



SERMAYE PİYASASI KURULU

DENETLEME DAİRESİ

**İSKONTOCU ARACI KURUMLAR VE ÜLKEMİZDE
UYGULANABİLİRLİĞİ**

YETERLİK ETÜDÜ

**İ. Başak KARAKOÇ
Uzman Yardımcısı**

**NİSAN 2003
İSTANBUL**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Ülkemizde 2000 yılı sonlarında yaşanan ve halen etkisi devam etmekte olan mali kriz diğer tüm piyasalarda olduğu gibi sermaye piyasalarında da gözle görülür bir kaynak azalımına neden olmuştur.

Özellikle, sermaye piyasamızın en önemli katılımcıları arasında yer alan aracı kurumlar krizin etkisini derinden hissetmiş ve her geçen gün azalan borsa işlem hacmi ile doğru orantılı olarak gelirleri de düşmüştür.

2001 yılına ilişkin olarak yalnızca alım satım aracılığı yetki belgesine sahip olan aracı kurumların gelir tabloları incelendiğinde, %47 kadarının komisyon gelirlerinin giderlerini karşılamaya yetmediği veya ancak karşıladığı görülmektedir.

Komisyon oranlarının sabit olduğu piyasamızda, büyük aracı kurumlar ile rekabet etmek zorunda kalan diğer küçük aracı kurumlarımız piyasa paylarını koruyabilmek adına diğerleri ile aynı çeşitlilikte ve kalitede hizmet sunabilmek için büyük operasyonel maliyetlere katlanmak zorunda kalmaktadırlar.

Bazı gelişmiş ülkelerde, aracı kurumların örgütlenme yapılarında farklılaştırmaya gidildiği ve sundukları hizmetleri ayrıştırıldığı görülmektedir. Şöyle ki; yalnızca alım satım aracılığı yapan ve müşterilerine yatırım danışmanlığı da dahil olmak üzere bunun dışında hizmet vermeyen, dolayısıyla operasyonel maliyetlerini minimize ederek daha düşük komisyon oranları ile çalışan, bu yüzden de "discount brokerage" (iskontocu aracı kurumlar) olarak adlandırılan bir aracı kurum yapısı söz konusudur.

Bu çerçevede iskontocu aracı kurum kavramının tanımlanarak yapısı ve hizmet fiyatlandırma politikası ile müşteri profiline yer verildiği bu çalışmada, aracı kurumların yurtdışındaki yapılanmaları ve bu çerçevede sahip olmaları beklenen asgari sermaye miktarlarına ilişkin düzenlemelere de yer verilerek, asgari komisyon oranı sınırlandırmasının, iskontocu aracı kurum uygulaması açısından kaldırılmasının zorunluluğuna değinilerek, komisyon gelirlerinin aracı kurumlarımızın mali yapısı üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Aracı kurumlar açısından kuruluş aşamasında harcanan sabit maliyetler ve aylık düzenli giderler yanında, en önemli maliyet unsurlarından birini de yetki belgeleri için ödemekle yükümlü oldukları meblağ oluşturmaktadır. Alım satım aracılığı yetki belgesi için sahip olunması gereken asgari özsermaye tutarı 2003 yılı 30 Haziranı'na kadar 535 milyar TL'dir ve 2002 yılı Haziran ayına kadar 375 milyar TL olan tutar aynı yıl İMKB'de gerçekleşen ilk altı aylık ve 2000 yılı son altı aylık işlem hacmi toplamının %0,041'i kadarına denk gelmiştir ki bu oran gelişmiş ülke piyasaları ile karşılaştırıldığında oldukça yüksek kalmaktadır.

Alım satım aracılığı yetki belgesinin bu kadar yüksek olmasının sebebi Türkiye'de bütün aracı kurumların aynı zamanda müşterilerine saklama yetkisi sunmalarıdır.

Aracı kurumlara müşterilerine ait hisse senetlerini fiziken Takasbank'ta bulundurma zorunluluğu getirilmiş olmasına rağmen, söz konusu senetler kayden aracı kurumların Takasbank bünyesindeki havuz hesabında görünmektedir. Aracı kurumların alım satım yetki belgelerinin bu kadar yüksek belirlenmesinin altında yatan neden oluşabilecek risklere karşı bir teminat sisteminin kurulmak istenmesidir.

Yetki belgeleri için ödenen yüksek tutarların aracı kurumların maliyetlerini arttırması dolayısıyla iskontocu aracı kurum sisteminin Türkiye'de uygulanabilmesini güçleştirebileceğinden hareketle; bu çalışmada ayrıca söz konusu risklerin elimine edilmesini sağlamak için, saklama hizmetinin ayrı bir yetki belgesine bağlanarak, tüm aracı kurumlara değil de güçlü sermaye yapısına sahip aracı kurumlara bırakılması tartışılmıştır.

Bu çalışmada sonuç olarak, iskontocu aracı kurumların komisyon oranları serbest bırakıldığı takdirde Türk sermaye piyasalarında yer bulacağı ancak takas güvence sistemleri iyice oluşturulmadan saklama hizmetinin ayrılmasının küçük aracı kurumlara ek mali yükümlükler getireceği, saklamanın ayrı bir aracı kurum tarafından üstlenilmemesi halinde ise şu anki sermaye yeterli yükümlüklerinin değiştirilmesinin müşteriler ve piyasa açısından özellikle asgari komisyon oranı uygulaması terkedildikten sonra risk oluşturabileceği kanaatine varılmaktadır.

İÇİNDEKİLER

I	GİRİŞ	1
II	GENEL OLARAK ARACILIK KAVRAMI VE ARACI KURUMLAR	2
II.1	SERMAYE PİYASALARINDA ARACILIK KAVRAMI VE YAŞANAN GELİŞMELER	2
II.2	ARACI KURUM TÜRLERİ	3
2.2.1	Tam Servis Sağlayan Aracı Kurumlar	4
2.2.2	İskontocu Aracı Kurumlar	4
III	İSKONTOCU ARACI KURUMLAR	5
III.1	İSKONTOCU ARACI KURUM TÜRLERİ	6
3.1.1	Tam Servis Sağlayan İskontocu Aracı Kurumlar	6
3.1.2	Klasik Anlamda İskontocu Aracı Kurumlar	6
3.1.3	Yüksek İskontocu Aracı Kurumlar	7
3.1.4	Bilgisayar Temelli İskontocu Aracı Kurumlar	7
III.2	İSKONTOCU ARACI KURUM PİYASASININ MÜŞTERİ YAPISI	7
3.2.1	Piyasa Bilgisi	8
3.2.2	Gelir Düzeyi	8
3.2.3	Fiyat- Kalite Etkisi	9
3.2.4	Maliyet Yapısı	10
3.2.5	Rekabet Faktörü	11
IV	YABACI ÜLKE UYGULAMALARI	12
IV.1	AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ	12
IV.2	AVRUPA BİRLİĞİ	15
IV.3	KANADA	16
V	TÜRKİYE'DE ARACI KURUMLAR VE İSKONTOCU ARACI KURUMLARIN UYGULANABİLİRLİĞİ	18
V.1	ARACI KURUMLARIN ASGARİ SERMAYE KOŞULLARI	19
V.2	ARACI KURUMLARIN KOMİSYON ORANLARI	22
5.2.1	Komisyon Oranlarının Ülkemiz Açısından Değerlendirilmesi	22
5.2.2	Komisyon Gelirlerinin Aracı Kurumların Mali Yapısındaki Yeri	26
V.3	MÜŞTERİ HİSSE SENETLERİNİN SAKLANMASININ AYRI BİR YETKİ BELGESİNE BAĞLANMASI	33
5.3.1	Saklama Hizmetinin Ayrı Bir Yetki Belgesine Bağlanmasına İlişkin Değerlendirme	37
VI	GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	38
KAYNAKÇA		45
EK:1		i
Saklamanın Ayrı Bir Yetki Belgesine Bağlanmasına İlişkin Sistem Önerisi		i
6.3.1	Önerilen Saklama Sisteminde Doğabilecek Sorunlar	iii

KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
(D) Aracı Kurum	: Yalnızca alım satım aracılığı yetki belgesine sahip olan aracı kurumlar
(F) Aracı Kurum	: Yetki belgelerinin tamamına sahip olan aracı kurumlar.
İAK	: İskontocu Aracı Kurumlar
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
NYSE	: New York Stock Exchange
SEC	:United States Securities and Exchange Commission
Seri:V, No:34 Tebliği	: Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği
Seri:V, No:34 Tebliği	: Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
TSA	: Tam Servis Sağlayan Aracı Kurumlar
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPKr	: Sermaye Piyasası Kurulu
Takasbank	: İMKB Takas ve Saklama Bankası
A.Ş.	
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği
USD	: United States Dolar

TABLolar CETVELİ

Tablo 1: ABD Aracı Kurumları İçin Asgari zsermaye Yükümlülüğü.....	14
Tablo 2: AB Düzenlemelerinde Aracı Kurumlar İçin Belirlenen Asgari zsermaye Yükümlülükleri.....	15
Tablo 3: Kanada Düzenlemelerinde Aracı Kurumlar İçin Belirlenen Asgari zsermaye Yükümlülükleri.....	17
Tablo 4: Yetki Belgeleri İçin ngrlen Sermaye Yeterlik Miktarları.....	20
Tablo 5: 2001 ve 2003 Yıllarında Aracı Kurumların Sahip Oldukları Yetki Belgeleri.....	20
Tablo 6: Aracı Kurumların Komisyon Kazançları İtibarıyla Pazar Yoğunlağmasındaki Yerleri.....	27
Tablo 7: Aracı Kurum Komisyon Gelirlerinin İğlem Hacimlerine Oranı.....	28
Tablo 8: 1997-2001 Yılları İtibarıyla Aracı Kurumların Komisyon Gelirlerinin Genel Genel Yönetim Giderlerine Oranı.....	29
Tablo 9: 1997-2001 Yılları İtibarıyla Aracı Kurumların Komisyon Gelirlerinin Net Satığlarına Olan Oranı.....	30
Tablo 10: 1997-2001 Yılları İtibarıyla Aracı Kurumların Komisyon Gelirlerinin Ortalama, Standart Sapma ve Medyan Değerleri.....	31

I GİRİŞ

Komisyon oranlarının sabit olduğu piyasamızda, büyük aracı kurumlar ile rekabet etmek zorunda kalan diğer küçük aracı kurumlarımız piyasa paylarını koruyabilmek adına diğerleri ile aynı çeşitlilikte ve kalitede hizmet sunabilmek için büyük operasyonel maliyetlere katlanmak zorunda kalmaktadırlar.

Bazı gelişmiş ülkelerde, aracı kurumların örgütlenme yapılarında farklılaştırmaya gidildiği ve sundukları hizmetlerin ayrıştırıldığı görülmektedir. Şöyle ki; yalnızca alım satım aracılığı yapan ve müşterilerine yatırım danışmanlığı da dahil olmak üzere bunun dışında hizmet vermeyen, dolayısıyla operasyonel maliyetlerini minimize ederek daha düşük komisyon oranları ile çalışan, bu yüzden de “discount brokerage” (iskontocu aracı kurumlar) olarak adlandırılan bir aracı kurum yapısı söz konusudur.

Bu çerçevede İkinci Bölümde genel olarak aracılık kavramı ve aracı kurumlara değinildikten sonra, Üçüncü Bölümde iskontocu aracı kurum kavramı tanımlanarak yapısı ve hizmet fiyatlandırma politikası ile müşteri profiline yer verilmiştir. Dördüncü Bölümde ise, aracı kurumların yurtdışındaki yapılanmaları ve bu çerçevede sahip olmaları beklenen asgari sermaye miktarlarına ilişkin düzenlemelerden bahsedilmiştir.

Beşinci Bölümde, ülkemizde aracı kurumların sahip olması gereken asgari sermaye koşullarından bahsedilmiş, asgari komisyon oranı sınırlandırmasının, iskontocu aracı kurum uygulaması açısından kaldırılmasının zorunluluğuna değinilerek, komisyon gelirlerinin aracı kurumlarımızın mali yapısı üzerindeki etkileri incelenmiş ve yetki belgeleri için ödenen yüksek tutarların aracı kurumların maliyetlerini arttırması dolayısıyla iskontocu aracı kurum sisteminin Türkiye’de uygulanabilmesini güçleştirebileceğinden hareketle; söz konusu risklerin elimine edilmesini sağlamak için, saklama hizmetinin ayrı bir yetki belgesine bağlanarak, tüm aracı kurumlara değil de güçlü sermaye yapısına sahip aracı kurumlara bırakılması tartışılmıştır. Çalışmanın Altıncı Bölümünde ise, iskontocu aracı kurumların ülkemizde uygulanabilmesi açısından komisyon oranlarına ilişkin

sınırlandırmanın kaldırılması ve saklama hizmetin ayrı bir yetki belgesine bağlanmasına ilişkin ulaşılan kanaate yer verilmiştir.

II GENEL OLARAK ARACILIK KAVRAMI VE ARACI KURUMLAR

II.1 Sermaye Piyasalarında Aracılık Kavramı ve Yaşanan Gelişmeler

Reel sektöre doğrudan finansman imkanı tanıyan menkul kıymet piyasalarında aracılık sistemine, işlem maliyetlerinin taşıdığı önem ve asimetrik bilgi dağılımı sebepleri ile gereksinim duyulmuştur. Asimetrik bilgi dağılımı, sermaye piyasasından fon talep eden şirketler ile yatırım yapmak isteyen bireyler arasındaki bilgi eşitsizliğinden doğmaktadır. Finansal araçlar, fon talep edenlerin yatırımları, mevcut riskleri, alternatif maliyetleri hakkında bu bilgiden yoksun olan yatırımcılara nazaran daha kolay şekilde bilgi elde ederek bu bilginin etkin kullanılmasını sağlarlar. Fon aktarımında araçların rolünün önemli olmasına yol açan ve bir işlemin gerçekleşmesi için harcanan zaman ve parasal kaynak biçiminde ortaya çıkan işlem maliyeti ise bu alanda uzmanlaşmış ve ölçek ekonomisinden faydalanabilen aracı kurumlar sayesinde düşürülebilmektedir. Çok sayıda işlem gerçekleştirmenin sağladığı avantaj ve yapılması gerekli masrafları düşürecek yatırımlar yapmaları sonucu aracı kurumlar vasıtası ile fon aktarımı daha kolay ve ucuz olabilmektedir.

Finansal hizmetlerin elektronik ve sayısal haberleşme araçları vasıtası ile sunulması olarak tanımlayabileceğimiz elektronik finansın gelişmesi ile internet kullanımının sermaye piyasalarında da yaygın biçimde kullanılmaya başlanması, hem sermaye piyasası faaliyetlerindeki işlemlerin hızının ve esnekliğinin artırılmasına hem de maliyetlerinin azalmasına imkan tanımaktadır. Ayrıca internet vasıtası ile yatırımcılar, piyasa verilerine ve bu bilgilerin analiz edilmiş hallerine de rahatlıkla ulaşabilmektedirler.

Elektronik finansın gün geçtikçe ilerleme kaydetmesi ve yaygınlaşması sayesinde yukarıda da belirtildiği üzere işlem

maliyetlerinin azaldığı ve her türlü bilgiye ulaşmanın mümkün hale geldiği göz önüne alınacak olunursa, finansal araçlara ileride tamamıyla ihtiyacın ortadan kalkacağı (disintermediation), aracılık sistemleri üzerine dünyada yürütülen tartışmalarda değinilen bir noktadır.

