

# MPRA

Munich Personal RePEc Archive

## **Risk Maps of Securities Firms**

Coskun, Yener

July 2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/28368/>  
MPRA Paper No. 28368, posted 30 Jan 2011 18:49 UTC

## ARACI KURUMLARIN RİSK HARİTASI

**Yener COŞKUN<sup>1</sup>**

*Sermaye Piyasası Kurulu Baş Uzmanı*

### I. GİRİŞ

Ülkemizde sermaye piyasalarının geliştirilmesinin 1980 sonrasında yeniden gündeme gelmesiyle birlikte sermaye piyasalarına özgü finansal aracı sıfatıyla aracı kurumların da kuruluş ve faaliyet esaslarının belirlenmesi gereği doğmuştur.

Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında aracı kurumlar sektörüne yönelik ilk düzenlenmeler Banker Krizi sonrasında ortaya çıkmıştır. 1980'lerin ikinci yarısından itibaren incelendiğinde aracı kurum sayısında dikkat çekici değişikliklerin yaşandığı görülmektedir. 1990'lı yılların başına kadar aracı kurum sayısında gözlenen hızlı artış yerini, bugün de etkisini sürdüren, tedrici bir azalmaya bırakmıştır (Coşkun, 2009a: 2). Bu süreçte aracı kurumların risk yönetim süreçlerinde yaşanan hata ve eksiklere dayalı iflasların payının görece olarak sınırlı olduğu düşünülebilir. Bununla birlikte ülkemize özgü aracı kurum faaliyetleri kapsamında ortaya çıkabilecek olası risklerin belirlenmesi söz konusu risklerin yaşanabilecek finansal başarısızlıklarla ilişkisi ve aracı kurum ölçeğinde gerçekleştirilecek risk yönetimi çerçevesinin belirlenmesi açısından önem taşımaktadır.

Bu çalışmada banka dışı finansal aracılık bağlamında aracı kurum bilançosunun ve faaliyetlerinin özellikleri belirlendikten sonra; aracı kurumların riskleri faaliyet biçimleri de dikkate alınmak suretiyle tartışılmaktadır. İnceleme kapsamında aracı kurumların risklerinin belirlenmesinde ülkemiz sermaye piyasalarının koşulları çerçevesinde ortaya çıkmış/çıkabilecek önemli risk türlerinin incelenmesine ağırlık verilmiştir.

---

<sup>1</sup> Yazar halen Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Taşınmaz Geliştirme Ana Bilim Dalı'nda doktora çalışmalarını (tez aşaması) sürdürmektedir.

Tel: 90 312 292 88 24 E-Posta:ycoskun@spk.gov.tr

Bu çalışmada yer alan görüşler Yazar'ın kendisine ait olup, bağlantılı olduğu kurumların görüşlerini yansıtmamaktadır.

## **II. BANKA DIŞI FİNANSAL ARACILAR VE SERMAYE PİYASASI FİNANSAL ARACILARI**

Münhasıran sermaye piyasası işlemlerine aracılık etmek üzere faaliyette bulunan sermaye piyasaları finansal aracıları finansal sistemden beklenen faydaların doğmasında önemli bir işleve sahiptir. Bu bağlamda başlıca sermaye piyasaları finansal aracıları; bankalar, aracı kurumlar, bireysel emeklilik şirketleri, yatırım fon ve ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri ve ipotekli kredi aracılarıdır. Vadeli işlemler piyasasında aracılık işlevini ise banka ve aracı kurumlar yanında vadeli işlem aracılık şirketleri de yerine getirmektedir. Diğer yandan, doğrudan finansal aracılık yapma yetkisi bulunmamakla birlikte, yukarıda bahsettiğimiz şirketlerin finansal aracılık fonksiyonunu yerine getirmesine katkı sağlayan; yatırım danışmanlığı (analistler), risk yönetimi, hukuk, derecelendirme, bağımsız denetim ve takas ve saklama gibi hizmetleri sunan gerçek kişi veya şirketler de sermaye piyasalarında faaliyet göstermektedir.

Aracı kurumların faaliyet sahasında geniş anlamda yukarıda yer alan bütün sermaye piyasası finansal aracılarının, dar anlamda ise ticari banka ve diğer bankaların (katılım bankaları ve kalkınma ve yatırım bankaları) rekabeti bulunmaktadır. Bu noktada önemli bir terminolojik farkın altını çizmemizde fayda vardır. Ülkemizde aracı kurum (securities firm/brokerage house) faaliyeti olarak adlandırılan faaliyet, özellikle ABD başta olmak üzere, yurt dışında yatırım bankacılığı faaliyeti olarak görülmektedir.

Bankaların yanında, banka dışı finansal aracılık sektörünün de mevcut olması, finansal aracılık sisteminin ve dolayısıyla finansal sistemin etkin çalışması açısından büyük öneme sahiptir. Vittas (1997: 1, 19) ve Dünya Bankası'nın (2003: 4-7) görüşlerini de dikkate alarak banka dışı finansal kurumların ekonomide üstlendiği işlevleri aşağıdaki gibi belirleyebiliriz;

- Finansa ulaşımın geliştirilmesi ve yeni arz ve talep kanalları yaratılması suretiyle; tasarruflara hareket kazandırılması ve kaynakların uzun dönemli kullanımının sağlanması,

- Fon arzının artırılması ve fonların etkin olarak kullanılmasının temin edilmesi suretiyle ekonomik büyümenin hızlandırılması,
- KOBİ'ler dahil özel sektörün finansman ihtiyaçlarının alternatif finansman olanakları ile karşılanması,
- Finansal risklerin daha etkin yönetilmesinin sağlanması,
- Kurumsal yönetimin ve yöneticilerin takibinin geliştirilmesi,
- Yatırım yönetimi ve araştırmasının geliştirilmesini temin etmek üzere finansal bilgi ve analiz hizmetlerinin sunulması,
- İkincil piyasadaki fiyat mekanizmasının ve finansal varlık/kurumların değerlemesinin geliştirilmesi suretiyle sermaye piyasalarının etkinliğinin artırılması,
- Ticari bankaların tam olarak yanıt veremediği ürün ve hizmetlerin sunulması yoluyla finansal sistemde tamamlayıcılığın desteklenmesi,
- Ticari bankalara yönelik rekabetleri nedeniyle ticari bankaların ürün ve hizmet kalitesinin geliştirilmesi.

