederek, emeklilik döneminde sürdürülebilir bir hayat düzeyi sağlamalarına olanak tanıyan ve koşulları önceden belirlenmiş bir “emeklilik plâni” çerçevesinde işverenler, çalışanlar veya her iki grubun ya da, herhangi bir işverene bağlı olarak çalışmayan bireylerin, düzenli olarak yaptıkları belirli tutardaki katkıların bir fonda toplanarak, profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yatırıma yöneltildiği kurumsal yapılar olarak tanımlanmaktadır (Derelioğlu, 2001). Toplam OECD emeklilik fonu piyasası oldukça geniştir, fakat yerli piyasanın hacmi ülkeler arasında büyük değişimler göstermektedir. OECD emeklilik fonu değerleri 2007’de 17.9 trilyon dolara ulaşmıştır ve bu rakam bireysel emeklilik düzenlemelerindeki toplam değerlerin % 64’ünü oluşturmaktadır. ABD 10.2 trilyon dolarlık emeklilik fonu varlığıyla en geniş emeklilik fonu piyasasına sahiptir. OECD ülkeleri içinde en küçük fon büyüklüğüne sahip ülkelerden biride Türkiye’dir. Bunun en önemli sebeplerinden biride Türkiye’de bireysel emeklilik sisteminin oldukça yeni bir uygulama olmasından kaynaklanmaktadır. Grafik 5’te 2001-2007 yılları arasında toplam emeklilik fonu varlıklarındaki trend gösterilmiştir.

**Şekil 5: Toplam Emeklilik Fonu Varlıklarında Trend (2001-2007)**

Kaynak : (OECD,2008)

Emeklilik fonlarının toplam yatırımlarını belirttikten sonra ülkelerin GSYH'ları içinde ne kadar bir büyüklüğe ulaştığını görmemiz de yarar vardır. OECD toplam emeklilik fon değerleri 2001-2007 arasında % 67, yıllık bazda ise % 9 oranında artmıştır. OECD emeklilik fonlarının gayrisafi millî hasılaya (GSMH) oranı 2001'de % 67.3'den 2007'de % 75.5'e yükseltmiştir. Bu oran 2007'de İzlanda'da % 134 ile en yüksek seviyeye çıkmıştır. 2007'de sadece 4 OECD ülkesinde emeklilik fonlarının gayrisafi millî hasılaya oranı % 100'den yüksektir (İzlanda % 134, Hollanda % 132,2 İsviçre % 119,4 ve Avustralya % 105,4). Bu ülkelere ek olarak, İngiltere % 75.5 oranıyla gayrisafi millî hasıla (GSMH) ortalama değerini aşmıştır. Emeklilik fonu değerleri, gayrisafi millî hasıla değerleri gibi ülkeler arasında farklılıklar göstermektedir. 30 ülkeden sadece 11 tanesinin gayrisafi millî hasıla oranları OECD'nin "olgunlaşmış emeklilik fonu piyasası" minimum değeri kabul edilen % 20 den yüksektir (OECD, 2008).

OECD ülkelerinde hem şirket, hem de kamu borçlanma araçlarını içeren "tahvil-bono" grubu çoğu ülkede en önemli paya sahiptir. 2008 yılı itibariyle toplam yatırımlar içinde tahvil-bononun payının en fazla olduğu ülkeler % 80,6 ile Çek Cumhuriyeti ve % 82,5 ile Meksika'dır. Türkiye'de toplam yatırımlar içinde tahvil-bononun payı 2008 yılı itibariyle % 70,1'dir. "Hisse senedi" en çok tercih edilen bir diğer yatırım aracıdır. Hisse senedi yatırımlarının toplam yatırımlar içinde en fazla olduğu ülkeler % 59 ile Avustralya ve % 52,3 ile İrlanda'dır. Türkiye'de emeklilik fonları içerisinde hisse senedi yatırımlarının payı % 8'dir. Tablo 5'te 2008 yılında OECD ülkelerinde özel emeklilik planlarında varlık dağılımı gösterilmiştir.