Diğer taraftan, gelecekte sermaye piyasası işlemleri saf bir al sat ortamında gerçekleştirilmeyecektir. Sermaye piyasaları, dünya çapında alım satım öncesi ve sonrası işlemlerin tamamen otomatik hale gelmesi ve işlemin sonuçlandırılmasına kadar tüm aşamaların tarafların karşılıklı olarak sistemlerine yaptıkları tek bir girişle otomatik olarak gerçekleşmesini sağlayan sistemlere doğru ilerlemektedir.¹

Bu gelişmeler çerçevesinde teorik olarak araçlara olan ihtiyacın kalmadığı düşünülse bile finansal araçlar mali sistemin içinde yer almaya devam edecektir. Modern aracılık teorisinde finansal araçların bağımsız piyasa aktörleri olarak değerlendirilerek piyasaya finansal ürünler yaratan, varolan risklerin azaltımında ve transferinde önemli roller üstlenen, piyasaya likidite sağlayan ve sınırsız ulaşımın mümkün olduğu bilgiyi yorumlayabilecek uzmanlığa sahip olan kuruluşlar olarak kabul edildiğini söyleyebiliriz². Bu doğrultuda aracı kuruluşların, bir yandan kullandıkları teknolojileri geliştirirken, diğer taraftan faaliyet alanlarını çeşitlendirme ve daha fazla katma değer yaratacak faaliyetlere yönelme çabası içine girdikleri gözlenebilir.

II.2 Aracı Kurum Türleri

Komisyon oranlarına ve aracı kurum sayısına getirilen sınırlandırmanın kaldırılmasıyla birlikte, aracı kurumlar arasında piyasa bölümlendirilmesine ve sunulan hizmet farklılaştırılmasına gidildiği görülmektedir. Daha çok yatırım bankacılığı faaliyetinde bulunan ve kurumsal yatırımcılara hizmet veren aracı kurumların yanısıra, yalnızca alım satım aracılığı yapan ve daha düşük komisyon oranları ile küçük yatırımcılara hizmet veren aracı kurumlar da

¹ Straight-through processing (STP).

² Elektronik Finansın Gelişimi Karşısında Aracı Kuruluşlar (Tevfik KINIK, Sf.9)

sektörde yer almışlardır. Bu çerçevede; örgütlenme yapılarındaki farklılıklar ve sundukları hizmetler bakımından aracı kurumlar iskontocu (discount) ve tam servis sağlayan aracı kurumlar (full-service) olmak üzere ikiye ayrılabilir.

Her iki aracı kurum da en genel anlamda aracılık faaliyetlerini yerine getirmekle birlikte; iskontocu aracı kurumlar yalnızca alım satım aracılığı yapan, komisyon ücreti karşılığında müşterilerine yatırım danışmanlığı da dahil olmak üzere bunun dışında hizmet vermeyen, dolayısıyla operasyonel maliyetlerini minimize ederek daha düşük komisyon oranları ile çalışan aracı kurumlarken, tam servis sağlayan aracı kurumlar, kurumsal finansman, kurumsal satış, aracılık, aracılık yüklenimi, portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı, araştırma ve risk yönetimi hizmetlerinin tamamını sunar.

2.2.1 Tam Servis Sağlayan Aracı Kurumlar

TSA'lar, müşterilerine bazı avantajlar sağlarlar. Bunlar arasında en dikkate değer hizmetleri ücretsiz tavsiyelerdir. Bu aracı kurumlar müşterilerinin hesaplarını aktif olarak yönetirler, alım-satım önerilerinde bulunurlar, finansal ihtiyaçlarına yönelik olarak planlamalar yaparlar ve bu hizmetleri güçlü bir analistler altyapısı ile sağlarlar. TSA, finansal planlama ve yönetim için gerekli olan zaman veya bilgi ve tecrübe eksikliği bulunan yatırımcılara danışmanlık hizmeti sunarlar. Bu tarz bir hizmet de doğal olarak bir maliyet içerir ve işlem hacmine uygulanan yüksek komisyon oranlarını da beraberinde getirir. Bu tür firmalar finansal planlama uzmanları aracılığıyla, müşterilerinin gelecek ihtiyaçlarını analiz ederek bunları karşılamaya yönelik aktif finansman stratejileri oluştururlar.

2.2.2 İskontocu Aracı Kurumlar

İskontocu aracı kurumlar TSA'ların sağladıkları kapasitede hizmet satın almak istemeyen yatırımcılara hitap ederler. Hedef

müşteri kitleleri kendi alım satım kararlarını verebilen, finansal araştırmalarını yapan ve kendi portföylerini yönetebilen yatırımcılardır. Bunlar, paralarının büyük kısmını komisyon olarak aracı kurum yerine piyasaya kaydırmayı sağlayacak bir sistemin eksikliğini çekmekteydiler. Söz konusu yatırımcı tipi, TSA'ların insan aracılığıyla işlem yürütebilme özelliğine fazladan bir marjinal değer eklemektedir. Bu yeni kesim gelişen bilgisayar ağında etkileşime ve açıklığa gereksinim duymaktadır. İnternet ve diğer elektronik arabirimler, söz konusu yatırımcıların ihtiyaçlarına yönelik ideal ve düşük maliyetli ortamları sağlamaktadır. Değişen piyasa koşullarına uyum sağlayan iskontocu aracı kurumlar; otomotize ses kotasyonları, bilgisayar erişimleri, on-line hizmetler, kredi kartı uygulamaları ve para piyasasından faydalanma gibi pek çok yeni hizmetler sunmaktadır. Ayrıca, bilgisayar ağı imkanlarından faydalanarak, hedef müşteri kitlesinin işlem gerçekleştirirken büyük oranda gider tasarrufu yaptığının farkına varmasını sağlamaktadır. Sonuç olarak, sundukları hizmet derecesine bağlı olarak pek çok farklı iskontocu aracı kurum vardır.

III İSKONTOCU ARACI KURUMLAR

Özellikle elektronik finansın ve internet kullanımının sermaye piyasalarında yaygınlaşması ile birlikte bilgiye erişimin daha kolay hale gelmesi yatırım danışmanlarına olan ihtiyacı azalttığı gibi, yatırımcılara bilgisayar veya telefonla da alım-satım emirlerini iletme imkanı tanımıştır. Söz konusu teknolojik gelişmeler, zaten yatırım danışmanlığı hizmeti satın almak istemeyen, kendi kararlarını kendi veren ve daha az maliyetle işlem gerçekleştirmek isteyen bir müşteri kitlesine hitap eden iskontocu aracı kurumlar tarafından çok çabuk kabul görmüş ve oldukça yaygın kullanılmaya başlanmıştır. Bir yandan iskontocu aracı kurumlar elektronik finansın sermaye piyasalarında kullanımının yaygınlaşmasına katkı sağlarken, diğer yandan elektronik finansın gelişmesi de iskontocu aracı kurumların piyasa paylarını arttırmalarına imkan vermiştir.

Bu bölümde iskontocu aracı kurumlar daha detaylı olarak ortaya konmuş ve yapısı, fiyatlandırma politikası, müşteri profilleri incelenmiştir

III.1 İskontocu Aracı Kurum Türleri

3.1.1 Tam Servis Sağlayan İskontocu Aracı Kurumlar

Tam servis sağlayan iskontocu aracı kurumlar TSA'larla aynı hizmetleri sunmakla birlikte, danışmanlık hizmetleri ayrı bir ücretlendirmeye tabidir ve futures ile diğer türev araçların alım satımını yapmazlar. Azalan hizmet yelpazesine paralel olarak müşteriler bu aracı kurumlarda gerçekleştirdikleri işlemlerin karşılığında TSA'lara oranla yarı yarıya daha az komisyon maliyetine katlanırlar. Buna ek olarak tam servis sağlayan aracı kurumlar da piyasaya daha profesyonel bir bakış yakalayabilmeleri için müşterilerine haber sirküleri ve piyasaya ilişkin başka bilgi kaynakları sunmaktadır. Söz konusu aracı kurumların ortalama olarak işlem başına uyguladıkları komisyon meblağı ABD'de 66,13 USD'dir.

3.1.2 Klasik Anlamda İskontocu Aracı Kurumlar

Bu tür aracı kurumların neredeyse hiç, kişisel denilebilecek tarzda hizmet seçenekleri yoktur. Genellikle yerel ofislerinin bulunmaması genel giderlerinin önemli ölçüde düşük kalmasını sağlayarak, onun yerine elektronik iletişimin sağladığı ölçek ekonomisinden faydalanmalarına olanak tanır. Çok daha az maliyetle çalışmalarının sonucu olarak, TSA'ların üçte bir oranında komisyon ile çalışırlar. Bunlar genellikle yüksek hacimli işlem gerçekleştiren müşteri profiline hitap ederler. ABD'de ortalama olarak uyguladıkları ücret tarifesi işlem başına 24,24 USD'dir.

3.1.3 Yüksek İskontocu Aracı Kurumlar

Bu aracı kurumlar aracılık kelimesinin tam anlamını ifade eder şekilde çalışırlar. Müşterilerle muhatap olan çalışanlar vasıtasıyla hizmet vermekle birlikte bu çalışanlar yalnızca alım satım emirlerini almak ve iletmekle görevlidirler. Hisse senetleri ve opsiyon sözleşmeleri alım satımı, sundukları tek aracılık faaliyetidir ve diğer servisler minimalize edilmiştir. Genellikle yüksek hacimli işlem yapan yatırımcılara hitap ederler ve işlem hacmine bağlı olmaksızın sabit bir komisyonla çalışırlar.

3.1.4 Bilgisayar Temelli İskontocu Aracı Kurumlar

Bu aracı kurumlar yüksek iskontocu aracı kurumlara çok benzer şekilde faaliyet gösterirler fakat işlemlerin gerçekleştirilmesi sırasında ve sonrasında müşteri ile hiç insan etkileşimi kurulmaz. Müşteri kesimini genellikle, ne istediğini bilen ve finansal planlamalarını yaparken yol gösterilmesine gereksinim duymayan, aynı zamanda bilgisayar kullanıcısı olan yatırımcılar oluşturmaktadır. Alım satımına imkan sağladıkları tek finansal enstrümanlar hisse senetleri ve opsiyon sözleşmeleridir. Bunlar da sabit komisyon tutarları karşılığı hizmet sunarlar ve yüksek iskontocu aracı kurumlar ve kendi aralarında ücret tarifeleri bakımından ciddi bir rekabet yürütürler.

III.2 İskontocu Aracı Kurum Piyasasının Müşteri Yapısı

Bir yatırımcının aracı kurum tercihini belirleyen pek çok etken vardır. Bunlar; piyasa bilgisi, geliri, risk tercihleri, finansal ihtiyaçları, yatırım seçenekleri ve servis beklentileri şeklinde sıralanabilir. Etkenlerin birden fazla olması, basitleştirici varsayımlar yapılmaksızın iskontocu aracı kurum piyasasının analizini güçleştirmektedir. Bu analizde, yatırımcının karar verme sürecini belirleyen diğer faktörler

gözdürüldür edilerek yalnızca, piyasa bilgisi ve ihtiyari gelirleri bağımsız değişkenler olarak kabul edilmiştir.

3.2.1 Piyasa Bilgisi

Yatırım çerçevesinden bakılacak olursa, TSA'lar ve iskontocu aracı kurumlar arasındaki tek fark sunulan hizmet çeşitlendirmesidir. Piyasa bilgisi fazla olan yatırımcılar TSA'lar tarafından sağlanan bilgi ve diğer hizmetlere ihtiyaç duymayabilirler. Ekstra hizmetlerin bu tür müşterilere hiç bir marjinal faydası yoktur. Söz konusu yatırımcı tipi, düşük maliyetle daha az servis sunan aracı kurumlarla çalışmayı tercih ederler.

Piyasa bilgisi yüksek yatırımcılar aracı kurumlarının alternatiflerinin farkındadırlar ve ikame imkanlarının bulunduğu bilinci bu yatırımcılar için aracı kurum değiştirme maliyetlerini oldukça düşürmektedir. Yatırımcının, müşteri temsilcisi olmaksızın gerçekleştiremeyeceği bir finansal amacı yoktur. Buna ilaveten internet vasıtasıyla her türlü bilgiye erişimin mümkün olması (komisyon oranları, hizmet yelpazesi vs.), müşteriler için, çalıştıkları aracı kurumu, sağladığı hizmete karşılık talep ettikleri ücretler bakımından diğer rakipleri ile karşılaştırmalarını kolaylaştırmaktadır. Aracı kurum değiştirmeye meğilli müşterilerin sunulan hizmet değerini aşan bir fiyatlandırmaya toleransı yoktur.

3.2.2 Gelir Düzeyi

Yatırımcıların gelir düzeyi aracı kurum seçimlerini etkilemektedir. Artan gelir seviyesi her bir yatırım kararının önemini azaltmaktadır. Komisyon maliyeti toplam yatırım miktarı düşünöldüğünde önemsiz kalmaktadır. Bu açıdan bakıldığında yüksek gelir düzeyinden yatırımcıların tam servis sağlayan aracı kurumları tercih edecekleri düşünölebilir. Bununla birlikte eğer elde edilen gelirin

kaynağı yine sermaye piyasaları ise, yatırımcının tam servise ihtiyacı olmayacak ve daha yüksek komisyon maliyetlerine katlanmayacaktır.

Yüksek gelir düzeyi, yatırımcılara TSA'ların sunacağı servisler de dahil olmak üzere daha fazla hizmet satın alma imkanı tanır. Ayrıca, müşteri açısından yatırım yapmak için yapılan araştırmalara harcanan zamanın fırsat maliyeti, iskontocu aracı kurum vasıtasıyla gerçekleştirilecek daha düşük maliyetli işlemlerden yüksek olabilir. Söz konusu etkiler yatırımcıları komisyon oranlarına karşı daha duyarlı hale getirecektir. Riske karşı duyarlılık da aracı kurum seçimini etkileyecek başka bir husustur. Duyarlılık arttıkça yatırımcıların TSA'ları tercih etme oranı da yükselecektir.

3.2.3 Fiyat- Kalite Etkisi

Günümüzde pek çok makalede, profesyonel portföy yöneticilerinin piyasa karşısında, müşterilerine sağladıkları marjinal faydaları tartışılır olmuştur. Yapılan araştırmalarda, uzmanlaşmış portföy yöneticilerinin, amatörlere oranla çok da fazla bir başarı sergilemedikleri ortaya konmuştur. Bu araştırmalar, portföylerini profesyonellere emanet edenlerin hizmet karşılığında katlandıkları maliyet de göz önüne alındığında, diğer yatırımcılara oranlara çok da fazla bir ek değer elde etmediklerini vurgulamaktadır. Buna karşın sermaye piyasalarında, komisyon oranları bakımından halen önemli bir farklılaşma söz konusudur³.

Tam servis sağlayan aracı kurumlardaki yüksek komisyon oranları, müşteriler üzerinde daha iyi hizmet satın aldıklarına ilişkin bir kanı uyandırmaktadır. Ayrıca, alım satım emirlerinin güvenilir bir şekilde yerine getirildiğinden emin olmalarını da sağlamaktadır. Yatırımcıların, internet ve diğer elektronik altyapıların güvenilirliğine ilişkin bazı şüpheleri mevcuttur, kredi kartı numaralarını verme konusunda olduğu gibi tasarruflarını emanet etmek konusunda da tereddütleri vardır. Bu açıdan yaklaşacak olursak, yüksek komisyon maliyetleri müşterilerin gözünde tasarruflarını güvenilir ellere emanet ettikleri anlamına gelebilir. Buna ilaveten, yüksek gelir grubundan bir

³ Discount Brokerage Pricing Analysis Sf.6

yatırımcı için yüksek komisyon oranları ile işlem yapabilmek diğerlerine oranla daha fazla gelire sahip olduğunun vurgulanması anlamına gelir ve işlem yaptığı aracı kurumunun adı kendine prestij ve daha iyi bir sosyal statü sağladığı gibi, sonuçlar hayal kırıklığı yarattığında başkasını suçlama imkanı da verir.

Aracı kurumların hizmetlerine biçtikleri fiyat müşterilerinin fiyatı algılamasına göre değişir. İnsanlar hiçbir hizmet için değerinin üstünde olduğunu düşündükleri bir ücret ödemeyeceklerdir. Yatırımcıların aracı kurum ücretlerine ilişkin kararlarını sektör normları ve bir aracı kurumu diğeri ile ikame edebilme imkanı belirler. İnternet ve diğer elektronik araçlar, yatırımcılar için artık aracı kurumlar ve rakipleri hakkında her türlü bilgiye erişebilme imkanı yaratmış ve dolayısıyla fiyatlandırmaya karşı olan hassasiyetlerini arttırmıştır.