Başlıca banka dışı finansal sektörler; sermaye piyasası, sigortacılık, finansal kiralama ve factoring sektörleridir. Söz konusu sektörlerde faaliyet gösteren finansal araçlar yardımcı finansal şirket olarak da anılmaktadır (Dünya Bankası, 2003: 4). Finansal kiralama sektöründe finansal kiralama şirketleri ve factoring sektöründe de factoring şirketleri faaliyet göstermektedir. Banka dışı finansal sistem içinde önemli bir yere sahip olan sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren başlıca finansal araçlar; sigorta şirketleri, reasürans şirketleri, bireysel emeklilik şirketleri ve (sınırlı bir amaçla ve iç sigorta işlevini yerine getirmek amacıyla kurulan) kaptiv sigorta şirketleridir.<sup>2</sup> Öte yandan, aracı kurum, yatırım fonları, serbest fonlar, emeklilik

---

<sup>2</sup> Sahiplerinin riskini sigorta etmek amacıyla 18 inci yüzyıldan itibaren örneklerine rastlanan bu sigortacılık türünde, şirketler kendi sigortalarını grup şirketi aracılığıyla yapmaktadır. Bu yapıda sigorta veya reasürans şirketi olabilen kaptiv (captive) şirketlerin sermayesi sigortacılık dışı sektörlerde faaliyet gösteren şirkete ve şirketler grubuna ait olmaktadır. Bir bakıma iç sigorta görevini de yerine getiren, kaptiv sigorta şirketleri, normal bir sigorta şirketi veya reasürans şirketi olarak veya her iki biçimde de faaliyet gösterebilir, ayrıca risklerini reasüröre sigorta ettirebilir. Küresel ölçekte % 30 oranında ABD şirketlerinden oluşan kaptiv sigorta şirketlerinin, vergi ve düzenlemelerden kaçınma eğiliminde olması ise, söz konusu faaliyetin vergi cennetlerine doğru kaymasına neden olmuştur. Dünyada son 25 yılda captive sigorta şirketlerinin sayısı giderek artmıştır. 1980 yılında 1.000 adet olan sayı 2006 Temmuz ayında 5.000 adede yükselmiştir (IAIS, 2006: 4-11).

fonları, yatırım ortaklıkları (menkul kıymet yatırım ortaklıkları, altyapı yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları vb.) girişim sermayesi şirketleri (özel sermayeli fonlar), portföy yönetim şirketleri, varlık yönetim şirketleri,<sup>3</sup> yatırım danışmanlığı şirketleri gibi sermaye piyasası finansal araçları da banka dışı sektörün sermaye piyasalarındaki temsilcileridir.

Banka dışı finansal araçlar, finansal sisteme bilgi, likidite ve risk yönetimi hizmetlerini sunmaktadır. Kendi sektörlerine özgü ürün ve hizmetleri ise genel olarak finansal sistemin etkinliğini artırıcı etkiler yapmaktadır (Carmichael ve Pomerleano, 2002: 17-18). Bu belirlemelere tersten bakmak gerekirse, sermaye piyasaları ve sigortacılık sektörlerinin gelişmemiş olması finansal kriz riskini ve finansal krizden doğabilecek olumsuzlukları artırabilmektedir. Örneğin, sermaye piyasalarının az gelişmiş olmasının finansal krizi derinleştirici etkileri ülkemizde yaşanan 1994 krizinde gözlenmiştir. Buna karşılık, sermaye piyasalarının görece gelişmişlik seviyesinin ilerlemesi ile birlikte ülkemizde yaşanan 2000-2001 krizinin daha hafif atlatıldığı ileri sürülmektedir. Öte yandan, ekonomideki şarta bağlı bireysel ve kurumsal risklerin fiyatlamasını yapan sigortacılık sektörünün ekonominin istikrarının korunmasındaki önemli rolü; son yıllarda ABD’de yaşanan (New Orleans sel baskını ve Katrina kasırgası gibi) doğal afetler, (11 Eylül gibi) terör saldırıları veya ülkemizde yaşanan 17 Ağustos Depremi ile birlikte yeniden belirginleşmiştir.

1980’lerin serbestleşme/küreselleşme anlayışı, banka dışı finansal sektörler içinde, sermaye piyasalarının hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde hızla büyümesine ve ön plana çıkmasına neden olmuştur. Sermaye piyasalarının küresel

---

<sup>3</sup> Varlık yönetim şirketi kavramı farklı anlamlarda kullanılabilir. Ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında ve uygulamasında bulunmamasıyla birlikte, sermaye piyasalarında varlık yönetimi hizmeti sunan şirketler varlık yönetim şirketi olarak da anılmaktadır. Varlık yönetim şirketleri dünyada önemli bir finansal aracılık türünü teşkil etmektedir. Insurance Information Institute (2007) verilerine göre, 2005 yılı itibarı ile varlık büyüklüğü en yüksek varlık yönetim şirketleri sıralamasında Barclays Global Investors 1,4 trilyonluk varlık büyüklüğü ile ilk sırada yer alırken, bu kurumu 1,4 trilyon dolarla State Street Global Advisors ve 1,3 trilyon dolarla da Fidelity Investments izlemektedir. Öte yandan, ülkemizde iflas eden kurumların varlık ve alacaklarının devralınması, yeniden yapılandırılması ve satılması amaçlarıyla faaliyette bulunan şirketler de varlık yönetim şirketi olarak anılmaktadır. 2000-2001 krizi sonrasında batan bankaların zararlarının aşgariye indirilmesi amacıyla gündeme gelen varlık yönetim şirketleri, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun 143 üncü maddesinde ve 1 Kasım 2006 tarih ve 26333 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Varlık Yönetim Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik ile düzenlenmiştir. BDDK’nın, 08.03.2010 tarihinde ziyaret edilen, resmi internet sitesi kayıtlarına göre halen 6 adet varlık yönetim şirketi faaliyet göstermektedir.