### **Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi**

Dünya örnekleri ile kıyaslandığında ülkemiz için oldukça yeni bir uygulama olan bireysel emeklilik sistemi, Türkiye'de Eylül 2003'te uygulanmaya başlanmış ve yıllar itibariyle hızla gelişmiştir. Bireysel emeklilik sisteminde 2009 yılsonu itibariyle faaliyet gösteren emeklilik şirketi sayısı 13'e ulaşmıştır. Sistemdeki hızlı büyümenin, oran olarak azalmakla birlikte önümüzdeki yıllarda da devam etmesi ve halen % 1 düzeyinde olan, toplam fon büyüklüğünün gayrisafi yurt içi hasılaya oranının sistemin 20. yılında (2023 yılında) % 10'a ulaşması hedeflenmektedir (EGM, 2010).

### **Fon Büyüklüğü ve Katılımcı Sayısı**

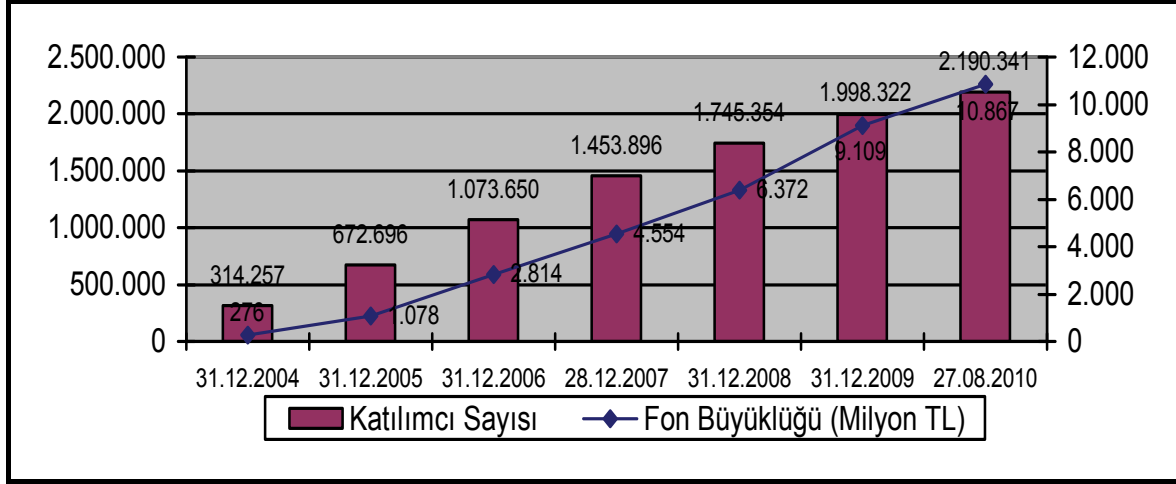
Ülkemiz için oldukça yeni bir uygulama olmasına rağmen bireysel emeklilik sistemi başlangıcından bu yana önemli bir yol kat etmiştir. 31.12.2004 tarihinde 314.257 kişinin katıldığı bireysel emeklilik sisteminde, 27.08.2010 tarihi itibariyle 2.190.341 katılımcı sayısına ulaşmış bulunmaktadır. Bireysel emeklilik sisteminin ülkemizdeki gelişimi ile ilgili bir diğer temel gösterge ulaşılan fon büyüklüğüdür. Bireysel emeklilik sistemi, 27.08.2010 tarihi itibariyle 10.867 milyon TL'lik bir fon büyüklüğüne ulaşmış bulunmaktadır. Grafik 6'da yıllar itibariyle bireysel emeklilik sisteminde fon büyüklüğü ve katılımcı sayıları verilmiştir.