3.2.4 Maliyet Yapısı

İskontocu aracı kurumların maliyet yapısı yüksek sabit- düşük değişken maliyetli olarak tanımlanabilir. Sabit maliyetleri; müşteri kayıtlarını tutmak için kurmaları gereken sistemler, müşteri erişimini kolaylaştıracak bilgisayar ve telefon sistemleri ve müşteri nezdinde oluşturacakları imajın önemli bir parçası olan merkezi bir yerde büro kurma masrafları olarak sıralanabilir. Başta yüksek maliyete sebep olan sistemlerin kapasitelerinin oldukça yüksek olması, müşteri sayısı arttıkça değişken maliyetlerin azalmasını sağlayacaktır. Maliyetler içerisinde insan faktörünün de önemi unutulmamalıdır. Genellikle, komisyon gelirinin büyük bir bölümü istihdam edilen nitelikli çalışanlara gitmektedir. Dolayısıyla, müşteri temsilcisi sayısının azaltılması iskontocu aracı kurumlar için maliyetleri düşürmenin en önemli yoludur. Bu sektörde yaşanan yoğun rekabet göz önüne alındığında iskontocu aracı kurumlarda, müşterilerin, birebir insanla iletişim kurarak işlem yapma imkanı oldukça azalmaktadır. Bu çerçevede bazı iskontocu aracı kurumlar, insan istihdam etmek yerine yalnızca internet ve telefon vasıtasıyla müşterilerine işlem gerçekleştirme imkanı yaratmaktadır.

3.2.5 Rekabet Faktörü

Düşük fiyat politikasının, kısa dönemde maliyetlerin üzerindeki etkisi daha fazla hissedilecek ancak rekabet açısından uzun dönemde faydası ortaya çıkacaktır. Rekabet karlılık üzerinde negatif etki yaratmaktadır ve fiyatlandırma, toplamı aracı kurum açısından negatif sonuç verebilecek bir rekabet oyunudur. Yalnızca toplam karın azalmasına değil, yüksek gelir grubuna dahil müşterilerin yukarıda belirtilen sebeplerden dolayı kaybedilmesi, rekabetçi firmalar arasında güvenin azalması, fiyatın sinyal etkisine olan güvenin azalması gibi sonuçlara da neden olabilir dolayısıyla aracı kurumların fiyat seviyelerini oluştururken bütün bu faktörleri hesap etmesi gerekmektedir.

Komisyon oranlarını düşük tutmak suretiyle rekabet eden iskontocu aracı kurumların; müşterilerinin piyasa bilgisi, gelir düzeyi, yaşam beklentisi, yaş, yatırım beklentisi gibi özelliklerini dikkate alarak piyasa farklılaştırmasına gitmeleri gerekmektedir. Bunu başarabilmeleri için de alım satım işleminden, daha karmaşık portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığına kadar pek çok müşteri odaklı ürün sunmaları gerekmektedir.

Iskontocu aracı kurumlar arasında en son ortaya çıkan yüksek iskontocu aracı kurumlar ile bilgisayar temelli iskontocu aracı kurumlar, yeni fikirlere açık olan ve bu aracı kurumların sunduğu işlem kolaylıklarından faydalanmak isteyen müşteri kesimine hitap etmektedir. Bu müşteri kesimi güvenilir, çabuk ve bir insanla iletişim kurmaksızın işlem gerçekleştirmenin, üstelik de düşük maliyetler ödemenin avantajlarını kullanmaktadır. Bu tarz hizmet veren aracı kurumlar piyasada başarılı bir yer edinmişlerdir, çünkü her yeni müşterileri, maliyetlerinin düşmesini sağlarken, sundukları hizmet kolaylığı yalnızca bir kez işlem gerçekleştiren müşteriye bile cazip gelmektedir. Bu aracı kurumların başarı elde edebilmesi büyük oranda kazanacakları piyasa payına bağlı olup, uyguladıkları düşük fiyatlandırma politikaları da bunun bir göstergesidir. Bunun sebebi, söz konusu aracı kurumların kapasite kullanım oranlarını maksimize edebildikleri takdirde, müşteri başına sabit maliyetlerinin, çok düşük komisyon oranları ile çalıştıkları takdirde dahi kar elde etmelerini sağlayacak kadar düşmesidir. Yüksek piyasa paylarının söz konusu

aracı kurumları, daha büyük yatırımlar yaparak daha fazla maliyete katlanmaya ve mevcut piyasa paylarını, her pahasına korumaya teşvik etmesi, sonuç olarak piyasaya yeni rakiplerin girişinin engellenmesine ve mevcut rekabetin katlanılabilir bir düzeyde kalmasına neden olmaktadır.

Sonuç olarak düşük komisyon oranları aracı kurumların piyasa paylarını arttırmalarını ve yenilikçi müşterileri çekmelerini sağlamaktadır. Yüksek müşteri portföyüne sahip bir aracı kurum, yatırım fonu yöneticisine pek çok potansiyel müşteriye ulaşma imkanı sağladığı için, sahip oldukları yüksek pazar payları, iskontocu aracı kurumların aynı zamanda yatırım fonlarının dağıtım kanalındaki güçlerini arttırmaktadır

Aracı kuruluş endüstrisindeki potansiyel kar payının artırılması, piyasa farklılaştırılmasına gidilmesi ile mümkündür, böylelikle aracı kurumlar müşterilerinden maksimum geliri elde edebilirler. Ancak piyasa farklılaştırması yaparken pek çok faktörün dikkate alınmasının gerekmesi ve bazı piyasa özelliklerinin de karakterize edilmesinin güç olması bunun oldukça karmaşık bir süreç haline gelmesine neden olmaktadır.

IV YABACI ÜLKE UYGULAMALARI

IV.1 Amerika Birleşik Devletleri

Amerika Birleşik Devletleri, iskontocu aracılık hizmeti sunan aracı kurumların 1 Mayıs 1975 tarihinde komisyon oranlarının serbest bırakılması ile ortaya çıktığı ilk ülke olup, ABD menşeli iskontocu aracı kurumların yurtdışında açtıkları şubelerin ucuz işlem maliyetleri sunmalarının yarattığı rekabet sonucunda diğer ülkelerde de yaygınlaşmasına etkide bulunmuştur.

ABD'de iskontocu-tam servis sağlayan aracı kurum sınıflandırmasının yanısıra bir de saklama hizmeti sunmayan (introducing) ve hem kendi müşterilerine hem de saklama hizmeti sunmayan aracı kurum müşterilerine saklama hizmeti sunan "taşıyıcı"

(carrying) aracı kurum şeklinde ikili bir ayrıma daha gidildiği görülmektedir.

ABD'deki sermaye piyasalarının toplam gelir, işlem hacmi, sermaye gibi pek çok kritere göre %70-80'inine New York Borsası'na kayıtlı broker dealerların sahip olduğu bilinmektedir. Ülke genelindeki aracılık kurumların ayrıca dört kategori altında aşağıdaki şekilde sıralanması mümkündür.

Ulusal Tam Servis Sağlayan Aracı Kurumlar: Ulusal ve uluslararası olmak üzere çok yaygın bir şebekeye ve hem bireysel hem de kurumsal müşteri kesimine hitaben sermaye piyasalarında hizmet anlamında sunulabilecek her türlü hizmet çeşitliliğine sahip, aynı zamanda müşteri nakit ve menkul kıymetlerinin saklama ve netleştirme işlemlerini de yapan, yatırım bankacılığına yakın çizgide tam servis sağlayan aracı kurumlardır.

Bölgesel Tam Servis Sağlayan Aracı Kurumlar: Bu aracı kurumlar, ulusal tam servis sağlayan aracı kurumlara benzer hizmetler sunan ancak, bölgesel olarak faaliyet gösteren aracı kurumlardır.

Yatırım Bankacılığı Yapan Aracı Kurumlar: Ağırlıklı olarak kurumsal yatırımcılara hizmet veren, para ve sermaye piyasası merkezi haline gelmiş şehirlerle sınırlı olarak şubecilik yapan, müşterilerinin nakit ve menkul kıymetlerinin saklanması ve netleştirmesini de gerçekleştiren, en yüksek sermayeli aracı kurumlardır.

İskontocu Aracı Kurumlar: Başlıca gelirleri komisyon kazancından ibaret olan ve müşterilerine düşük maliyetlerle işlem gerçekleştirme imkanı tanıyan, sermaye koşulunu sağlayabilmelerine göre müşteri menkul kıymet ve nakdinin saklanması hizmetini de sunabilen aracı kurumlardır.

ABD'de sermaye yükümlülüklerini belirlemeleri açısından aracı kurumlara iki alternatif tanınmıştır. Bunlardan toplam borçlar yöntemine göre aracı kurumun asgari sermaye yükümlülüğü toplam borçlarının %6,66'sından az olamaz. Diğer bir deyişle aracı kurumun

toplam borçları, sermaye yeterliliği tabanının 15 katını geçemez. Alternatif sermaye yükümlülüğü hesaplama yöntemine göre ise, aracı kurum 1934 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun 15c3-3 maddesinde belirtildiği şekilde hesaplanan müşteri alacaklarının %2'sinden daha az tutarda sermaye yeterliliği tabanına sahip olamaz. Bu çerçevede, ABD'deki aracı kurumlar için 1934 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun 15c3-1 maddesinde belirlenmiş olan asgari sermaye yükümlülükleri aşağıdaki gibi bir tablo halinde verilebilir.

Tablo 1: ABD Aracı Kurumları İçin Asgari Özsermaye Yükümlülüğü

Sunulan Hizmet	Asgari Özsermaye Yükümlülüğü
Alım satım aracılığı ve halka arza aracılık hizmeti verebilen, müşteri nakit ve menkul kıymetinin saklanması üstlenebilen aracı kurumlar	250.000 USD
Yalnızca menkul kıymet veya borsa dışı piyasalarda opsiyon sözleşmeleri alım satımına aracılık edebilen veya bir takvim yılı içerisinde kendi adına en az on kez alım satım işlemi gerçekleştiren, müşteri nakit ve menkul kıymetini teslim alabilmekle birlikte takas tarihinden sonra uhdesinde bulunduramayan aracı kurumlar	100.000 USD
Hisse senedi alım satım aracılığını aldığı emirleri başka aracılara iletmek suretiyle yapabilen, müşteri nakdi ve menkul kıymetini takas gününden sonra uhdesinde bulunduramayan aracı kurumlar.	50.000 USD
Müşteri nakit ve menkul kıymetini taşıyamayan, yalnızca yatırım fonu katılma belgesi ile yatırım ortaklığı hisse senetlerinin alım satımına aracılık edebilen aracı kurumlar.	25.000 USD
Müşterinin alım satım emirlerini kendi adına başka aracı kurumlar vasıtası ile gerçekleştirerek müşteriye devrini yapan, müşterileri adına hesap	5000 USD

açamayan aracı kurumlar	
-------------------------	--

ABD'de iskontocu aracı kurumlar da diğer tüm aracı kurumların tabi oldukları sermaye piyasaları düzenlemelerine tabi olup, müşteri emirlerinin alınması, izlenmesi, yerine getirilmesi ve sonrasında nakit ve menkul kıymetlerinin takasının gerçekleştirilmesi bakımından diğer aracı kurumlar ile aynı prosedürlere tabidirler. Bunun yanında, bir iskontocu aracı kurum gerekli sermaye yükümlülüklerini yerine getirdiği takdirde müşteri nakit ve menkul kıymetlerinin saklanmasını da üstlenebilir.

IV.2 Avrupa Birliği

Avrupa Birliği düzenlemeleri arasında iskontocu aracı kurumlara ilişkin özel bir düzenlemeye rastlanmamıştır. Bununla birlikte Avrupa Birliği'nde de aracı kurumların saklama hizmeti verip vermemelerine göre sermaye yeterlik koşullarının ağırlaştırıldığı görülmektedir. Verdikleri hizmet çeşitliliği ve sundukları hizmetler çerçevesinde AB düzenlemelerinde aracı kurumlar için belirlenen asgari sermaye yeterlik miktarları aşağıda bir tablo halinde verilmiştir.

Tablo 2: AB Düzenlemelerinde Aracı Kurumlar İçin Belirlenen Asgari Özsermaye Yükümlülükleri

Sunulan Hizmet	Asgari Özsermaye Yükümlülüğü
Müşterilerine saklama hizmeti sunabilen, halka arz edilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapabilen, müşteri alım satım emirlerini kendi portföyünde bulunan menkul kıymetler ile karşılayabilen ve diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunduğu için daha fazla risk ve taahhüt altına girmesi olasılığı olan aracı kurumlar	730.000 ECU

Halka arz edilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapamayan, müşteri alım satım emirlerini kendi portföyündeki senetler ile karşılayamayan ancak müşteri hisse senetlerinin saklamasını üstlenebilen ve emir iletmek, emir gerçekleştirmek, portföy yönetimi faaliyetlerinden en az birini yapan aracı kurumlar	125.000 ECU
Müşterilerin alım satım emirlerini ileten ancak nakit ile menkul kıymetlerini almaya ve saklamaya yetkili olmayan aracı kurumlar	50.000 ECU

IV.3 Kanada

Kanada'da aracı kurumların iskontocu aracı kurum tam servis sağlayan aracı kurum ayrımı yanında bir de ABD ve AB'dekine benzer şekilde saklama hizmeti olan ve olmayan şeklinde ayrıca ikili bir ayrıma tabi tutulduğunu görüyoruz.

Kanada Sermaye Piyasası Kanunu'nun 35'nci maddesi, bağımsız düzenleyici otorite üyesi olan küçük aracı kurumlar için daha düşük sermaye ve sigorta koşulları ile işlem yapabilmelerine olanak sağlayan ayrı bir kategori düzenlemiştir. Daha düşük sermaye ve sigorta şartlarına tabi olmaları nedeni ile söz konusu aracı kurumların gerçekleştirebilecekleri sermaye piyasası işlemlerine sınırlandırmalar getirilmiş ve müşterilerinin hisse senetlerinin saklamasını yapacak olan taşıyıcı aracı kurumlar ile yapacakları antlaşma ve düzenlemeler bağımsız düzenleyici otoritenin onayına ve kontrolüne bağlanmıştır.

Söz konusu kanun maddesi saklama hizmeti vermeyen aracı kurum müşterilerine daha fazla koruyucu önlemler getirmiş ve saklama yetkisi olmayan aracı kurum ile taşıyıcı aracı kurum arasında yapılacak antlaşmalara ayrı bir önem atfetmiştir.

Kanada'da saklama yetkisi olmayan aracı kurumların kendi aralarında dörtlü bir ayrıma tabi tutuldukları görülmektedir.

Bunlardan tip 1 ve tip 2 olarak adlandırılanların müşteri hisse senetlerinin saklanması güvenliliği açısından gerekli olan sermaye

yeterlik oranının, taşıyıcılığını üstlenmiş olan aracı kurum tarafından karşılanması ve yine söz konusu saklama yetkisi olmayan aracı kurumların ve müşterilerinin borç ödeme kapasitelerinin taşıyıcı aracı kurumlar tarafından takip ve kontrol edilmesi koşulu getirilmiştir. Bu çerçevede, yukarıda belirtilen kısıtlamalara tabi olmaları dolayısıyla, saklama yetkisi olmayan 1 ve 2'nci tipteki aracı kurumların gerçekleştirdikleri hisse senedi ile alakalı işlemleri için hiç bir şekilde tam servis sağlayamayacakları hükme bağlanmıştır. Bunun yanında 1'nci tipteki bir aracı kurumun kurallara uygunluk gözetiminden ayrıca taşıyıcı aracı kurum sorumlu tutulmuştur. Aşağıda, her bir tip için belirlenmiş olan asgari mali yükümlülükler bir tablo halinde verilmiştir. 3 ve 4'üncü tip aracı kurumlar için ek sermaye ve sigorta koşulu getirilmemiş olmasına karşın, sundukları hizmet çeşitliliği ile bağlantılı olarak sözleşmeye bağlı yükümlülükleri arttırılmıştır.