ölçekte büyümesi aynı zamanda bu piyasalardaki finansal aracılık faaliyetlerinin de hızla büyümesine neden olmuştur. Ancak yine de banka dışı sektörün genel olarak Türk finansal sisteminin küçük bir parçasını oluşturduğunu ifade etmek gereklidir.

### **III. ARACI KURUMLARIN BİLANÇOSU VE KLASİK RİSKLERİ**

Finansal kayıp/başarısızlık yolunda bir risk türü hızla diğer bir risk türüne dönüşebilmektedir. Örneğin aracı kurumun sahibi olduğu likit varlıklarda piyasa riskleri nedeniyle yaşanan değer kayıpları aracı kurumun kısa vadeli yükümlülüklerini finanse etme gücünü azaltmak suretiyle likidite riskine neden olabilir. Likidite sorunları yaşayan aracı kurumda, nakit veya kredili müşteri hesaplarından kaynaklanan ödeme yükümlülüklerinin aracı kurum tarafından yerine getirilememesi ise likidite riskinin hızla takas riskine dönüşmesine neden olabilir. Tıpkı piyasa riskinin diğer risklere dönüşmesi gibi, kredi riski veya operasyonel riskler de başka risklere (genelde likidite riski) dönüşme eğilimi gösterebilir. Aracı kurumların risklerini risk türleri ve faaliyet biçimleri çerçevesinde incelemeyen önce söz konusu risklere neden olan aracı kurum bilançosunun ve faaliyetlerinin niteliklerinin değerlendirilmesinde fayda vardır.

Aracı kurum faaliyetinin kendine özgü nitelikleri sektöre özgü risklerin ortaya çıkmasında belirleyici etkiye sahiptir. Coşkun (2008: 11-12) de yer alan belirlemelerin küresel finans krizi ve ülkemizdeki aracı kurumlar sektörü özelinde güncellenmesi çerçevesinde aracı kurum faaliyet ve bilançosunun başlıca özellikleri aşağıda yer almaktadır.

1. Ülkemiz uygulamasında nazım hesaplarda izlenen müşterilere ait varlıklar da dikkate alındığında, aracı kurum konsolide bilançosunda yer alan varlıklar ağırlıklı olarak borsa içi menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Bu kapsamda şirket portföyü de genel olarak likit menkul kıymetlerden oluşmaktadır.
2. Dolayısıyla aracı kurum bilançosu, sigorta şirketleri ve bankalara göre kısa vadeli ve likittir. Aracı kurum bilançosunu likit olmaktan uzaklaştıracak gayrimenkul edinimi ve temel faaliyet sahasının dışında kalan faaliyetler sermaye piyasası mevzuatınca yasaklanmıştır.

3. Aracı kurumların kısa vadeli yatırım anlayışı, şirket portföyünün devir hızının yükselmesine neden olabilmektedir.
4. Aracı kurum bilançosunda yer alan varlıkların ağırlıklı bölümü piyasa değerine göre muhasebeleştirilmektedir. Bilançoda sınırlı ölçüde yer alan gayrimenkuller ve borsa dışı iştirakler ise temelde piyasa değerine göre izlenmemektedir.
5. Aracı kurumların varlıkları esas itibarı ile pazarlanabilir menkul kıymetler olduğundan tasfiye değerleri ile bilanço değerleri farklıdır (Karacan, 1999: 43).<sup>4</sup>
6. Aracı kurum bilançosunun güncel değer ve oranlar çerçevesinde değerlendirilmesi finansal durumun güncellik ve rahat okunabilirliğini artırmaktadır.
7. Likit bilançoya sahip olunması nedeniyle finansal baskı ve şoklar karşısında aracı kurumun bilançosunu hızla küçültmesi ve risklerini daha etkin biçimde yönetmesi mümkündür. Ancak karmaşık finansal ürünlerin bilançodaki ağırlığının artması, değerlendirme ve risk yönetimindeki saydamlığın azalmasına neden olabilmektedir.
8. Likit bilançoya sahip olunmasının da etkisiyle aracı kurumların tasfiyesi banka ve sigorta şirketlerine göre daha kolay ve hızlıdır.<sup>5</sup>
9. Kurallara uygun olarak faaliyet gösteren aracı kurumların temel riski piyasa riski ve müşterilerinden kaynaklanacak çeşitli risklerdir. Müşteri kaynaklı temel risklerin başında gelen kredi riski; kredili işlemlerin ihtiyatlı ve (likit ve aşırı teminatlandırma yaklaşımının egemen olduğu) kredili işlemler mevzuatına uygun olarak yapılması halinde asgariye inebilmektedir.

---

<sup>4</sup> Aracı kurum varlıklarının ağırlıklı olarak aktif ikincil piyasası bulunan varlıklardan oluşması nedeniyle tasfiye değerlerinin bilanço değerine yakın olması beklenebilir. Bununla birlikte küresel finansal kriz sürecinde (diğer finansal araçların yanı sıra) yatırım bankalarının yapılandırılmış finansal ürünleri fiyatlamada karşılaştığı sorunlar ve bu nedenle tekil/bütünsel düzlemde karşılaşılan olağan dışı finansal başarısızlıklar dikkate alındığında; bilançosunda karmaşık ürünler bulunduran kurumların tasfiye değeri ve bilanço değerinin oldukça farklı olabileceğini belirtmekte fayda vardır.

<sup>5</sup> Karacan (1999: 44 ve 2002: 45) sorun ortaya çıktığında yada kuşku halinde aracı kurumların faaliyetlerinin durdurulmasının tek yol olduğunu, böyle bir durumda faaliyet durdurmanın acı faturalarını (en önemli örneklerden biri de Çarmen olmak üzere) sektörde herkesin bildiğini belirtmektedir.