**Tablo 5 : OECD Ülkelerinde Özel Emeklilik Planlarında Varlık Dağılımı- 2008**

Ülkeler	Nakit	Tahvil ve Bonolar	Hisse Senedi	Diğer
ABD	1,8	29,0	46,1	23,2
Almanya	5,3	38,3	6,1	50,3
Avustralya	14,1	13,9	59,1	12,9
Avusturya	15,2	49,0	21,2	14,6
Belçika	8,5	42,3	32,8	16,4
Çek Cumhuriyeti	8,9	80,6	3,6	6,9
Danimarka	1,0	57,7	13,9	27,5
Finlandiya	0,7	46,5	33,2	19,6
Hollanda	4,8	37,5	37,3	20,5
İrlanda	10,9	26,1	52,3	10,8
İzlanda	10,5	59,5	18,4	11,6
İngiltere	3,7	27,1	45,8	23,4
İspanya	23,8	54,9	10,9	10,5
İsveç	4,1	61,3	25,5	9,0
İsviçre	8,8	40,8	21,5	28,9
İtalya	8,0	46,3	10,1	35,5
Japonya	7,7	47,7	13,6	31,0
Kanada	4,0	38,0	31,5	26,5
Kore	33,7	45,1	2,3	18,8
Lüksemburg	18,9	42,2	33,1	5,8
Macaristan	9,9	69,1	18,1	2,9
Meksika	0,0	82,5	11,2	6,2
Norveç	4,4	65,7	22,4	7,6
Polonya	2,5	75,1	21,7	0,7
Portekiz	13,6	52,2	18,3	15,9
Slovak Cumhuriyeti	24,6	66,6	4,9	3,9
Türkiye	6,3	70,1	8,0	15,6
Yunanistan	26,7	62,0	6,6	4,8

Kaynak : (OECD,2008)

**Şekil 6 : Bireysel Emeklilik Sisteminde Fon Büyüklüğü ve Katılımcı Sayısı**



**Kaynak :** (EGM) URL 2

Türkiye’de kurumsal yatırımcı olarak emeklilik yatırım fonlarının sermaye piyasalarına etkilerinden biri de, uzun vadeli fon birikimi sağlanması suretiyle özellikle sermaye piyasalarının derinleşmesine imkân sağlamasıdır. Özel emeklilik sistemlerinin sermaye piyasalarının derinleşmesine katkısı ise sistem vasıtasıyla bir araya gelen küçük tasarrufların hisse senetleri aracılığıyla ne ölçüde sermaye piyasalarına kanalize edildiğine bağlıdır. Bu çerçevede, özel emeklilik fonu portföylerinde hisse senetleri payının görece artması, sermaye piyasalarının derinleşmesi bakımından büyük önem taşımaktadır (Oktayer ve Oktayer, 2007,72). Bireysel emeklilik fon sayısı 2005 yılında 91 iken yıllar itibariyle artarak 2006 yılında 103’e, 2007 yılında 104’e, 2008 yılında 120’ye ve 2009 yılında 130’a yükselmiştir. Emeklilik yatırım fonlarının dağılımı yıllar içinde önemli bir değişiklik göstermemiştir. 2009 yılında tahvil-bono yatırımlarının payı % 65, repo ve diğer yatırımların payı % 25 iken, hisse senedi yatırımlarının payı sadece % 10 civarındadır (TSPAKB, 2010, 80-81).

## Sonuç

1980’li yılların başlarından itibaren uygulanan finansal liberalizasyon politikaları ile birlikte 1981 yılında yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu ile Türk sermaye piyasaları özellikle 90’lardan itibaren hızlı bir gelişim süreci içerisine girmiştir. Sermaye piyasalarının bu gelişiminde kurumsal yatırımcıların ayrı bir itici güç unsuru olduğu ve yıllar itibariyle artan bir paya sahip olduğu görülmektedir. Kurumsal yatırımcılar, Türk sermaye piyasalarının daha fazla gelişmesi ve kurumsallaşması bakımından da ayrı bir öneme sahiptir.

Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcı tabanının büyük bir kısmını yatırım fonları oluşturmaktadır. Yatırım fonları portföy büyüklüğünün gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı, ülkedeki kurumsal yatırımcı tabanının gelişmişliğinin göstergesidir ve bu oran Türkiye’de sadece % 3’tür. Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcılar içerisinde en hızlı gelişimi ise Türkiye’de 2003 yılı sonunda uygulanmaya başlanan ve yıllar itibariyle hızlı bir gelişim gösteren emeklilik yatırım

fonları oluşturmaktadır. Emeklilik yatırım fonları günümüzde toplam kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğünün yaklaşık olarak % 30'unu oluşturmaktadır.