Tablo 3: Kanada Düzenlemelerinde Aracı Kurumlar İçin Belirlenen Asgari Özsermaye Yükümlülükleri

Aracı Kurum Tipi	Sermaye Yükümlülüğü	Sigorta Yükümlülüğü
Tip 1: Müşterilerinin nakit işlemlerini ancak taşıyıcı aracı kurumun bilgisi dahilinde ve onun adına açılmış bir hesap üzerinden gerçekleştirebilen, sözleşmeden kaynaklanan yükümlülükler ile finansal yükümlükler bakımından müşteriye karşı kısıtlı sorumluluğu bulunan aracı kurumlardır.	75.000 USD	200.000 USD
Tip 2: Müşterilerinin nakit işlemlerini kendi adına açılmış bir hesaptan takip edebilen, sözleşmeden kaynaklanan yükümlülükler ile finansal yükümlükler bakımından müşteriye karşı sorumlulukları arttırılmış olan aracı kurumlardır.	250.000 USD	500.000 USD
Tip 3: Hisse senedi işlemlerinde tam servis sağlayabilmelerinin yansira birden fazla taşıyıcı aracı kurum ile çalışabilen, Tip 1 ve 2'den farklı olarak müşteri pozisyonlarının takip edilmesi	250.000 USD	500.000 USD

sorumluluğu bulunan aracı kurumlardır.		
Tip 4: TSA'lara en yakın hizmet veren, yapılacak her türlü sözleşmede müşteriye karşı sorumlu olan aracı kurumlardır. Taşıyıcı aracı kurum ile yapılan sözleşmede, aracı kurumun iflas veya ödeyememe riskine karşılık henüz bedeli ödenmemiş senetler dolayısıyla taşıyıcı aracı kurumu korumaya yönelik hükümler bulunması zorunludur.	250.000 USD	500.000 USD

V TÜRKİYE'DE ARACI KURUMLAR VE İSKONTOCU ARACI KURUMLARIN UYGULANABİLİRLİĞİ

Ülkemizde 2000 yılı sonlarında yaşanan ve halen etkisi devam etmekte olan mali kriz diğer tüm piyasalarda olduğu gibi sermaye piyasalarında da gözle görülür bir kaynak azalmasına neden olmuştur.

Özellikle sermaye piyasamızın en önemli katılımcıları arasında yer alan aracı kurumlar krizin etkisini derinden hissetmiş ve her geçen gün azalan borsa işlem hacmi ile doğru orantılı olarak gelirleri de düşmüştür.

Kuşkusuz yaşanan kriz ve buna bağlantılı olarak da hisse senedi piyasası işlemlerinin azalması tüm aracı kurumlar arasında en fazla, yalnızca hisse senedi alım satım aracılığı yetki belgesine sahip olan aracı kurumları etkilemiştir.

Komisyon oranlarının sabit olduğu piyasamızda, büyük aracı kurumlar ile rekabet etmek zorunda kalan diğer küçük aracı kurumlarımız piyasa paylarını koruyabilmek adına diğerleri ile aynı çeşitlilikte ve kalitede hizmet sunabilmek için büyük operasyonel maliyetlere katlanmak zorunda kalmaktadırlar.

Aracı kurumlar açısından kuruluş aşamasında harcanan sabit maliyetler ve aylık düzenli giderler yanında, en önemli maliyet unsurlarından birini de yetki belgeleri için ödemekle yükümlü oldukları meblağ oluşturmaktadır. Alım satım aracılığı yetki belgesi için sahip

olunması gereken asgari özsermaye tutarı 2003 yılı 30 Haziran'ına kadar 535 milyar TL olarak belirlenmiştir

Alım satım aracılığı yetki belgesinin bu kadar yüksek olmasının sebebi Türkiye'de bütün aracı kurumların aynı zamanda müşterilerine saklama yetkisi sunmalarıdır.

Aracı kurumlara müşterilerine ait hisse senetlerini fiziken Takasbank'ta bulundurma zorunluluğu getirilmiş olmasına rağmen, söz konusu senetler kayden aracı kurumların Takasbank bünyesindeki havuz hesabında görünmektedir. Aracı kurumların alım satım yetki belgelerinin bu kadar yüksek belirlenmesinin altında yatan neden oluşabilecek risklere karşı bir teminat sisteminin kurulmak istenmesidir.

Bu bölümde; yalnızca alım satım aracılığı yapan küçük aracı kurumların daha az maliyetle çalışma ve düşük komisyon oranları uygulamaları aracılığı ile büyük aracı kurumlar ile rekabet etme imkanı yaratabileceğinden hareketle asgari komisyon oranı sınırlandırılmasının, iskontocu aracı kurum uygulaması açısından kaldırılmasının zorunluluğuna değinilerek, komisyon gelirlerinin aracı kurumlarımızın mali yapısı üzerindeki etkileri incelenmiş ve ayrıca yetki belgeleri için ödenen yüksek tutarların aracı kurumların maliyetlerini arttırması dolayısıyla iskontocu aracı kurum sisteminin Türkiye'de uygulanabilmesini güçleştirebileceğinden hareketle; söz konusu risklerin elimine edilmesini sağlamak için, saklama hizmetinin ayrı bir yetki belgesine bağlanarak, tüm aracı kurumlara değil de güçlü sermaye yapısına sahip aracı kurumlara bırakılması tartışılmıştır.

V.1 Aracı Kurumların Asgari Sermaye Koşulları

Aracı kurumların faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yürütebilmelerinin sağlanması amacıyla, yapılan faaliyetlerin nitelik ve niceliğine göre yeterli sermaye koşulunun yerine getirilmesi gerekmektedir. Türkiye'de faaliyet gösteren aracı kurumların sermaye yeterliliğine ilişkin esaslar Seri:V, No:34 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. 2002 yılı Haziran ayına kadar geçerli olmak üzere alım satım aracılığı faaliyeti için gereken asgari özsermaye 535 milyar TL

olup, alım satım aracılığı faaliyeti için sahip olunması gereken özsermaye tutarına ilave olarak aracı kurumlara yaptıkları her bir sermaye piyasası faaliyeti için özsermayelerini belirli oranlarda arttırmak zorunluluğu getirilmiştir. Buna ilaveten, aracı kurumların sahip oldukları sermaye yeterliliği tabanı yükümlülüğü; a) sahip oldukları yetki belgelerine tekabül eden asgari özsermayeleri, b) pozisyon riski, karşı taraf riski, yoğunlaşma riski ve döviz kuru risklerinden oluşan risk karşılığı ve c) değerlendirme gününden önceki son üç ayda oluşan faaliyet giderlerinin herhangi birinden az olamaz.

Bu çerçevede, her bir yetki belgesi için yerine getirilmesi gereken asgari sermaye yeterlik miktarları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 4: Yetki Belgeleri İçin Öngörülen Sermaye Yeterlik Miktarları

Yetki Belgesi Türü	TL	USD	EURO
Alım Satım Aracılığı	535.000.000.000	328.267	307.194
Halka Arza Aracılık	267.500.000.000	164.134	153.597
Repo-Ters Repo	267.500.000.000	164.134	153.597
Portföy Yöneticiliği	214.000.000.000	131.307	122.878
Yatırım Danışmanlığı	53.500.000.000	32.827	30.719
Toplam	1.337.500.000.000	820.668	767.985

Aracı kurumların 2001 ve 2003 yılları itibariyle sahip oldukları yetki belgelerinin dağılımı ise Tablo:4'te görülebilir.

Tablo 5: 2001 ve 2003 Yıllarında Aracı Kurumların Sahip Oldukları Yetki Belgeleri

Yetki Belgeleri		
Türü	Adedi	
	2001	2003
Alım Satıma Aracılık	178	121
Kredili İşlem, Açığa Satış ve Ödünç İşlemler	98	100
Repo ve Ters Repo	126	70
Halka Arza Aracılık	81	65
Portföy Yöneticiliği	64	61
Yatırım Danışmanlığı	62	56
Kaynak:TSPAKB		

Görüldüğü üzere, 2001 yılından 2003 yılına kadar kredili işlem, açığa satış ve ödünç işlemler yetki belgesi dışındaki tüm yetki belgelerinin sayısında azalma olmuş, ancak en fazla alım satıma aracılık ve repo ters repo yetki belgeleri sayısında azalma gerçekleşmiştir. Bunun sebebi 2001 yılı içerisinde faaliyet gösteren aracı kurumların bir kısmının 2001 ve 2002 yılı içerisinde tüzel kişiliklerinin sona erip yetki belgelerinin iptal edilmesidir.

Aracı kurumlar tarafından sahip olunması gereken asgari sermaye miktarı, Bölüm IV'de değinilen ülkeler için belirlenmiş miktarlarla karşılaştırıldığında, Kanada ve ABD'ye nazaran oldukça yüksek kaldığı, Avrupa Birliği'ne ise yakın olduğu görülmektedir.

Asgari sermaye yeterlik oranları, aracı kurumların gerçekleştirdikleri işlem hacimleri arttıkça, müşterileri tarafından emanet edilen nakit ve menkul kıymetlerinin de artacağı göz önünde bulundurulursa, işlem hacmi yüksek olan ülkelerdeki aracı kurumların taşıdıkları risklerin daha büyük olduğu kanaatine varılabilir. Bu noktadan hareketle, söz konusu ülkeler için asgari sermaye yükümlülükleri borsalarının işlem hacmi ile oranlanarak bir karşılaştırma daha yapılmıştır.

Bu çerçevede, 2001 yılı Haziran ayına kadar bir aracı kurumun tüm yetki belgelerine sahip olmak için ödemesi gereken 937,5 milyar TL olan tutarı, aynı yıl İMKB'de gerçekleşen işlem hacmi toplamına oranlarsak %0,0010 gibi bir yüzde elde edilmektedir ki bu oran gelişmiş ülke piyasaları ile karşılaştırıldığında oldukça yüksek kalmaktadır. Söz konusu oran, en yüksek asgari sermaye koşulu olarak sahip olunması gereken meblağ dikkate alınarak yurtdışı gelişmiş piyasalar için hesaplandığında NYSE'de %0,0000024; Londra Borsası'nda %0,0000079; Toronto Borsası'nda %0,000035, Euronext'te ise 0,00002 olarak çıkmaktadır.

V.2 Aracı Kurumların Komisyon Oranları

5.2.1 Komisyon Oranlarının Ülkemiz Açısından Değerlendirilmesi

Ülkemizde 1997 yılına kadar komisyon oranlarına %1'lik bir üst sınır getirilmiş, alt sınırın belirlenmesi ise haksız rekabete yol açmamak kaydıyla aracı kurumlara bırakılmıştı.

İMKB'nin, aşırı rekabet nedeni ile aracı kurumların komisyon oranını çok fazla düşürmek zorunda kaldıkları, hatta bazı işlemlerden ve müşterilerden komisyon almadıkları, bu gelişmelerin ise aracı kurumları mali açıdan olumsuz etkilediği yönündeki tespitleri nedeniyle 10.12.1996 tarih ve 16/GDD-640 sayılı İMKB Yönetim Kurulu kararı ile değiştirilmesi önerilmiş ve asgari bir komisyon oranı öngörülmüştür. İMKB Yönetim Kurulu'nun "üst sınırın %1 olarak kalmasına, alt sınırın ise vergi hariç %0,2 olarak belirlenmesi" yönündeki değişikli önerisi 12.12.1996 tarihli Kurul toplantısı ile onaylanmış ve uygulamanın başlangıç tarihi 02.01.1997 olarak belirlenmiştir.

Daha sonra SPK'nun 25.01.2002 tarihli toplantısında alınan karar ile aracı kurumların ikincil piyasada gerçekleştirecekleri hisse senedi alım satım işlemlerinde müşterilerden tahsil edecekleri aracılık komisyon oranının, vergiler hariç %0,2'den az olamayacağı, ancak 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.

Komisyon oranlarının alt sınırının belirlenmesinin kuşkusuz en temel gerekçesi temel gelir kaynağı komisyon kazancı olan aracı kurumların, komisyon oranlarının düşmesi sonucunda mali sıkıntıya girecek olmalarıdır.

Aracı Kuruluşlar birliği tarafından aracı kurumlar arasında yapılan bir ankette, komisyon oranlarının sabit kalması gerekliliğine ilişkin diğer gerekçeler ise; serbest bırakıldığı takdirde rekabetin tüm yetki belgesine sahip olan aracı kurumlar lehine gelişeceği ve küçük aracı kurumların tasfiyesi sonucunu doğurabileceği, komisyon indiriminden küçük yatırımcılar yerine spekülâtörlerin faydalanacağı ve ayrıca işlem maliyeti düşeceğinden manipülatif işlemlerin artacağı, asgari komisyon oranları sayesinde fiyat rekabeti yaşamayan aracı kurumların yatırımcılara yönelik daha kaliteli hizmetler sunmasını sağlayacağı, asgari oranların kaldırılmasının aracı kurumlar aleyhine yatırımcı ve spekülâtörler lehine fon transferi oluşturacağı⁴ şeklinde ortaya çıkmıştır.

Söz konusu ankete, Kurulumuzdan faaliyet izni almış olan aracı kurumların %58'i katılmış, katılan aracı kurumların %70'i asgari komisyon uygulamasının devamını istemiş, %25'i ise uygulamanın kaldırılması yönünde görüş bildirmiştir. Mevcut durumun devamını isteyen aracı kurumların bir kısmının mevcut düzenlemeyi ihlal ederek asgari oranın altında komisyon aldıklarının tespit edilmiş olması ankete verilen cevapların güvenilirliğine şüphe düşürmektedir.

Kanada, ABD, İngiltere, Japonya gibi gelişmiş ülke piyasalarında komisyon oranlarının yapılan deregülasyonlarla serbest bırakıldıkları görülmektedir.

ABD'de komisyon oranlarının sebest bırakılmasını takiben kısa sürede pek çok aracı kurumun mali sıkıntı içine düştüğü, komisyon gelirlerinin maliyetlere yaklaştığı, ürün çeşitlenmesine gidildiği, iskontocu aracı kurumların ortaya çıktığı ve böylece küçük yatırımcıların da düşük komisyon oranlarından faydalandığı, piyasadaki işlem hacminin arttığı, aracı kurumların komisyon

⁴ Türkiye'deki Aracı Kurumların Uyguladıkları Komisyon Oranlarına İlişkin Bilgi Raporu (Nihal SAYAR, Musa AYYILDIZ; Sf.15)

gelirlerinin mutlak rakam olarak artarken toplam gelirleri içerisindeki paylarının azaldığı gözlemlenmiştir.

İngiltere’de ise antlaşmaya dayalı komisyon oranlarına geçiş sermaye piyasalarındaki reformun temel parçalarından biri olarak kabul edilmektedir⁵.

Aracı kurumlar birer ticari işletmedirler. Ticari işletmeler kar amacı güderek çalışırlar, serbest piyasa ekonomisinde arz ve talebin müdahale olmaksızın denge fiyatını belirleyeceği varsayılmaktadır. Bu çerçevede, ülkemizde birer ticari işletme olan aracı kurumların sundukları hizmetten, müşteri profillerinden, yaptıkları yatırımlardan, aktif büyüklüklerinden ve diğer belirleyici olan pek çok faktörden bağımsız olarak sabit komisyon oranları ile çalıştıkları sürece piyasanın optimum komisyon oranları, optimum aracı kurum sayısını belirlemekten uzak ve etkin olmayan bir şekilde çalıştığı söylenebilir.