10. Aşırı risk alınması veya usulsüz/mevzuata aykırı işlemler sonucu likidite darboğazına düşülmesi aracı kurumların iflas nedenlerinin başında gelmektedir.
11. Aracı kurumlarda risk azaltıcı tedbirlerin başında sermaye yeterliliği uygulaması gelmektedir. Bunun yanında çeşitli adlar altında verilen işlem teminatları da tekil ve bütünsel risk yönetiminde katkı sağlamaktadır.
12. Mevduat toplama izni bulunmayan aracı kurumlar bankalar gibi görece istikrarlı bir yabancı kaynağa sahip değildir. Aracı kurumların pasifi ağırlıklı olarak öz kaynaklardan oluşurken, kredi piyasalarından (repo- ters repo, Takasbank para piyasası, bankalar vb.) işletme sermayesi için kısa vadeli kredi kullanılabilmektedir. Ayrıca müşterilerin kredili işlemlerinin finanse edilmesi kapsamında kısa vadeli krediler kullanılmaktadır.
13. Aracı kurumların yatırım bankacılığı faaliyetlerinin ve uluslararası işlemlerinin artışı yabancı kaynak kullanımını artırma ve daha riskli işlemlere girişilmesi ihtimalini gündeme taşımaktadır.
14. Küresel kriz sürecinde ABD’de yatırım bankalarının son kredi mercii sıfatıyla ABD Merkez Bankası kaynaklarına başvurması dikkat çekmiştir. Mevcut uygulamalar ışığında ülkemizde TCMB’nin aracı kurumlar açısından böyle bir uygulaması olmamıştır.
15. Aracı kurumların faaliyetlerinde banka ve sigorta şirketlerine benzer biçimde garanti fonu uygulaması bulunmaktadır. Ülkemiz örneğinde (özel fon ve) yatırımcıları koruma fonu bu işlevi yerine getirmektedir.
16. Küresel finans krizi ile birlikte ABD’de görülen yatırım bankalarının iflasları; aracı kurum iflaslarının da (sigorta şirketlerinin iflasları ile birlikte) sistemik risk ve bulaşıcılık (yayılma) riskini tetikleyebileceğini göstermiştir.
17. Küresel kriz kapsamında aracı kurumların da bankalar gibi “batamayacak kadar büyük” yaklaşımı çerçevesinde kamu kaynakları kullanılarak kurtarıldığı görülmüştür.
18. Yine küresel finans krizi ile birlikte aracı kurumlarda da tahaccüm ve zararına satış risklerinin ortaya çıkabileceği görülmüştür.



Aracı kurum faaliyetinin özellikleri; sektöre özgü çeşitli risklerin ortaya çıkmasına ve söz konusu risklerin özellikle öz ve resmi disiplin mekanizmalarıyla yönetilme usul ve esaslarına etki etmektedir.

#### **IV. ARACI KURUMLARIN RİSKLERİ: KLASİK TASNİF**

Aracı kurumların risklerini, çeşitli açılardan sınıflayabiliriz. İlk olarak aracı kurumların risklerini temel (veya geleneksel) ve sektöre özgü riskler olarak sınıflandırabiliriz. Bu kapsamda aracı kurumlar; piyasa riski, kredi riski, operasyonel risk, kredi riski, yoğunlaşma riski,<sup>6</sup> işletme riski, itibar riski, düzenleme riski (düzenlemelerdeki değişiklikler nedeniyle oluşan riskler) ve yasal risk (düzenlemelerin ihlal edilmesi veya tam olarak bilinmemesinden kaynaklanan riskler) gibi temel/geleneksel risklerin yanı sıra, sermaye piyasalarına özgü yönleri dikkat çeken yüklenim riski (menkul kıymetleştirme riski/envanter riski) (Kidwell, Peterson ve Blackwell, 1993: 622), işlem riski (trading risk), takas riski<sup>7</sup> ve saklama riski gibi risklerle de karşı karşıyadır. Bu risklerin bazılarını temel risklere ilişkin bir kategoride değerlendirmek de mümkündür. Örneğin yüklenim ve işlem risklerini piyasa riski, takas riskini kredi riski, saklama riskini de operasyonel risk ile ilişkili olarak değerlendirebiliriz.

Aracı kurumların risklerini, aracı kurumların faaliyet biçimleri kapsamında da sınıflandırabiliriz. Bu kapsamda, Saunders ve Walter (1994: 171), aracı kurumların gerçekleştirdiği sermaye piyasası işlemlerinin asli (principal) tarafını teşkil eden yüklenim ve işlem risklerini asli risk (principal risk) olarak adlandırmaktadır. İşlem riskinden doğan asli riskler ise; piyasa yapıcılığı için menkul kıymet pozisyonu tutulmasından; risk arbitrajı kapsamında birleşme/devralma faaliyetinde hedef

---

<sup>6</sup> Belli bir varlık veya yükümlülüğün bilançodaki (veya sermaye yeterliliği tablosundaki) oransal payının yüksek olmasından kaynaklanan risklerdir.

<sup>7</sup> Takas tarihi geçtiği halde, takas yükümlülüğünün yerine getirilememesi nedeniyle aracı kurumun maruz kaldığı risktir. Seri:V, No: 34 sayılı Tebliğ uyarınca dolaylı olarak risk karşılığı hesabına konu edilmektedir. Buna karşılık, AB sermaye yeterliliğine ilişkin direktiflerde takas riski ayrıntılı değerlendirmeye ve daha belirgin bir zorunlu sermaye tahsisi sürecine tabi kılınmıştır. Takas riskini asgariye indirebilmek için; etkin teminat yönetimi ve istihbarata dayalı kredi riski yönetim tekniklerinin uygulanması ve takas sistemi ve kurumlarının etkinliğinin geliştirilmesi önem taşımaktadır. Ülkemizde Takasbank'ın takas işlemlerinde garantör rolünü üstlenmesi ve aracı kurumların Takasbank nezdindeki teminatları toptan piyasalardaki takas riskini önemli ölçüde azaltmaktadır.

firmanın hisse senedinde pozisyon alınmasından ve programlanmış işlemlerden doğabilmektedir.