Türkiye'de kurumsal yatırımcılar yıllar itibariyle hızlı bir gelişim göstermiş ve kurumsal yatırımcıların gayrisafi millî hasıla içindeki payı 2010 yılı itibariyle gayrisafi millî hasılanın % 4,5'ine ulaşmıştır. Ancak, uluslararası kıyaslamalara göre bu oranın yeterli olduğunu söyleyebilmek mümkün değildir. Türk sermaye piyasasında henüz yeterli bir büyüklüğe ulaşamayan kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasındaki payının artmasıyla beraber Türk sermaye piyasasındaki aşırı dalgalanmaların giderek azalması mümkün olabilecektir.

### **Kaynakça**

- Algüner, A. (2006)**, Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği, SPK Yayınları, Yayın No.199.
- Akın, F. (2010)**, Sigortacılık: Türk Sigortacılık Sektörünün AB Ülkeleri Sigortacılık Sektörü İle Karşılaştırılması, 14. Bölüm, Beta Yayınevi.
- Akpınar, Ö., Demirbilek İ. ve Işıl G., (2009)**, “Türk Sigorta Sektöründe Rekabet Gücü ve Yapısal Analiz” , Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Yayın No :773.
- Aras, G. ve Müslümov , A. (2003)**, “Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü ; OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği” , Kurumsal Yatırımcılar Derneği.
- Çetin M. ve Karabay M.E. (2009)**, “Türk Sigortacılık Sektöründe Ölçek Ekonomileri Üzerine Bir Çalışma, Ölçek Ekonomilerinin Rekabet Gücüne Etkisi”, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Yayın No :773.
- Dağlar, H. (2007)**, Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi, TBB Yayınları, Yayın No: 249.
- Derelioğlu, D. (2001)**, Dünya'da Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları ve Türkiye için Öneriler, TÜGİAD, Ankara.
- Erdoğan, O. ve Özer, L. (1998)**, Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar, İMKB Yayınları.
- Hazine Müsteşarlığı, Sigorta Denetleme Kurumu, Türkiye’de Sigorta ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Hakkında Rapor -2008.
- Kandır S.Y. (2009)**, Kurumsal Yatırımcılar, Teori ve Uygulama, Detay Yayıncılık.
- OECD**, Pension Markets in Focus, December 2008, Issue 5.
- Okur, M. (2009)**, “Türk Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar”, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Yayın No :773, Cilt 1, Sayı 1, Temmuz 2009.
- Oktayer, N. ve Oktayer, A. (2007)**, “Özel Emeklilik Fonlarının Finansal Piyasaların Gelişimine Etkileri”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi , C.IX.S.11.
- SPK (2009)**, 2008 Yılı Faaliyet Raporu
- Swiss Re , Sigma No : 2/2010, World Insurance in 2009.

Kurumsal yatırımcılar ve Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcıların gelişimi üzerine bir değerlendirme

**TSPAKB (2010a)**, “Sermaye Piyasasında Gündem” , Sayı 96, Ağustos 2010.

**Vittas, D. (1998)**, “Development Research Group The World Bank Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?” , Policy Research Working Paper 2032.

**Zor, İ. ve Aslanoğlu, S. (2005)**, “Kurumsal Yatırımcı Olarak Özel Emeklilik Fonları: Türkiye’de Oluşturulan Sisteme Yönelik Değerlendirme ve Geleceğe Yönelik Bir Tahmin” , Muhasebe ve Finansman Dergisi , Sayı 26.

**DPT , 2010 Yılı Programı**, [www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr) ,(15.08.2010).

**EGM (2010)**, Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2009.

Kuhan Harichandra ve S. M. Thangavelu (2004), “Institutional Investors, Financial Sector Development And Economic Growth in OECD Countries Department of Economics”, Working Paper No. 0405 <http://nt2.fas.nus.edu.sg/ecs/pub/wp/wp0405.pdf>

**URL 1: EFAMA**, <http://www.efama.org> , (07.09.2010)

**URL 2: EGM**, <http://www.egm.org.tr/BESgostergeler.asp> , (10.09.2010)

**URL 3: TSPAKB**, [www.tsrbs.org.tr](http://www.tsrbs.org.tr) , (10.08.2010).

**URL 4: TSRSB**, [www.tsrbs.org.tr](http://www.tsrbs.org.tr), (27.10.2010).