Fiyat (komisyon) rekabetinin bulunmadığı bir ortamda aracı kurumlar piyasa paylarını arttırabilmek için fiyat dışı rekabete yönelmektedirler. Prensip olarak, fiyat dışı rekabet aracı kurumların maliyetlerini arttırdığından elde ettikleri karı azaltmaktadır. Fiyat dışı rekabet etkin olmayan bir rekabet türüdür çünkü, aracı kurumlar yatırım hizmeti dışında başka hizmetler sunmak yolu ile müşteri kazanmaya çalışmaktadırlar. Bu süreç doğrudan maliyetleri arttırmakta, yatırım dışı hizmetleri kullanmayan yatırımcıların da diğer yatırımcılar ile aynı komisyon oranlarını ödemeleri sonucunu doğurmakta ve böylece etkin olmayan bir sürecin maliyeti bu hizmetlerden en fazla yararlananlar kurumsal yatırımcılar olduğu halde nihai olarak küçük yatırımcılara yüklenilmektedir⁶.

Sabit komisyon oranı uygulamasının etkin olmayan aracı kuruluşları korurken, etkin aracı kuruluşların yatırımcı aleyhine kar ettikleri düşünülmektedir.

Asgari komisyon oranlarına ilişkin denetim, yapılan işlemlerin hızı ve çeşitliliği dikkate alındığında masraflı ve zaman alan bir denetimdir. %35 komisyon iadesi kuralının uygulanmasının etkin denetimi yapılmadığı sürece, düzenlemeye uyan aracı kurumlar ile

⁵ Türkiye’deki Aracı Kurumların Uyguladıkları Komisyon Oranlarına İlişkin Bilgi Raporu (Nihal SAYAR, Musa AYYILDIZ; Sf.20)

⁶ Amerika Birleşik Devletleri Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar: Düzenleme-Organizasyon-Denetim (Serdar ÇITAK, Sf. 83)

uymayanlar arasında haksız rekabet ortamı yaratmış olmakta ve uyan aracı kurumları müşteri kaybına uğrama ihtimali ile karşı karşıya bırakmaktadır.

Bugün için komisyon oranlarının serbest bırakılmasına karşı ileri sürülen savların pek çoğunun geçersiz olduğu düşünülmektedir. Komisyon oranlarının yüksek olmasının manipülasyonu engellediği ve serbest bırakılması halinde bundan küçük yatırımcının değil spekülörlerin faydalanacağı görüşünün geçerliliği olmadığı düşünülmektedir. İncelemesi yapılan manipülasyon dosyalarının pek çoğunda komisyon iadesine de rastlanmaktadır. Komisyon iadesinden halihazırda büyük yatırımcı ve manipülörler faydalanmaktadır, serbest bırakılması halinde ise doğacak olan rekabet ortamı sonucunda küçük yatırımcı da daha az işlem maliyeti ile alım satım yapma imkanına kavuşacaktır.

Ayrıca, komisyon oranlarının düşürülmesi ile alım satım yapan müşterilerin işlem maliyetleri azalacağından daha fazla alım satım yaparak kar elde etme imkanı aramalarına sebep olacak ve dolayısıyla Borsa'da gerçekleşen toplam işlem hacminde artış meydana gelecektir.

Komisyon oranlarının serbest bırakılması sonucu artan rekabet ortamında, aracı kurumların komisyon kazançlarının ve dolayısıyla gelirlerinin azalmasının, rasyonel çalışmayan bazı aracı kurumların mali yapılarında bozulmalara yol açması muhtemeldir. Bu sebeple aracı kurum birleşmeleri veya mali yapısı güçlü kurumlara devredilmesi teşvik edilmelidir.

Komisyon oranları serbest bırakıldığı takdirde, tüm yetki belgesine sahip olan aracı kurumlar yanında küçük aracı kurumların rekabet edemeyeceği de savunulan bir diğer görüştür ancak ödeyecekleri komisyon miktarı aynı olduğu takdirde, müşterilerin daha fazla yetki belgesi olan büyük aracı kurumlar yerine küçük aracı kurumları tercih etmesinin bir anlamının olmadığı düşünülmektedir.

Diğer taraftan komisyon oranları serbest bırakıldığı takdirde küçük aracı kurumlar açısından, büro ve donanım maliyetleri nisbeten az olacağından ve yeni kazanılan her bir müşterinin marjinal maliyeti oldukça düşük kalacağından rekabetçi ortama uyum sağlayabilecekleri ve ülkemizde de iskontocu aracı kurum uygulamasının gelişebileceği düşünülmektedir.

Özellikle elektronik finansın gelişimi ile birlikte, uzaktan erişimin ve telefon ve/veya bilgisayar vasıtası ile emir vermenin gittikçe yaygınlaşacağı dikkate alınacak olursa, alım satım hizmetleri ile yatırım danışmanlığı hizmetlerini ayırma neticesinde oluşan düşük maliyetler sayesinde komisyon ücretlerinde avantaj sağlayan, elektronik ortamda müşterilerine hizmet sunan iskontocu aracı kurumların da sektördeki yerlerini alacağı düşünülmektedir.

Aracı kuruluşlara belirli bir gelir garantisi sağlayan sabit komisyon oranı uygulaması korumacı bir yaklaşım olup, aracılık sektörünün ilk gelişme dönemlerinde mali yapısının istikrarının sağlanması açısından gerekli olmakla birlikte, globalleşmenin en fazla etkilerini gösterdiği sermaye piyasalarında artık sınırların kalkmaya başladığı dikkate alındığında, aracı kuruluşlarımızın küresel rekabete hazırlanması, alım satım aracılığı yapan aracı kurumların daha düşük komisyon oranları ile çalışmasına imkan tanınarak, büyük aracı kurumların daha fazla uzmanlaşmanın gerektiği yatırım bankacılığı hizmetlerine yönelik yatırımlar yapmasını teminen komisyon oranlarına ilişkin asgari sınırlamanın kaldırılması gerektiği düşünülmektedir.

5.2.2 Komisyon Gelirlerinin Aracı Kurumların Mali Yapısındaki Yeri

İskontocu aracı kurumların temel özelliği sundukları hizmetleri ayrıştırarak daha çok alım satım aracılığına yönelmeleri ve operasyonel maliyetlerinden sağladıkları tasarrufları, daha düşük komisyon oranları ile çalışmak suretiyle müşterilerine yansıtmaıdır. Söz konusu aracı kurum sınıflandırmasının, asgari komisyon oranı sınırlandırmasının kaldırılmasından sonra ülkemizde uygulanma ihtimalinin ölçülebilmesine yönelik olarak, aracı kurumların 1997-2001⁷

⁷ Aracı kurumların mali tablo verileri İMKB'nin web sayfasından elde edilmiş olup, İMKB ve TSPAKB'nin web sayfalarından yıl sonu itibarıyla en güncel 2001 yılı mali tablo verilerine ulaşılabilmesi nedeniyle analiz de 1997-2001 yılları esas alınarak yapılmıştır. 2001 yılı içerisinde faaliyet gösteren aracı kurum sayısı 123 adet olmasına karşın analizlerimizde yalnızca 108 aracı kurum verilerine yer verilmiştir. Bunun sebebi; Boyut Menkul Değerler A.Ş., Data Menkul Kıymetler Ticareti A.Ş., Demir Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Es Menkul Değerler Yatırım A.Ş., HSBC Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Işıklar Menkul Değerler A.Ş., Yaşar Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Ege Yatırım Menkul Değerler A.Ş., EGS Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Karon Menkul Kıymetler A.Ş., OB Menkul Değerler A.Ş.'nin mali tablolarına İMKB web sayfasından

yılları arasındaki mali tablo verileri kullanılarak bazı oransal analizler yapılmıştır.

Aşağıdaki tabloda aracı kurumların komisyon kazançları itibarıyla pazar yoğunlaşmasındaki yerleri ve toplam işlem hacmi içerisindeki payları gösterilmektedir.

Tablo 6: Aracı Kurumların Komisyon Kazançları İtibarıyla Pazar Yoğunlaşmasındaki Yerleri

	Toplam Komisyon Tutarı	2001 % Dağılımı	İşlem Hacmi	Toplam İşlem Hacmine Oranı %
0-5 Aracı Kurum	91.200.261	29	38.617.586.075	23
6-10 Aracı Kurum	46.990.227	15	27.653.009.651	17
11-20 Aracı Kurum	58.914.749	19	31.525.461.162	19
21-50 Aracı Kurum	77.929.045	25	49.453.350.155	30
50-Üstü Aracı Kurum	33.819.227	11	19.640.381.849	12
Toplam	308.853.509	100	166.889.788.892	100

Görüldüğü gibi, komisyon kazancı en yüksek olan ilk beş aracı kurum 2001 yılı içerisinde elde edilen komisyon kazançlarında %29'luk paya sahiptir. Söz konusu aracı kurumların toplam işlem hacmi içindeki payı ise %23'tür. Komisyon geliri açısından ilk 5 aracı kurumu takip eden diğer 5 aracı kurum ise toplam komisyon kazancının %15'ini elde etmiştir. İlk on sırada yer alan aracı kurumlardan 0-5 sıralamasında olanların komisyon gelirlerinin kendisini takip eden diğer 5 aracı kuruma kıyasla dahi %14 gibi bir oranda fazla olması dikkat çekici olup, medyan eğrisinin de sağa doğru yatık olduğunun göstergesidir. Nitekim Tablo:-9'da yer alan 2001 yılı aracı kurumlarının komisyon gelirleri ortalaması, medyanından daha yüksek çıkmıştır.

ulaşılmasını, ABN Amro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ise gelir tablosunda komisyon gelirlerinin ayrıca verilmemiş olmasıdır.

Toplam komisyon kazancından en fazla pay alan aracı kurumların yetki belgelerine bakacak olursak, ilk yirmide yer alan aracı kurumdan 17'sinin tüm yetki belgelerine sahip olduğu, bu sıralamada yalnızca alım satım aracılığı yetki belgesine sahip hiç bir aracı kurumun yer almadığı, ilk elli içerisinde ise yalnızca beş tane tek yetki belgesine sahip aracı kurumun bulunduğu görülmüştür. Demek ki iskontocu aracı kurum olarak çalışmaya aday gösterebileceğimiz tek yetki belgesine sahip aracı kurumların %74'ü 2001 yılı içerisinde toplam işlem hacminin yalnızca %12'sini gerçekleştiren grubun içinde yer almıştır.

Tablo'da dikkat çeken bir diğer nokta, ilk 10 aracı kurumun komisyon gelirlerindeki payları işlem hacminde sahip oldukları paydan yüksekken, 11-20 sıralamasındaki aracı kurum için bu iki oranın eşit, 21'nci sıradan geride olan aracı kurumlar içinse daha düşük çıkmasıdır. Bu bulgu, aracı kurumlar arasında 2001 yılı içinde komisyon oranları uygulaması açısından bir rekabet olduğunun göstergesidir.

Aracı Kurumların komisyon gelirlerini, gerçekleştirdikleri işlem hacmine oranlayacak olursak Tablo:7'deki sonuçlar elde edilmektedir. Görüldüğü üzere, aracı kurumların %50'si %0,2 ile %0,3 arası bir komisyon oranı ile çalışmaktadırlar. %0,1'in altında komisyon oranı ile çalışan aracı kurumların sayısı %11'de kalırken, %0,3'ün üstünde alanlar yalnızca %7'sini oluşturmaktadır.

Tablo 7: Aracı Kurum Komisyon Gelirlerinin İşlem Hacimlerine Oranı

Komisyon Geliri/İşlem Hacmi	Aracı Kurum Sayısı	Oran(%)
0-%0,1	12	11
%0,1-%0,2	34	32
%0,2-%0,3	53	50
%0,3<	7	7

Toplam	106⁸	100
---------------	------------------------	------------

Sahip oldukları yetki belgelerine göre ayrı ayrı bakacak olursak, yalnızca alım satım aracılığı yetki belgesine sahip aracı kurumlardan %0,2'nin altında komisyon oranı ile çalışanların oranının, yetki belgelerinin tamamına sahip aracı kurumlardan %0,2'nin altında çalışanların oranına eşit olup, %37 olarak çıktığı görülmektedir.

İskontocu aracı kurumların, yatırım danışmanlığı gibi alım satım aracılığı dışında kalan faaliyetlerini, maliyetlerini düşürmek için mümkün olduğu kadar azaltarak bu sayede müşterilerine daha az komisyon oranları ile hizmet veren aracı kurumlar olduğunu biliyoruz. İskontocu aracı kurumların ülkemizde de uygulanabilmesi için temel koşul komisyon oranlarına uygulanan asgari sınırlandırmanın kaldırılmasıdır. Komisyon oranlarında yapılacak böyle bir değişikliğe en fazla, komisyon gelirleri toplam gelirlerinin içindeki payı yüksek olan aracı kurumlar duyarlılık göstereceklerdir. Bu çerçevede, komisyon oranlarının aracı kurumların mali yapısı üzerindeki etkilerini tespit edebilmek amacıyla, komisyon gelirlerinin net satışlarına ve genel yönetim giderlerine olan payı incelenmiştir. Söz konusu hesaplamalara ilişkin sonuçlar aşağıdaki gibi özetlenebilir.

Tablo 8: 1997-2001 Yılları İtibariyle Aracı Kurumların Komisyon Gelirlerinin Genel Genel Yönetim Giderlerine Oranı

Komisyon Geliri/Genel Yön Gid.	1997	%	1998	%	1999	%	2000	%	2001	%
0-%50	9	7	23	17	20	16	8	7	20	19
%50-%100	42	33	69	50	52	41	36	33	54	50
%100<	76	60	45	33	56	44	4	59	34	31
Toplam	127	100	137	100	128	100	108	100	108	100

⁸ Gerçekleştirilen işlem hacmi miktarı ile komisyon geliri tutarlarına yalnızca 106 aracı kurum için ulaşılabilmektedir.

1997 yılında 127 aracı kurumun yalnızca %60'ının, 1998 yılında 137 aracı kurumun %33'ünün, 1999 yılında 128 aracı kurumun %44'ünün, 2000 ve 2001 yılında 108 aracı kurumun sırasıyla %59'unun ve %31'inin komisyon gelirlerinin genel yönetim giderlerinin tamamını karşıladığı görülmektedir. Yıllar itibariyle bakılacak olursa komisyon kazancının genel yönetim giderlerini karşılama oranının en düşük olduğu yıl 2001 olarak gerçekleşmiştir. Bunda, ülkemizde yaşanan kriz ortamının etkisinin büyük olduğu düşünülmektedir. Yalnızca alım satım aracılığı yetki belgesi olan aracı kurumlara bakıldığında, komisyon gelirlerinin 1997 yılında genel yönetim giderlerinin tamamını karşılarken, 1998'de %39, 1999'da %33, 2000'de %30, 2001 yılında ise %47'sinin karşılamadığı görülmektedir.

Aracı kurumların komisyon gelirlerinin net satışlarına oranlanması sonucunda elde edilen veriler de aşağıdaki tabloda özetlenmiştir

Tablo 9: 1997-2001 Yılları İtibariyle Aracı Kurumların Komisyon Gelirlerinin Net Satışlarına Olan Oran

KomisyonGeliri/Net Satışlar	1997	%	1998	%	1999	%	2000	%	2001	%
%0-%25	101	79	110	80	110	86	97	90	95	88
%25-%50	5	4	9	7	3	2	5	5	7	6
%50-%100	20	16	16	12	14	11	6	6	6	6
%100 ⁹	2	2	2	1	1	1	0	0	0	0
Toplam	128	100	137	100	128	100	108	100	108	100

Tablo'dan da görüleceği üzere 1997-2001 yıllarında aracı kurumların %80'inden fazlasının komisyon gelirlerinin net satışları içindeki payı %25'in altındadır. Yıllar itibariyle komisyon geliri net satışlarının %50'sinden fazlasını oluşturan aracı kurumların

⁹ Aracı kurumların net satışları, brüt satış gelirlerinden satış indirimlerinin düşülmesi ile elde edildiği için, bazı aracı kurumların komisyon gelirleri net satışlarından büyük çıkmıştır.

sayısındaki azalma dikkat çekici olup, aracı kurumların hisse senedi alım satımından kazandıkları gelirin, diğer gelirlerine oranla gittikçe azaldığının bir göstergesidir.