Birleşme ve devralma ile diğer işlemler için sunulan araştırma/analiz ve yatırım tavsiyesi gibi yardımcı hizmetler (sözleşmelerin koşullarına bağlı olmak kaydıyla) aracı kurumlar için finansal anlamda kar/zarar doğurmamaktadır. Bununla birlikte yardımcı hizmetler de; sahte, aldatıcı ve manipülatif olarak kabul edilen uygulamalar kapsamında çıkar çatışmasına neden olabilmektedir (Dombalagian, 2009: 5).

Biz bu bölümde, aracı kurumların karşı karşıya kaldığı temel riskler olarak kabul edilebilecek; piyasa riski, kredi riski, operasyonel risk, likidite riski ve türev işlem riskini genel olarak inceleyeceğiz.

#### **IV.1. Piyasa Riski**

Aracı kurumların karşılaştığı önemli risklerin başında piyasa riski gelmektedir. Benzetmek gerekirse bankacılık için kredi riski neyse, aracı kurumlar için de piyasa riski odur. İflas riskinden önceki son durak yerinin likidite riski olduğunu da dikkate alırsak; aracı kurumların likidite riskinden önce genelde uğradığı son makam piyasa riski olmaktadır. Bu durum temelde; aracı kurum bilançosunun kısa vadeli olması, hem aracı kurum hem de müşterilere ait menkul kıymetler portföyünün bilançoda önemli yer tutması ve aracı kurumların faaliyet sahasının kısa ve uzun vadeli sermaye piyasası işlemleri olması ile ilgilidir.

Piyasa riski; varlıklarla ilgili fiyat ve piyasa değeri, faiz oranları ve likidite gibi konulardaki genel belirsizliklerin finansal kurumların kazancında ortaya çıkardığı dalgalanmalar olarak tanımlanmaktadır (Saunders, 1997: 159).

Piyasa riski, finansal kurumların bilançolarını uzun vadeli ve nispeten hareketsiz tutmak yerine aktif olarak yönetmelerinin bir sonucu olarak da ortaya çıkabilmektedir. Geleneksel gelir alanlarında görülen gerilemeler de aktif portföy yönetimine ağırlık verilmesine bağlı olarak piyasa riskinin artmasına neden olabilmektedir. Dolayısıyla finansal kurumların hazine bölümlerinde yapılan alım satım işlemlerinden kaynaklanan riskler piyasa riskinin ortaya çıkabileceği kritik alanların başında gelmektedir. Ancak, bilançonun aktif yönetime konu olmaması

halinde dahi varlık fiyatlarındaki değişikliklere bağlı olarak piyasa riski ortaya çıkabilmektedir.

Piyasa riskinin başta likidite riski olmak üzere diğer risk türlerine hızla dönüşmesi olasıdır. Herring ve Schuermann (2003: 3), aracı kurumların piyasa riskini analiz ederken, piyasa riski ve likidite riskinin kombinasyonunu temsil eden pozisyon riski kavramını kullanmaktadır. Yazarlar, son 30 yılda aşırı pozisyon riskinin; Franklin National Bank, Bankhaus Herstatt, Barings Bank, Piper Jaffray, Banesto, Credit Lyonnais, Daiwa Bank, Long Term Capital Management ve Allied Irish Bank gibi finansal kurumlarda büyük zararlara neden olduğunu belirtmektedir.

Bu çerçevede, özellikle aktif portföy yönetimi gerçekleştiren finansal kurumların portföy yönetimi süreçlerinde piyasa riskini azaltıcı unsurları dikkate alması gerekmektedir. Ancak piyasa riskinin genel ekonomik şartlara bağlı olması nedeniyle, risk azaltıcı unsurlar etkin olarak kullanılsa dahi söz konusu risk tam olarak elimine edilememektedir. Örneğin atıl nakdini önemli ölçüde hisse senedi ve tahvil bono piyasasında değerlendiren bir aracı kurum çeşitlendirme prensibini etkin haliyle uygulasa dahi piyasadaki fiyat hareketlerinin değer üzerindeki yukarı ve aşağı yönlü etkilerine maruz kalacaktır. Veya düşen hisse senedi ve DİBS değerleri; aracı kurumların kısa vadeli menkul kıymetler yatırımlarını içeren şirket portföyünün, orta ve uzun vadeli yatırımlarını içeren iştirakler portföyünün ve SPK, İMKB, Takasbank ve VOB gibi kurumlara teminat olarak verilen DİBS'lerin izlendiği bağlı menkul kıymetler portföyünün değerinin azalmasına ve eksik teminatların tamamlanması için likidite ihtiyacına neden olabilir.

Piyasada görülen dalgalanmalar, müşteri portföylerinin değerinin azalmasına ve temerrütlerin artmasına neden olmak suretiyle aracı kurumu etkileyebilir. Ancak, daha da önemlisi aracı kurum kendi hesabına yaptığı işlemler ve portföyü nedeniyle piyasa riskiyle karşı karşıya kalabilir.

Finansal kurumların karşı karşıya kaldıkları piyasa riskini dört temel başlıkta incelemek mümkündür; faiz oranı riski, hisse senedi fiyatı riski, döviz kuru riski ve mal fiyatı riski.

Ekonomik kriz dönemleri ve borsada görülen dalgalanmalar, aracı kurumların piyasa riskini artırıcı etkiler yapmaktadır. Şirket portföyündeki değer kayıpları nedeniyle aracı kurumun iflası veya mali yeterliliğini ağır ölçüde etkileyen zararla

karşılılaşması tipik olmamakla birlikte, 2000-2001 krizine önemli ölçüde DİBS portföyü ile giren aracı kurumların faiz oranlarında yaşanan dalgalanmalar nedeniyle önemli zararlara uğradığı bilinmektedir.

Piyasa ve likidite risklerini ilişkilendiren pozisyon riskinin, aracı kurumların geniş bir finansal araçlar setinde halka arz yüklenimi ve alım satım aracılığı nedeniyle üstlendikleri pozisyonlarda mevcut olması, söz konusu riskin aracı kurumların sermaye düzenlemesinde önemli bir yere sahip olmasına neden olmuştur (Herring ve Schuermann, 2003: 3).

Aracı kurumların piyasa riskleri içinde önemli bir yeri bulunan hisse senedi pozisyon riskine yönelik asgari sermaye tutarının belirlenmesinde; işlem defterine (trading book) risk veya oynaklığın yansıtılması, kurala aykırı davranışlara yönelik yaptırım sürecinde ortaya çıkan gecikmelerin neden olabileceği sorunlara karşı ilave sermaye rezervi oluşturulması ve işlem kolaylığı sağlanması unsurları rol oynamaktadır (Dimson ve Marsh, 1995: 824-5).

Ülkemiz aracı kurumlar sektöründe piyasa riskine ilişkin düzenlemeler Seri:V, No:34 sayılı Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de yer almaktadır. Söz konusu Tebliğ ile aracı kurumların sahip olmaları gereken asgari sermaye tutarı diğer ölçütlerin yanında maruz kalınan risklerle de ilişkili hale getirilmiştir. Söz konusu risk kategorileri arasında yer alan; pozisyon, karşı taraf, yoğunlaşma ve döviz kuru riskleri ise piyasa riski ile yakından ilişkilidir.

#### **IV.2. Kredi Riskleri**

Genel olarak kredi riski karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirememesinden kaynaklanmaktadır. Aracı kurumlar sektöründeki kredi riski dar anlamda kredili menkul kıymet alım işlemi ile, yine kredili bir işlem olan açığa satış işleminden kaynaklanabilmektedir.<sup>8</sup>

Aracı kurumların İMKB'nin tahvil ve bono piyasasında yer alan kesin alım satım ve repo ve ters repo pazarlarındaki işlemlerinin kısa vadeli, teminatlı ve

---

<sup>8</sup> Bu bölümde yer alan açıklamalar esas itibarı ile "Coşkun, Yener. (2010). Açığa Satışların Yasaklanması Krizi Önlemek İçin Yeterli Mi?: Küresel Kriz ve İMKB'deki Açığa Satış Politikaları. Yayınlanmamış Makale." isimli çalışmamızdan derlenmiştir.

İMKB'nin garantörlüğünde yapılması organize DİBS piyasasından kaynaklanabilecek kredi riskini önemli ölçüde azaltmıştır. Benzer bir biçimde, Takasbank bünyesindeki *Takasbank Para Piyasası'nın* (TPP) ve *Ödünç Pay Senedi Piyasasının* (ÖPSP) aşırı denebilecek teminatlandırma, kısa vadeli işlem ve Takasbank garantörlüğünde çalışması da bu piyasalardan kaynaklanabilecek kredi risklerini sınırlamaktadır.

Diğer yandan, aracı kurumlar sektöründeki hisse senedi, türev araçlar ve repo- ters repo olarak ortaya çıkabilecek tezgahüstü piyasa işlemlerinin genel olarak düşük tutarlarda olması da bu piyasalardan kaynaklanacak kredi risklerini azaltmaktadır.

Ülkemiz aracı kurumlar sektöründeki kredi riskleri esas itibarı ile; müşterilerin nakit ve kredili işlemlerindeki teminat açıklarından ve özellikle nakit işlemler için takas tarihinde müşterilerin temerrüde düşme riskinden kaynaklanmaktadır. Ancak, sermaye piyasalarındaki kredili işlemleri düzenleyen SPK'nun Seri: V, No: 65 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ'in muhafazakâr bir yaklaşımla kredili işlemleri yüksek teminatla yaptırması nedeniyle sektörün kredi riskinin (kredili işlem gelirleri ile birlikte) önemli ölçüde azaldığı söylenebilir. Tebliğin genel yaklaşımı sayesinde kredili işlemlerden kaynaklanan kredi riski asgariye inerken, kredili işlemler mevzuatına aykırılık teşkil eden nakit hesap üzerinden gerçekleştirilen izinsiz kredili işlemlerden kaynaklanabilecek kredi riskinin istikrarlı piyasa koşullarında temelde sınırlı ve yönetilebilir durumda olduğu düşünülmektedir. Kredi riski yönetimiyle ilgili olarak mevzuatta yer verilen başlıca düzenlemeler değerlendirildiğinde; belge, kayıt ve muhasebeleştirme düzeni, teminat yönetimi ve kredi kullandırma sınırları yoluyla kredi riskinin asgariye indirilmeye çalışıldığı görülmektedir.

Kredili menkul kıymet işlemi olan kuralına uygun açığa satış işlemleri piyasa ve kredi risklerine neden olabilmektedir. Kuralına uygun olarak yapılmayan açığa satış işlemleri ise bu risklere ilaveten saklama riskine (emniyeti suistimal riski) de neden olabilmektedir.

Açığa satış işlemlerinin riskleri kriz dönemlerinde daha fazla tartışılmaktadır. Nitekim söz konusu riskler küresel kriz ile birlikte yeniden yoğun biçimde gündeme gelmiştir.

Açığa satış işlemlerinin düşen piyasada; yatırımcılar, finansal araçlar ve piyasanın seyri açısından “güven kaybını ve düşüşü daha da hızlandırıcı” olabileceği düşünülmektedir. Bu kapsamda, tek etken olmasa da (Walker, 1991:26) 1929 Krizi’nde açığa satış işlemlerinin borsanın düşüşünü hızlandırdığı da ileri sürülmektedir. Nitekim küresel kriz sürecinde açığa satış işlemlerinin de yasaklandığı görülmüştür.