Tablo 10: 1997-2001 Yılları İtibariyle Aracı Kurumların Komisyon Gelirlerinin Ortalama, Standart Sapma ve Medyan Değerleri

		St.Sapma	Medyan		Ortalama	St.Sapma	Medyan
1997	Genel	1.894.089	168.074				
	D ¹⁰	111.489	127.168	B. ¹¹	884.713	3.511.963	175.190
	F	538.862	274.935	B.O.	282.961	400.089	165.348
1998	Genel	1.525.158	304.912				
	D	251.966	205.564	B.	679.659	719.729	486.643
	F	890.671	695.893	B.O.	636.349	1.555.251	301.352
1999	Genel	1.391.822	511.091				
	D	480.685	297.312	B.	1.761.872	1.683.088	1.350.817
	F	1.759.767	1.508.808	B.O.	831.691	1.167.385	394.047
2000	Genel	4.013.030	1.359.257				
	D	1.383.111	635.497	B.	4.554.117	5.464.167	2.587.847
	F	4.983.453	3.696.529	B.O.	2.457.094	3.190.306	1.061.879
2001	Genel	4.244.280	1.236.180				
	D	893.753	581.748	B.	4.860.231	6.363.807	2.016.202
	F	5.529.708	3.115.147	B.O.	2.144.759	2.858.015	1.019.971

¹⁰ (D), yalnızca alım satım aracılığı yetki belgesi olan aracı kurumları, (F) ise, tüm yetki belgelerine sahip aracı kurumları tanımlamak için kullanılmıştır.

¹¹ B. Banka iştiraki olan aracı kurumları, B.O. ise banka iştiraki olmayan aracı kurumları temsil etmektedir.

Tablo:10, 1997-2001 yılları için tüm aracı kurumlar, tüm yetki belgesine sahip aracı kurumlar ve yalnızca alım satım aracılığı ile kredili işlem, açığa satış ve ödünç işlemler yetki belgesine sahip aracı kurumların ayrı ayrı ortalama komisyon gelirlerini, komisyon gelirlerinin standart sapması ve medyanlarını göstermektedir. Aynı oranlar, aracı kurumlar banka iştiraki olup olmamalarına göre ayrıca sınıflandırılarak Tablo'nun sol tarafında tekrar hesaplanmıştır.

Tüm yıllar itibariyle hesaplanan standart sapmaların, aracı kurumların ortalama komisyon gelirlerinden oldukça yüksek olduğu, ancak (D) ve (F) ayırımına gidildiği zaman ortalama ile standart sapma arasındaki farkın azaldığı dikkati çekmektedir. Yıllar itibariyle, (F) aracı kurumları ile (D) aracı kurumları ortalama komisyon kazançları arasındaki farkın artması da dikkati çeken bir diğer husustur.

Hesaplanan ortalama ile medyan arasındaki sayısal farkın çok yüksek olması uç değerlerin fazla olduğunun, ortalamanın medyandan büyük olması da medyan eğrisinin sağa eğilimli olduğunun göstergesidir. 1997 ve 1998 yıllarında (D) aracı kurumların medyan değerleri ortalamalarına yakınken, 1999, 2000 ve 2001 yılları için ortalamadan daha fazla sapma göstermesi (D)'ler arasında da rekabetin arttığı ve bir kısmı piyasa payını yükseltirken diğer bir kısmın piyasa payının küçüldüğü diğer bir ifade ile 1999 yılına kadar artan işlem hacminden eşit oranda pay alırken, 1999 yılından itibaren bu eşitliğin bozulduğu hatta bazı aracı kurumların müşterilerini diğer aracı kurumlara kaptırdıkları anlamına gelebilir.

Aracı kurumları banka ve banka olmayan şeklinde ayırarak, aynı değerleri hesapladığımızda, banka olmayan aracı kurumların standart sapma değerlerinin ortalamadan farkının banka aracı kurumlarına nazaran daha fazla olduğu göze çarpmaktadır. Bunun sebebi banka olmayan aracı kurumların, sahip oldukları yetki belgesi sayısının, sermaye büyüklüğü açısından diğer aracı kurumlardan çok farklılık gösteriyor olmalarıdır.

Tabloda göze çarpan bir diğer husus, 1997, 2000 ve 2001 yıllarında banka aracı kurumlarının standart sapma değerlerinin ortalama ile arasındaki farkın iyice açılmış olmasıdır. 1997 yılı için bunun sebebinin 15.08.1996 tarihinde SPK tarafından alınmış olan kararın 02.01.1997 tarihinde uygulanmaya başlanmasıdır.

muhtemeldir¹². 2000 ve 2001 yıllarındaki fark artışının ise TMSF'ye devrolan bankaların iştiraki olan aracı kurumların pazar paylarının büyük kısmını banka olmayan aracı kurumlarının almasından¹³ kaynaklandığı düşünülmektedir.

V.3 Müşteri Hisse Senetlerinin Saklanması ve Bir Yetki Belgesine Bağlanması

Seri:V No:34 sayılı Tebliğ ile belirlenen alım satım aracılığı faaliyeti için sahip olunması gereken özsermaye tutarına ilave olarak aracı kurumlar yaptıkları her bir sermaye piyasası faaliyeti için özsermayelerini belirli oranlarda arttırmak zorundadırlar. Buna ilaveten, aracı kurumların sahip oldukları sermaye yeterliliği tabanı yükümlülüğü; a) sahip oldukları yetki belgelerine tekabül eden asgari özsermayeleri, b) pozisyon riski, karşı taraf riski, yoğunlaşma riski ve döviz kuru risklerinden oluşan risk karşılığı ve c) değerlendirme gününden önceki son üç ayda oluşan faaliyet giderlerinin herhangi birinden az olamaz.

Hisse senetlerinin alım satımına aracılık eden aracı kurumun aynı zamanda saklama hizmeti vermesi halinde yukarıda belirtilen ve ortaya çıkması muhtemel riskler kredi riski, likidite riski ve saklama riski olarak sıralanabilir.

Karşı tarafın ödeme gücüne düşmesi sonucu yükümlülüklerini yerine getirmemesi neticesinde oluşabilecek kayıpları tanımlayan kredi riski, aracı kurumlar tarafından İMKB'ye teminat verilmesi ve Takasbank'ın teslim karşılığı ödeme prensibi sayesinde sağlanan güvenceler ile sistemimizde azaltılmıştır.

Menkul kıymet satıcısının teslim ettiği kıymet karşılığında parasını alamaması sonucu ödemelerini borç almak ya da başka varlıklarını satmak veya menkul kıymet alıcısının parasını ödemediği

¹² SPK, 15.08.1996 tarihinde, sermaye piyasasında güven ve istikrarın temini ile daha etkin ve rekabetçi bir piyasa ortamının tesisi amacıyla piyasada faaliyet gösteren bankalar ile aracı kurumlar arasında rekabet eşitliğinin sağlanması için sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankaların bu 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 vermiştir.

¹³ TSPAKB 2001 yılı Faaliyet Raporu

halde menkul kıymeti teslim alamaması nedeniyle kendi teslim yükümlülüğünü ödünç almak suretiyle gerçekleştirmek zorunda kalmasının sonucu ortaya çıkan likidite riski ile menkul kıymetleri saklayan kurumun iflas etmesi, gerekli özeni göstermemesi veya sahtekarlık yapması sonucu oluşabilecek menkul kıymet kayıplarını ifade eden saklama risklerinin, saklama hizmetinin de ayrı bir yetki belgesine bağlanarak, alım satım aracılığı yapan her aracı kuruma değil, gerekli alt yapıyı ve daha güçlü bir sermaye koşulunu sağlamış kurumlara bırakılması ile minimize edilebileceği düşünülmektedir.

Saklama hizmetinin sermaye yükümlülükleri ağırlaştırılmış kurumlara bırakılmasının hem sektör üzerindeki risklerin azaltılmasını hem de İMKB hisse senetleri piyasasında gerçekleştirdikleri işlemlerden kaynaklan risklerin ve risk karşılığı hesaplanan sermaye yeterliliği tabanlı yükümlülüğünün azaltılarak sermaye yeterliliği kriterleri maliyetinin küçük aracı kurumlar için düşürülmesini sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu çerçevede, saklama yetkisinin ayrı bir aracı kurum veya banka tarafından yerine getirilmesi halinde alım satım emri gerçekleştirildikten sonra hisse senetlerinin saklama ve takas işlemlerinin sonuçlandırılmasına ilişkin olarak mevcut alım satım sistemi ile takas prensipleri çerçevesinde, takas işlemleri aksamadan ve ilave riskler yaratılmadan tamamlanabilmesi için getirilebilecek uygulama önerilerinde aşağıda yer verilen dört husus önem taşımaktadır.

Müşteri Bazında Saklama

Saklamacı kurum nezdinde takip edilecek olan müşteri menkul kıymetlerinin her bir müşteri için açılacak ayrı hesaplarda takip edilmesi veya bir havuz hesapta tutulması mümkündür.

Menkul kıymetlerin müşteri bazında saklanması kontrolün en iyi şekilde sağlanmasına ve suistimallerin engellenmesine imkan verdiği için istenilen bir mekanizma olmakla birlikte, saklamacı kurumlar açısından oldukça komplike bir elektronik takip sisteminin kurulmasını gerektirdiğinden maliyetli bir sistemdir. Diğer taraftan, müşteri menkul kıymetlerinin bir havuz hesapta takip edilmesinin şu

anki sistemimizden bir farkı olmayıp en büyük handikapı suistimallere açık olmasıdır.

Takas Riskinin Üstlenilmesi

Takas riskinin saklamacı kurum mu yoksa emirleri ileten aracı kurum tarafından mı üstlenileceği önemli bir husustur. Saklamacı kurumun birden fazla aracı kuruma saklama hizmeti verdiği göz önünde bulundurulduğunda, saklamacının üstlenmek zorunda kalacağı takas riski oldukça yüksek olmaktadır ki bu da saklama ücretlerinin yüksek olmasına yol açacaktır. Diğer taraftan takas riskinin daha düşük sermaye yeterlik oranları ile çalışma imkanı tanınacak olan aracı kurumlar tarafından üstlenilmesi, başka kurumların da yükümlülüklerini yerine getirmesini engelleyen sistematik riskleri de beraberinde getireceğinden mümkün görünmemektedir.

Saklamacı kuruma üstlendiği risk karşılığında, diğer aracı kurum tarafından borsa teminatında olduğu gibi günlük işlem hacminin belirli bir yüzdesi kadar teminat verilmesi veya şu andaki sistemimizde güvence olarak kullanılan borsa teminat oranlarının yükseltilmesi şeklinde bir çözüm yöntemi getirilebilir. Ancak aracı kurumlara böyle bir teminat yükümlülüğü getirilmesi, sermaye yeterliliğinin düşürülmesi ile elde edilmek istenen amaca uygun düşmemektedir.

İster saklamacı kurum ister aracı kurum tarafından üstlenilsin, takas riskinin büyük bir maliyet unsuru oluşturmaması için Takasbank nezdinde ek güvence sistemleri oluşturulması gerekmektedir.

Emniyeti Suiistimal Riski

Aracı kurumlar da tıpkı bankalar gibi güven kurumlarıdır. Müşterilere ait menkul kıymet ve nakit değerler fiziken aracı kurumların tasarrufunda bulunmaktadır. Emniyeti suiistimal, müşteri nakit ve menkul kıymetlerinin, müşteri iradesi dışında aracı kurum çalışanları veya sahipleri tarafından kendi lehlerine kullanılması olarak

tanımlanabilir. Yatırımcı menkul kıymetlerinin sermaye yapısı daha güçlü ve daha kurumsal bir yapıya sahip saklamacılar nezdinde tutulması, yatırımcıların bilgileri dışında Borsa'da işlem gerçekleştirilmesine her zaman engel teşkil etmemektedir. Bu sorunun aşılabilmesi için, müşteri adına yapılan işlemlerin müşteriye bildirilmesi gerekmektedir, ancak takas öncesi saklamacılar ile müşteriler arasında teyitleşme zorunluluğu getirilmesi, riskleri azaltsa da uygulama açısından oldukça zor görünmektedir. Diğer taraftan, yatırımcı bilgisi dahilinde yapılmış dahi olsa alış satış işlemleri sonucu oluşan kıymet/nakit alacakları müşterinin saklamacı nezdinde bulunan hesabında tutulacağından, aracı kurumların emanetteki kıymet ya da nakit varlıkları kullanma imkanı ortadan kalkacaktır ki bu da piyasada emniyeti suiistimal açısından, müşteriler arasında güven tesis edilmesi açısından son derece önemlidir.

Müşteri Hesaplarının Gerçeğe Uygun Biçimde Takip Edilmesi

Saklama yetkisine sahip aracı kurumun nezdinde tutulan tüm müşteri nakit ve menkul kıymetlerinin gerçeğe uygun biçimde ve karışıklığa yol açmayacak şekilde tutulmasının sağlanması gerekmektedir. Bunun yapılabilmesi için, saklama yetki belgesi verilmeden önce aracı kurumun teknik altyapı ve iç kontrol sistemlerinin yeterli düzeyde olup olmadığının kontrolünün yapılması şarttır. Ayrıca, saklamacı aracı kurumlara müşterilerine aylık olarak ekstre gönderme yükümlülüğü getirilmesi, yatırımcılara internet, sesli mesaj sistemi gibi vasıtalarla hesaplarını kontrol etme imkanı verilmesi gibi ek kontroller sağlanması emniyeti suiistimal riskinin önlenmesi açısından da fayda sağlayacaktır.

Yukarıda değinilen hususlar çerçevesinde, ülkemizde uygulanan mevcut durum ile Avrupa, Kanada ve ABD uygulamaları da göz önüne alınarak bir sistem önerisi oluşturulmuştur. Önerilen saklama sistemi ve buna ilişkin olarak doğabilecek sorunlar Ek:1'de verilmektedir.

5.3.1 Saklama Hizmetinin Ayrı Bir Yetki Belgesine Bağlanmasına İlişkin Değerlendirme

Saklama hizmetinin ayrı bir yetki belgesine bağlanması, aracı kurumlara müşteri emaneti taşımamaları sonucunda üstlendikleri risklerin azalması dolayısıyla daha düşük sermaye yeterlik kriterleri ile çalışmalarını imkanı vermesinin yanısıra, saklama hizmetinin gerektirdiği teknolojik altyapı, organizasyon yapısı, personel gideri gibi maliyetlerden de tasarruf etmelerine imkan tanıyarak, daha düşük komisyon oranları ile çalışan iskontocu aracılık sisteminin ülkemizde de işler hale getirilebilmesine olanak yaratacaktır.

Buna ilaveten, saklama hizmetinin yeterli sermaye, organizasyon, iç kontrol ve teknik altyapı sistemini oluşturmuş kurumlar tarafından yerine getirilmesi piyasaya olan güveni ve uzun vadede işlem hacmi ile likiditeyi arttıracaktır.

Ayrıca, müşteri hesaplarında irade dışında alım satım işlemleri gerçekleştirilse dahi menkul kıymet ve nakit hesapları ayrı bir kurum nezdinde tutulduğu için, doğacak olan menkul kıymet veya nakit alacakları ilgili müşteri hesabına yansıtılacağından aracılık sistemin büyük risklerinden biri olan emanetteki müşteri mallarının kullanılması sorunu da ortadan kalkacaktır.

Diğer taraftan, saklama hizmetine karşılık yatırımcılardan ek bir ücret talep edilmesi, iskontocu aracı kurumların düşük komisyon oranları ile müşterilere sundukları avantajı bertaraf ederek ya da yatırımcıya yansıtılmadan aracı kurum tarafından üstlenilmesi halinde maliyetlerini arttırarak, saklamacı aracı kurumlar ya da banka aracı kurumları ile rekabet etme imkanlarını ortadan kaldıracaktır.