Kredili menkul kıymet alımından kaynaklanan risklerin yönetimine ilişkin olarak Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ’de öngörülen kurumsal yapının bir benzeri açığa satış işlemleri için de mevcuttur. Dolayısıyla açığa satış riski yönetimiyle ilgili olarak mevzuatta yer verilen başlıca düzenlemeler değerlendirildiğinde; belge, kayıt ve muhasebeleştirme düzeni, teminat yönetimi ve kredi kullandırma sınırları yoluyla açığa satış kaynaklı kredi riskinin asgariye indirilmeye çalışıldığı görülmektedir.

### **IV.3. Operasyonel Risk**

Diğer finansal kurumlarda olduğu gibi aracı kurumlarda da operasyonel risk önemli bir risk grubunu teşkil etmektedir. Bu bölümde operasyonel risk önce genel olarak, ardından da suistimal riski ve saklama riski bağlamında değerlendirilmektedir.

#### **IV.3. 1. Genel Olarak**

Operasyonel risk, aracı kurumun faaliyetleri sırasında sistemsel ve yönetimsel eksiklikler veya teknolojik sorunlar/personel hataları gibi içsel nedenlerden ve doğal afetler veya yasal çevredeki değişiklikler gibi dışsal nedenlerden kaynaklanabilecek bütün riskleri kapsamaktadır. Bazı görüşlere göre, operasyonel riskler; itibar riski, hukuki risk, güvenlik riski, teknoloji riski, saklama riski ve suistimal riski gibi çeşitli risk kategorilerini de içermektedir.

Finans sektöründe operasyonel risk büyük zararların doğmasına, kurumların iflasına veya faaliyetten men edilmelerine neden olabilmektedir. Düzenleyici sermaye yeterliliğini küresel ölçekte belirleyen Basel II (bankalar için) ve Mali Yeterlilik II

(sigorta şirketleri için) piyasa ve kredi risklerinin yanı sıra operasyonel riski de sermaye tahsisi gereken riskler arasında kabul etmektedir. Bu nedenle yakın gelecekte, AB'nin Basel II'ye uyumlu sermaye yeterliliği direktifini esas alması beklenen ülkemiz aracı kurumlar sermaye yeterliliği mevzuatında da; operasyonel riske yönelik düzenlemelere gidilmesi beklenmektedir.

Düzenlense de, denetlense de bu riskin ortaya çıkmasını engellemek/öngörmek son derece güçtür. Makul olan operasyonel riski asgariye indirmek ve operasyonel riskten kaynaklanan kayıpları ilave sermaye ile karşılamaktır. Aşağıdaki tabloda yer alan verilerden de anlaşılacağı üzere operasyonel risklerden doğan kayıplar finansal araçlar için, sonu iflasa kadar gidebilen, tatsız sonuçlar doğurabilmektedir.

**TABLO 1. Finansal Araçlarda Operasyonel Risklerden Doğan Kayıplara Örnekler**

<b>Kurum veya Olay</b>	<b>Operasyonel Kayıp Tutarı (milyon dolar)</b>
Allfirst Financial	681
Household Finance	484
11 Eylül Saldırıları	140
Barings Bankası	826
Orange County	1.600
Daiwa Bank	1.100
NatWest	130
Allied Irish Banks	750

Kaynak: Bonson, Escobar ve Flores (2008: 289).

Operasyonel risklerin de etkili olduğu finansal başarısızlıklar ülkemiz aracı kurumlar sektörünün yabancıları değildir.

Serpa isimli aracı kurum; bazı yöneticilerinin hazine bonolarının vade ve tarihini kimyasal maddelerle tahrif ederek 2,3 milyar TL'lik çıkar sağlaması üzerine, 25.02.1987 tarihinde SPK'nın ilk kez kapattığı ve yetki (o dönemki ifadesiyle borsa bankerliği) belgesini iptal ettiği kurum ünvanını kazanmıştır (Yıldırım, 1995: 58). Can (2003: 54-56) aracı kurumlarda iç kontrol zafiyeti ve operasyonel risk ilişkisini de değerlendirdiği çalışmasında; ülkemizde Alfa Menkul, Data Menkul, Form Menkul, Ulus Menkul ve Altay Menkul gibi aracı kurumlarda yaşanan kayıpların iç

kontrol eksikleri ve sistemsizlikler kapsamında operasyonel risklerle ilişkili olduğunu belirtmektedir. Dolayısıyla, operasyonel risk diğer finansal araçlarda olduğu gibi, aracı kurumlar için de finansal tabloları gölge gibi izleyen ve tamamen bertaraf edilmesi mümkün olmayan riskler arasında yer almaktadır.

#### **IV.3. 2. Suistimal Riski**

Müşterilerin nakit ve kıymetlerini yapılmakta olunan hizmet nedeniyle nezdinde bulunduran aracı kurum ortak, yönetici ve çalışanlarının, söz konusu varlıkları müşterilerin izni olmaksızın kendileri ve üçüncü kişiler lehine kullanmasından kaynaklanan ve risk yönetimi bağlamında operasyonel risk kapsamında değerlendirebileceğimiz dolandırılma riskinin (emniyeti) suistimal riski her zaman ortaya çıkması mümkündür.<sup>9</sup>

İngiltere Hazine Müsteşarlığı tarafından hazırlanan bir raporda (HM Treasury, 2003:1-2), suistimalin açık bir tanımının olmadığı, hırsızlık, yanlış muhasebeleştirme, rüşvet, hile ve sahtecilik gibi suçların suistimal kapsamında değerlendirilebileceği, bununla birlikte kasıtlı yapılması nedeniyle suistimalin önceden belirlenmesi ve caydırılmasının zor olduğu ifade edilmektedir.

Suistimal riski diğer finansal kurumlarda olduğu gibi aracı kurumlar açısından da büyük öneme sahiptir. Genellikle operasyonel risk kapsamında değerlendirilen suistimal riski Basel Komitesi (2004: 30) tarafından banka kaynaklarının yöneticiler tarafından kendi menfaatlerine kullanılması veya kayıpla sonuçlanan alım satım işlemleri sonucunda, işlemi yönetenlerin kazançlı çıkması olarak tanımlanmaktadır.