Aracı kurumların özsermayelerinin düşürüleceği de göz önünde bulundurulursa takas riskinin, saklama için gerekli koşulları yerine getirebilmiş ve saklama yetki belgesine haiz olmuş saklamacı tarafından üstlenilmesi sistem açısından çok daha güvenilir olmakla birlikte, saklamacının birden fazla aracı kuruma hizmet vereceği düşünülecek olursa üstlenilecek olan risk piyasa riskine

sebeup olabilecek kadar büyümektedir. Dolayısıyla saklamacı söz konusu riske karşılık aracı kurumlardan bir teminat isteyecektir ki bu da aracı kurumların sermaye yeterliliği şartının düşük tutulması ile ulaşılmak istenen amacı sağlamamış olacaktır

Ayrıca, saklama yetki belgesinin yüksek sermaye ve yüksek teknik donanım koşuluna bağlanması, banka destekli aracı kurumlar lehine haksız rekabet ortamı yaratacaktır. Buna ilaveten saklama hizmeti sunan bankaların kendi iştirakleri olan aracı kurum müşterilerine komisyon ücretleri konusunda avantaj sağlamaları, diğer aracı kurumlardan yüksek miktarda teminat alırken kendi iştirakleri olanlardan teminat talep etmemeleri de rekabet açısından banka aracı kurumlarının avantajlı olmasına sebep olacaktır. Ayrıca, aracı kuruma iştiraki olan bir bankanın saklama hizmeti sunması durumunda diğer aracı kurumlar rakipleri ile ticari bilgilerini paylaşmak durumunda da kalabileceklerdir.

Bu çerçevede, saklama hizmetinin ayrı bir yetki belgesine bağlanarak aracı kurumların sermaye yeterlik koşullarının düşürülmesi, iskontocu aracı kurumların ülkemizde de yerleşmesini sağlaması ve müşteri menkul kıymet ile nakitlerinin kullanılması sorununun ortadan kaldırılması açısından oldukęa yararlı gözükse de, yukarıda sayılan sebeplerden ötürü kğk aracı kurumlara başka maliyetler yüklenmesine neden olabilecektir. Söz konusu maliyetlerin düşürülmesi ancak, Takasbank nezdinde ek takas güvence sistemlerinin oluşturularak takas riskinin nisbeten de olsa aracı kurumların üzerinden kaldırılması ile mümkün olabileceği düşünülmektedir.

VI GENEL DEğERLENDİRME VE SONUç

Globalleşmenin en fazla hissedildiği alanlardan birisi olan sermaye piyasalarında, uluslararası düzeyde rekabet edebilir, mali yapısı güçlü bir aracılık sektörü hedefine ulaşılabilmesi için ülkemizde kurulu aracı kurumların organizasyon yapılarını yeniden gözden geğirmeleri ve müşteri hisse senedi saklama yetkisinin yeterli sermaye koşulunu sağlayabilecek aracı kurumlara bırakılarak yalnızca alım

satım faaliyeti yapacak olan küçük aracı kurumlara daha düşük sermaye ve daha az maliyetle çalışma ve düşük komisyon oranları uygulamak suretiyle piyasada rekabet etme imkanının tanınması, büyük aracı kurumların ise uzmanlık gerektiren yatırım bankacılığı faaliyetlerine yönlendirilmesi gerekmektedir. Aracı kurumlar arasında bu şekilde bir sınıflandırmaya gidilmesi sektörün zaten hassas olan mali yapısında ciddi bozulmaların önlenmesini sağlayabilir.

Komisyon oranlarına ve aracı kurum sayısına getirilen sınırlandırmanın kaldırılmasıyla birlikte, aracı kurumlar arasında piyasa bölümlendirilmesine ve sunulan hizmet farklılaştırılmasına gidildiği görülmektedir. Daha çok yatırım bankacılığı faaliyetinde bulunan ve kurumsal yatırımcılara hizmet veren aracı kurumların yanısıra yalnızca alım satım aracılığı yapan ve daha düşük komisyon oranları ile küçük yatırımcılara hizmet veren aracı kurumlar da sektörde yer almışlardır. Bu çerçevede; örgütlenme yapılarındaki farklılıklar ve sundukları hizmetler bakımından aracı kurumlar iskontocu (discount) ve tam servis sağlayan aracı kurumlar (full-service) olmak üzere ikiye ayrılabilir.

Her iki aracı kurum da en genel anlamda aracılık faaliyetlerini yerine getirmekle birlikte; iskontocu aracı kurumlar yalnızca alım satım aracılığı yapan ve müşterilerine yatırım danışmanlığı da dahil olmak üzere bunun dışında hizmet vermeyen, dolayısıyla operasyonel maliyetlerini minimize ederek daha düşük komisyon oranları ile çalışan aracı kurumlarken, tam servis sağlayan aracı kurumlar, kurumsal finansman, kurumsal satış, aracılık, aracılık yüklenimi, portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı, araştırma ve risk yönetimi hizmetlerinin tamamını sunar.

İskontocu aracı kurumları da müşterilerine dundukları hizmet çeşitleri ve uyguladıkları komisyon oranlarına göre beşe ayırmak mümkündür.

Tam servis sağlayan iskontocu aracı kurumlar TSA'larla aynı hizmetleri sağlamakla birlikte, danışmanlık hizmetleri ayrı bir ücretlendirmeye tabidir ve buna ilaveten futures ve diğer türev araçların alım satımını yapmazlar. Klasik anlamda iskontocu aracı kurumların ise, neredeyse hiç, kişisel denilebilecek tarzda hizmet seçenekleri yoktur. Genellikle yerel ofisleri bulunmaz ki bu da genel giderlerinin önemli ölçüde düşük kalmasını sağlar, bunun yerine

elektronik iletişimin sağladığı ölçek ekonomisinden faydalanırlar. Yüksek İskontocu Aracı Kurumlar aracılık kelimesinin tam anlamını ifade eder şekilde çalışırlar. Müşterilerle muhatap olan çalışanlar vasıtasıyla hizmet vermekle birlikte bu çalışanlar yalnızca alım satım emirlerini almak ve iletmekle görevlidirler. Bilgisayar temelli iskontocu aracı kurumlar da yüksek iskontocu aracı kurumlara çok benzer şekilde faaliyet göstermekle birlikte, işlemlerin gerçekleştirilmesi ve sonrasında müşteri ile hiç insan etkileşimi kurulmaz.

İskontocu aracı kurum piyasasının müşteri profilini, daha çok ne istediğini bilen ve finansal planlamalarını yaparken yol gösterilmesine gereksinim duymayan, sermaye piyasaları hakkında bilgili, genellikle bilgisayar kullanıcısı olan ve aracı kurumların komisyon oranlarına karşı oldukça duyarlı yatırımcılar oluşturmaktadır.

Aracı kurumların yurtdışındaki yapılanmaları ve bu çerçevede sahip olmaları beklenen asgari sermaye miktarlarına ilişkin olarak, iskontocu aracı kurumların komisyon oranlarının serbest bırakılmasını teminen ilk ortaya çıktıkları ülke olan ABD, iskontocu aracı kurumların detaylı bir şekilde düzenlendiği Kanada ve Avrupa uygulamalarına örnek teşkil etmek amacıyla da Avrupa Birliği düzenlemelerine yer verilmiştir.

Ülkemizde, aracı kurumlar açısından kuruluş aşamasında harcanan sabit maliyetler ve aylık düzenli giderler yanında, en önemli maliyet unsurlarından birini de yetki belgeleri için ödemekle yükümlü oldukları meblağ oluşturmaktadır. Tüm yetki belgeleri için sahip olunması gereken asgari sermaye miktarı, yukarıda değinilen yurtdışı düzenlemeleri ile karşılaştırılmış, Kanada ve ABD'ye nazaran oldukça yüksek kaldığı, Avrupa Birliği'ne ise yakın olduğu anlaşılmıştır.

Aracı kurumların gerçekleştirdikleri işlem hacimleri arttıkça, müşterileri tarafından emanet edilen nakit ve menkul kıymetlerinin de artacağı göz önünde bulundurulursa, işlem hacmi yüksek olan ülkelerdeki aracı kurumların taşıdıkları risklerin daha büyük olduğu kanaatine varılabilir. Bu noktadan hareketle, söz konusu ülkeler için asgari sermaye yükümlülükleri borsalarının işlem hacmi ile oranlanarak bir karşılaştırma daha yapılmıştır.

Bu çerçevede, 2002 yılı Haziran ayına kadar 375 milyar TL olan alım satım aracılığı yetki belgesi tutarını, aynı yıl İMKB'de gerçekleşen ilk altı aylık ve 2000 yılı son altı aylık işlem

hacmi toplamına oranlarsak %0,041 gibi bir yüzde elde edilmektedir ki bu oran gelişmiş ülke piyasaları ile karşılaştırıldığında oldukça yüksek kalmaktadır. Söz konusu oran, en yüksek asgari sermaye koşulu olarak sahip olunması gereken meblağ dikkate alınarak yurtdışı gelişmiş piyasalar için hesaplandığında NYSE'de %0,002; Londra Borsası'nda %0,007; Toronto Borsası'nda ise %0,05 olarak çıkmaktadır.

Aracı kurumların asgari sermaye yükümlülüklerinin bu kadar yüksek olmasının sebebi Türkiye'de bütün aracı kurumların aynı zamanda müşterilerine saklama hizmeti sunmalarıdır.

Aracı kurumlara, müşterilerine ait hisse senetlerini fiziken Takasbank'ta bulundurma zorunluluğu getirilmiş olmasına rağmen, söz konusu senetler kayden aracı kurumların Takasbank bünyesindeki havuz hesabında görünmektedir. Aracı kurumların alım satım yetki belgelerinin bu kadar yüksek belirlenmesinin altında yatan neden oluşabilecek risklere karşı bir teminat sisteminin kurulmak istenmesidir.

Yetki belgeleri için ödenen yüksek tutarların aracı kurumların maliyetlerini arttırması dolayısıyla iskontocu aracı kurum sisteminin Türkiye'de uygulanabilmesini güçleştirebileceğinden hareketle; söz konusu risklerin elimine edilmesini sağlamak için, saklama hizmetinin ayrı bir yetki belgesine bağlanarak, tüm aracı kurumlara değil de güçlü sermaye yapısına sahip aracı kurumlara bırakılması söz konusu olabilir. Ancak, saklama hizmetine karşılık yatırımcılardan ek bir ücret talep edilmesi, iskontocu aracı kurumların düşük komisyon oranları ile müşterilere sundukları avantajı bertaraf ederek ya da yatırımcıya yansıtılmadan aracı kurum tarafından üstlenilmesi halinde maliyetlerini arttırarak, saklamacı aracı kurumlar ya da banka aracı kurumları ile rekabet etme imkanlarını ortadan kaldıracaktır; buna ilaveten, saklama hizmeti sunan bankaların kendi iştirakleri olan aracı kurum müşterilerine komisyon ücretleri konusunda avantaj sağlamaları, diğer aracı kurumlardan yüksek miktarda teminat alırken kendi iştirakleri olanlardan teminat talep etmemeleri de rekabet açısından banka aracı kurumlarının avantajlı olmasına sebep olacağı düşünülmektedir.

Bu çerçevede, saklama hizmetinin ayrı bir yetki belgesine bağlanarak aracı kurumların sermaye yeterlik koşullarının düşürülmesi, iskontocu aracı kurumların ülkemizde de yerleşmesini

sağlaması ve müşteri menkul kıymet ile nakitlerinin kullanılması sorununun ortadan kaldırılması açısından oldukça yararlı gözükse de, yukarıda sayılan sebeplerden ötürü küçük aracı kurumlara başka maliyetler yüklenmesine neden olabilecektir. Söz konusu maliyetlerin düşürülmesi ancak, Takasbank nezdinde ek takas güvence sistemlerinin oluşturularak takas riskinin nisbeten de olsa aracı kurumların üzerinden kaldırılması ile mümkün olabileceği düşünülmektedir.

Ülkemizde, 02.01.1997 tarihinden beri asgari komisyon oranı sınırlandırması bulunmaktadır.25.01.2002 tarihli Kurul 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.

Komisyon oranlarının serbest biralıkması iskontocu aracı kurumların uygulamasının olabilmesi açısından olmazsa olmaz koşuldur.

Aracı kurumlar birer ticari işletmedirler. Ticari işletmeler kar amacı güderek çalışırlar, serbest piyasa ekonomisinde arz ve talebin müdahale olmaksızın denge fiyatını belirleyeceği varsayılmaktadır. Bu çerçevede, ülkemizde birer ticari işletme olan aracı kurumların sundukları hizmetten, müşteri profillerinden, yaptıkları yatırımlardan, aktif büyüklüklerinden ve diğer belirleyici olan pek çok faktörden bağımsız olarak sabit komisyon oranları ile çalıştıkları sürece piyasanın optimum komisyon oranları, optimum aracı kurum sayısını belirlemekten uzak ve etkin olmayan bir şekilde çalıştığı söylenebilir.

Fiyat (komisyon) rekabetinin bulunmadığı bir ortamda aracı kurumlar piyasa paylarını arttırabilmek için fiyat dışı rekabete yönelmektedirler. Prensip olarak, fiyat dışı rekabet aracı kurumların maliyetlerini arttırdığından elde ettikleri karı azaltmaktadır. Fiyat dışı rekabet etkin olmayan bir rekabet türüdür. Çünkü aracı kurumlar yatırım hizmeti dışında başka hizmetler sunmak yolu ile müşteri kazanmaya çalışmaktadırlar. Bu süreç doğrudan maliyetleri arttırmakta, yatırım dışı hizmetleri kullanmayan yatırımcıların da diğer yatırımcılar ile aynı komisyon oranlarını ödemeleri sonucunu doğurmakta ve böylece etkin olmayan bir sürecin maliyeti bu

hizmetlerden en fazla yararlananlar kurumsal yatırımcılar olduğu halde nihai olarak küçük yatırımcılara yüklenilmektedir.

Sabit komisyon oranı uygulamasının etkin olmayan aracı kuruluşları korurken, etkin aracı kuruluşların yatırımcı aleyhine kar ettikleri düşünülmektedir.

Ayrıca, komisyon oranlarının düşürülmesi ile alım satım yapan müşterilerin işlem maliyetleri azalacağından daha fazla alım satım yaparak kar elde etme imkanı aramalarına sebep olacak ve dolayısıyla Borsa'da gerçekleşen toplam işlem hacminde artış meydana gelecektir.

Komisyon oranlarının serbest bırakılması sonucu artan rekabet ortamında, aracı kurumların komisyon kazançlarının ve dolayısıyla gelirlerinin azalması, rasyonel çalışmayan bazı aracı kurumların mali yapılarında bozulmalara yol açması muhtemeldir. Bu sebeple aracı kurum birleşmeleri veya mali yapısı güçlü kurumlara devredilmesi teşvik edilmelidir.

Diğer taraftan komisyon oranları serbest bırakıldığı takdirde küçük aracı kurumlar açısından, büro ve donanım maliyetleri nisbeten az olacağından ve yeni kazanılan her bir müşterinin marjinal maliyeti oldukça düşük kalacağından rekabetçi ortama uyum sağlayabilecekleri ve ülkemizde de iskontocu aracı kurum uygulamasının gelişebileceği düşünülmektedir.

Özellikle elektronik finansın gelişimi ile birlikte, uzaktan erişimin ve telefon ve/veya bilgisayar vasıtası ile emir vermenin gittikçe yaygınlaşacağı dikkate alınacak olursa, alım satım hizmetleri ile yatırım danışmanlığı hizmetlerini ayırma neticesinde oluşan düşük maliyetler sayesinde komisyon ücretlerinde avantaj sağlayan, elektronik ortamda müşterilerine hizmet sunan iskontocu aracı kurumların da sektördeki yerlerini alacağı düşünülmektedir.

Aracı kuruluşlara belirli bir gelir garantisi sağlayan sabit komisyon oranı uygulaması korumacı bir yaklaşım olup, aracılık sektörünün ilk gelişme dönemlerinde mali yapısının istikrarının sağlanması açısından gerekli olmakla birlikte, globalleşmenin en fazla etkilerini gösterdiği sermaye piyasalarında artık sınırların kalkmaya başladığı dikkate alındığında, aracı kuruluşlarımızın küresel rekabete hazırlanması, alım satım aracılığı yapan aracı kurumların daha düşük komisyon oranları ile çalışmasına imkan tanınarak, büyük aracı

kurumların daha fazla uzmanlaşmanın gerektiği yatırım bankacılığı hizmetlerine yönelik yatırımlar yapmasını teminen komisyon oranlarına ilişkin asgari sınırlamanın kaldırılması gerektiği düşünülmektedir.

Sonuç olarak, komisyon oranları serbest bırakıldığı takdirde iskontocu aracı kurumların Türk sermaye piyasalarında yer bulacağı ancak, takas güvence sistemleri iyice oluşturulmadan saklama hizmetinin ayrılmasının küçük aracı kurumlara ek mali yükümlükler getireceği, saklamanın ayrı bir aracı kurum tarafından üstlenilmemesi halinde ise şu anki sermaye yeterlik yükümlüklerinin değiştirilmesinin müşteriler ve piyasa açısından özellikle asgari komisyon oranı uygulaması terkedildikten sonra risk oluşturabileceği kanaatine varılmıştır.

KAYNAKÇA

ARIKAN, İlkay
2003, Bilgi Notu, Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu Aracı Kuruluşlar Birliği, Ocak 2003

ASTARİTA, J. Mark
2002, Changing Times?, Securities Law Home Page

BRADLEY,S. Edward, TEWELES,J. Richard
1998, The Stock Market

Comptroller of the Currency Administrator of National Banks
2002, Comptrollers Handbook-Custody Services, Ocak 2002

Commission of the European Communities
2002, Clearing and Settlement in the European Union Main Policy Issues and Future Challenges, Communication From The Commission to the Council and the European Parliament, Mayıs 2002

ÇITAK, Serdar
1998, Amerika Birleşik Devletleri Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar, Sermaye Piyasası Kurulu, Temmuz 1998

DERELİOĞLU, Deniz
1997, Türkiye ve Amerika Birleşik Devletleri'nde Takas ve Saklama İşlemleri, SPK Araştırma Raporu

ESER, Rüya; FIRATOĞLU,Bahşayış
2000, Avrupa Topluluğunda Sermaye Piyasası ile İlgili Düzenlemeler ve Türk Mevzuatının Durumu, SPK Araştırma Raporu, Haziran 2000

FERRARINI, Guido

1994, Prudential Regulation of Banks and Securities Firms,
Hukuk Fakültesi, Genoa Üniversitesi, Kasım 1994

GOİK, KC

A Competitive Edge in Increasing Bottom Line Performance,
Information Resources Management Paper

GÜZELHAN, Hayal; TEKER, Bahadır; ALTUN, Tuğba;
SAYAR, Nihal; GÜNGÖR Eser; AKGÜL Barış; OKAT, Özge;
GÜNGÖR, Ali İhsan; ÇETİN, Müge; CENGİZ, Dilek

2003, Avrupa Birliği Düzenlemeleri ve Ülke Uygulamaları
Çerçevesinde Saklama Faaliyeti, SPK Ararştırma Raporu, Mart 2003

HASBROUCK, Joel

2002, The US Brokerage Industry: Structure and Current
Practices, Aralık, 2002

İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.

2003, Aracı Kurumların Sermaye Yeterliliği Tabanı
Yükümlülüğünün Azaltılması Amacıyla Takas İşlemlerinde
Yapılabilecek Düzenlemeler

JONES, M. Charles

2000, A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs,
Graduate School of Business, Columbia University, Haziran 2000

KINIK, Tefik

2002, Elektronik Finansın Gelişimi Karşısında Aracı
Kuruluşlar, SPK Yeterlik Etüdü, Ekim, 2002

LEE, Julia

1999, Organization of Brokerage Firms, Mount Holyoke College, Ocak, 1999

LOTT, Chris

1998, Trading: Discount Brokers, Haziran 1998

MATTHEWS, O. John

1994, Struggle and Survival on Wall Street, Oxford Üniversitesi Baskısı

MCCAFFREY, P. David, HART, W David

1998, Wall Street Polices Itself How Security Firms Manage the Legal Hazards of Competitive Pressures, Oxford Üniversitesi Baskısı

New York Stock Exchange

2001, Annual Report

ÖNEN, A. Seda

1997, Global Saklama Sistemi, SPK Araştırma Raporu

SAYAR, Nihal; AYYYILDIZ, Musa

1998, Türkiyedeki Aracı Kurumların Uyguladıkları Komisyon Oranlarına İlişkin Bilgi Raporu, SPK Araştırma Raporu,

Securities Investor Protection Corporation

1988, Rules Series 500, Mart 1988

1997, Rules Series 300, Nisan 1997

1978, Rules Series 200, Kasım 1978

SCHWARTS, Jeffrey

1998, Online Brokerage Rolls Out Performance Tracking Tool,
Aralık 1998

SMITH, Randall

2002, Investors May Be Paying More At Discount Brokerage Firms, Wall Street Journal, Ocak 2002

TÜRELİOĞLU, Ergun

1999, Aracı Kurumlarda Komisyon İade Yöntemleri ve Asgari Komisyon Oranı Uygulamasına İlişkin Görüş Öneri Raporu; SPK Görüş Öneri Raporu, Ekim 1999

U.S. Securities Exchange Commission

1995, Typical Brokerage Firm Operations and Compliance Issues and Procedures

1999, On-Line Brokerage: Keeping Apece of Cyberspace

VARIAN, R. Hal

2001, Economics of Information Technology, University of California, Berkeley, Temmuz 2001

YANNİS, Bakos; LUCASC., Henry; OH, Wonseok; SIMON Gary; VISWANATHAN Sivakumar; WEBER, Bruce

2000, The Impact of Electronic Commerce on The Retail Brokerage Industry, Temmuz, 2000

YILDIRAN, Tuncay

1996, Saklama Kuruluşları ve Menkul Kıymet Komisyonculuğu Sistemi, SPK Ararştırma Raporu, Mayıs, 1996

Comment [BASAK1231]: Demek ki komisyon indirimine gidilmesi mantıklı çünkü büyük aracı kurumlara yarıyor, küçüklerin rekabet şansı azalıyor. İnerse hiç olmazsa rekabet ederek Pazar paylarını arttırabilirler.

EK:1

Saklamanın Ayrı Bir Yetki Belgesine Bağlanmasına İlişkin Sistem Önerisi

Bu modelde, aracı kurumların müşterilerinin nakit ve menkul kıymetleri saklamacı aracı kurum nezdinde açılan hesapta takip edilmektedir. Takas işlemleri saklamacı aracı kurum tarafından yerine getirilecek ve Takas Merkezine karşı saklamacı aracı kurum sorumlu olacaktır. Hisse senetleri fiziken şu anki sistemde olduğu gibi Takasbank'ta bulundurulacak ancak kayden saklamacının alt hesabında takip edilecektir.

❖ Saklama yetkisi bulunmayan her aracı kurumun bir saklamacı aracı kurumla çalışması zorunluluğu getirilebilir. Sistemde karışıklıkların önlenmesi açısından her aracı kurum bir saklamacı aracı kuruluşla çalışırken, saklamacı aracı kuruluş birden fazla aracı kuruma hizmet verebilir.

❖ Saklamacı aracı kuruluş ile aracı kurum arasında, her iki tarafın hak ve yükümlülüklerinin tartışmaya mahal vermeyecek şekilde detaylı biçimde düzenlendiği ve SPK tarafından önem taşıyan hususların denetimden geçirileceği bir sözleşme imzalanacaktır.

❖ Müşteri aracı kurumda hesap açarken imzalayacağı sözleşmede, aracı kurum, müşteri ve saklamacı arasındaki ilişkiler ve saklamacı ile aracı kurumun rolleri ve yükümlülükleri açıkça belirlenecektir. Ayrıca sözleşme imzalanırken "alotakas" sesli yanıt sistemi ve blokaj imkanı hakkında müşteri bilgilendirilecek, söz konusu ek kontrol imkanlarını sık sık kullanmasının kendi yararına olduğu belirtilecek ve müşteriden, sözleşmede yazan koşulları ve diğer kontrol mekanizmasını anladığına dair bir beyanname alınacaktır.

❖ İmzalan sözleşmeyle müşteri; saklamacıyla saklama antlaşması, aracı kurumla da aracılık antlaşması yapmış olacaktır. Tek bir sözleşmenin sorun yaratması halinde müşteri aracılık antlaşması imzaladığı aracı kurum tarafından sözleşme imzalaması için saklamacıya yönlendirilebilir.

❖ Müşterilerin menkul kıymet ve nakit hesapları saklamacı aracı kurum nezdinde açılacak hesaplarda takip edilecek ve kullanılmayan nakitleri saklamacı tarafından nemalandırılacaktır.

❖ Hisse senetleri piyasasında verdiği emirlerin gerçekleştirilebilmesini teminen müşteri, aracı kuruma, saklamacı nezdinde bulunan hesabındaki menkul kıymetleri satma ve nakit hesabında bulunan paranın borsa alış işlemleri karşılığında kullanılmasına ilişkin yetki verecektir. Müşteriler ile aralarında ihtilaf çıkması riskine karşılık olarak, müşteri ile imzalanacak sözleşmede ihtilafın hukuken çözülme yöntemleri, emirlerin ispatı, emirlerin iletim şekli gibi hususlarda detaylı düzenlemeler yapılmalıdır.

❖ Borsa'da yapılan alış satış işlemlerinin karşılığının bulunup bulunmadığı veya satım emri verilen hisse senedinin müşteri hesabında bulunup bulunmadığının kontrolünün sağlanabilmesi açısından, aracı kuruma, saklamacı nezdinde açılmış müşteri menkul kıymet ve nakit hesaplarını izleme ve müşterilerin pozisyonunu takip etme imkanı tanınmalıdır. Söz konusu sisteme ilişkin elektronik ortam aracı kurumlara ve saklamacılara Takasbank tarafından sağlanabilir.

❖ İMKB'de gerçekleşen alım ve satım emirlerinin takas işlemleri sonucunda müşterilerin satılan menkul kıymet karşılığı nakit ya da kıymet alacağı veya alınan kıymet karşılığı oluşan alacakların hesaplarına yansıtılmasından saklamacı aracı kurum sorumlu olacaktır.

❖ Emirler gerçekleştirildiği anda, saklamacının müşteri pozisyonundan haberdar olabilmesi ve risk takibini yapabilmesi açısından, aracı kurum tarafından saklamacıya eş zamanlı olarak bilgi aktarımı sağlanmalıdır.

❖ Saklamacı nezdinde bulunan müşteri menkul kıymet ve nakdi için, İMKB hisse senetleri piyasasında gerçekleşmiş alım ve satım emirlerinin takası gerçekleştirilmeden önce aracı kurum ile saklamacı arasında mutabakatlaşma sağlanmalıdır. Mutabık kalınmadığı durumlarda takasın gerçekleşmesi saklamacının inisiyatifine bırakılmalıdır ve doğabilecek sorunlardan saklamacı sorumlu olmalıdır.

❖ İMKB hisse senedi piyasası işlemlerinden kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesinde temerrüde düşülmesi halinde mevcut temerrüt hükümleri uygulanacaktır. Gerekli

durumlarda başvurulacak olan teminat, saklamacı ve aracı kurum tarafından ortak ve şimdikinden daha yüksek bir oran olarak yatırılabilir gibi, saklamacıya bu gibi durumlarda kullanılmak üzere aracı kurum tarafından teminat yatırılabilir.

❖ Müşterilerin menkul kıymetlerine bağlı hakları, kendi isteği doğrultusunda yine Takasbank aracılığıyla kullanılabilir.

❖ Saklamacıya, sunduğu hizmet karşılığı ödenecek komisyon, bireysel olarak müşteriler tarafından işlem bazında veya müşteri sayısı gibi bir kriter çerçevesinde toplu olarak aracı kurum tarafından ödenerek, müşterilere uyguladıkları komisyon oranları içinde yansıtılabilir.

6.3.1 Önerilen Saklama Sisteminde Doğabilecek Sorunlar

Modelin içinde barındırdığı en önemli sorunlardan birisi takas riskidir. Aracı kurumların özsermayelerinin düşürüleceği de göz önünde bulundurulursa takas riskinin, saklama için gerekli koşulları yerine getirebilmiş ve saklama yetki belgesine haiz olmuş saklamacı tarafından üstlenilmesi sistem açısından çok daha güvenilirdir. Ancak saklamacının birden fazla aracı kuruma hizmet vereceği düşünülecek olursa üstlenilecek olan risk piyasa riskine sebep olabilecek kadar büyümektedir. Dolayısıyla saklamacı söz konusu riske karşılık aracı kurumlardan bir teminat isteyecektir ki bu da aracı kurumların sermaye yeterliliği şartının düşük tutulması ile ulaşılmak istenen amacı sağlamamış olacaktır. Bu nedenle,

❖ Teminat yatırılrsa dahi, yatırılan teminatın aracı kurum lehine saklamacı tarafından nemalandırılması mümkün olabilir, buna ilaveten teminat miktarının aracı kurumun mali tablosunda sermaye kalemleri arasında izlenmesine izin verilebilir ancak teminatın kullanılması veya değerinde azalma meydana gelmesi halinde aracı kurumun mali tablosunda yeni duruma uygun düzeltmeler yapılmalıdır.

❖ Hisse senetleri piyasasında aracı kurum tarafından gerçekleştirilen işlemlere bir üst limit getirilmesi düşünülebilir, ancak piyasa likiditesinin getirilen limitler nedeniyle daralma tehlikesi vardır.

Çözüm olarak üst işlem limiti yerine belli bir oranın üstündeki işlemler için saklamacıya teyit zorunluluğu getirilmesi söz konusu olabilir.

❖ Aracı kurumların temerrüde düşmesi sonucunda oluşabilecek olumsuzlukların giderilmesi için alınan Borsa teminatı yükseltilebilir, nitekim günlük işlem hacminin %5'i olarak belirlenmiş olan oransal teminatın yeterli olmadığı düşünülmektedir.

❖ Aracı kuruluşların özdüzenleyici kurumu olan Aracı Kuruluşlar Birliği bünyesinde bir güvence sigortası oluşturulması mümkün olabilir. Söz konusu sigortanın, sistemin sağlıklı işlemlerini ve tüm aracı kurumlara duyulan güvenin ve dolayısıyla uzun vadede işlem hacminin artışı şeklinde aracı kuruluşlara fayda sağlayacağı göz önünde bulundurularak, hem saklamacıların hem de saklama yetkisi olmayan aracı kurumların belirli kriterler çerçevesinde, oluşturulacak bu sigortaya prim ödemeleri teşvik edilebilir.

Modelin içinde barındırdığı diğer bir önemli sorun, müşteri hesaplarında kendi bilgileri dahilinde olmaksızın işlem gerçekleştirilmesidir. Ancak, irade dışında alım satım işlemleri gerçekleştirilse dahi menkul kıymet ve nakit hesapları ayrı bir kurum nezdinde tutulduğu için doğacak olan menkul kıymet veya nakit alacakları ilgili müşteri hesabına yansıtılacağından aracılık sistemin büyük risklerinden biri olan emanetteki müşteri mallarının kullanılması sorunu ortadan kalkmaktadır. Aynı riskin aracı kurum için önlense dahi bu kez saklamacı kurum açısından söz konusu olabileceği düşünülebilir. Bunun önüne geçilmesi ise saklamacı aracı kurumlara yetki belgesi verilmesinin sıkı sermaye ve iç kontrol şartlarının oluşturulmasına bağlanması ile mümkün olabilir.