Basel Komitesi (2004: 53), suistimallerin etkili olduğu banka iflaslarına örnek olarak 1991 yılında batan BCCI ve 1995 yılında batan Barings bankalarını örnek olarak göstermektedir. Söz konusu banka iflasları arasında BCCI'nin iflası kredi kayıplarının önüne geçilmesine ve yanıtıcı finansal tablolar düzenlenmesine dayanırken, Barings'in iflası operasyonel riskin bir formu olarak kabul edilebilecek şekilde bir kişinin suistimallerine dayanmaktadır.

---

<sup>9</sup> Gabraith (2009: 147), her ne kadar para çok olsa da, her zaman için daha fazla paraya ihtiyacı olan çok sayıda insanın bulunduğunu, bu koşullar altında zimmete para geçirme oranının artacağını ve ekonomik buhran dönemlerinde ise bunun terse döneceğini belirtmektedir.



Suistimal riskinin yönetilmesi ile ilgili olarak aşağıdaki hususlara dikkat edilmesi gerekmektedir; organizasyonun suistimale dönük kırılmalıklarının değerlendirilmesi, suistimalin en fazla ortaya çıkabileceği alanların belirlenmesi, suistimal ile mücadelede yetki ve sorumlulukların belirlenmesi, suistimal riskinin ölçeğinin belirlenmesi, suistimal riskine karşı alınacak tedbirlerin belirlenmesi ve suistimal riskine karşı izlenen stratejinin etkinliğinin değerlendirilmesi (HM Treasury, 2003:4).

### IV.3. 3. Saklama Riski

Finansal hizmetler sektöründe “güven” unsurunun belki de en önemli olduğu saha saklamacıdır. Yatırımcılar işlemi bir çok finansal aracı yardımı ile yapabilirken, saklama konusunda belli kurumları tercih etme eğilimi göstermektedir.

**TABLO 2. Dünyanın En Büyük Saklamacı Kuruluşları (2007)**

<b>Kurum Adı</b>	<b>Sınır Ötesi Varlıklar (milyar dolar)</b>	<b>Toplam Varlıklar (milyar dolar)</b>
Citigroup	6,687	10,650
Bank of New York	5,030	13,757
JP Morgan Chase	4,775	14,661
BNP Paribas	3,951	4,890
HSBC Bank	3,603	4,840
State Street	2,787	12,331
Societe Generale	1,870	3,305
Mellon Group	1,804	4,909
Northern Trust	1,800	3,800
Brown Brothers Harriman&Co	1,396	1,725

Kaynak: IFSL (2009: 10).

Saklama riski, saklamacının nezdinde bulunan menkul kıymetlerin saklamacının (veya alt saklamacının) iflas, ihmal, varlıkların yanlış kullanımı, zayıf yönetim, yetersiz muhasebeleştirme veya müşterinin menkul kıymetlerden kaynaklanan haklarının korunmasında başarısız olunması halinde ortaya çıkmaktadır (IOSCO, 2001: 24). Saklama riski operasyonel risk kapsamında değerlendirilmektedir. Öte yandan, müşterilerin izni dışında nakit ve kıymetlerin aracı kurumun ortak, yönetici veya çalışanlarınca kullanılmasından

kaynaklanabilecek müşteri varlıklarındaki değer kayıplarının da saklama riski bağlamında değerlendirildiği dikkate alındığında, söz konusu riskin (emniyeti) suistimal riski ile de ilişkili olduğu anlaşılmaktadır.

Aracı kurumların temel faaliyet sahası başkası hesabına komisyon aracılığı, kendi hesabına işlem yapılması ve yüklenim faaliyetidir. ABD’de söz konusu faaliyetler tarihsel olarak aşırı riskli olarak kabul edildiği için herhangi bir federal garantiden yararlandırılmamıştır. Aracı kurumlara yönelik düzenlenmelerde de müşteri varlıklarının aracı kurumların kendi yararına kullanılması riskinin önüne geçilmesi amaçlanmıştır (Dombalagian, 2009: 5).

Sermaye piyasası mevzuatında da kısmen yer verilen, söz konusu riskin asgariye indirilmesi aracı kurumlara yönelik düzenleme ve denetim süreçlerinin temel amaçlarının başında gelmektedir. Öte yandan, yurt dışında saklama riskinin asgariye indirilebilmesi için; işlem yapan aracı kurum ve saklamacı kurumu birbirinden ayıran yapıların bulunduğu, bu kapsamda aracı kurumların “tanıtıcı” ve “taşıyıcı” olarak sınıflandığı ve saklama riskinin üstlenilmesi durumunda asgari sermaye yükümlülüklerinin yükseldiği görülmektedir.<sup>10</sup> Benzeri bir yapının ülkemiz aracı kurumlar sektöründe mevcut olmamasını bir eksiklik olarak görmek gereklidir.

Ülkemiz aracı kurumlar sektöründe saklamacılıktan kaynaklanan riskler, ölçeği küçük olmakla birlikte, zaman zaman ortaya çıkabilmektedir. Piyasada takas ve saklama sisteminin gelişmediği dönemde saklama riski sahte hisse senedi<sup>11</sup> veya hazine bonosunda tahrifat gibi biçimlerde ortaya çıkmıştır. 2000’li yıllarda Karon Menkul, Aks Menkul ve Data Menkul isimli şirketlerde yaşanan emniyeti suistimal (müşteri adına aracı kurumların uhdesinde saklanan nakit ve kıymetlerin izinsiz olarak kullanımı) olayları saklama riskinin tipik örnekleri olarak görülebilir.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Saklama hizmetine göre AB, ABD ve Kanada’da faaliyet gösteren aracı kurumların tabi olduğu sermaye yeterliliği yükümlülükleri için bkz. Karakoç (2003: 11-16).

<sup>11</sup> 1990 yılında Çukurova Elektrik şirketinin sahte hisse senetleri piyasaya sürülmüştür. Ayrıca 6 Kasım 1992 tarihli İMKB açıklamasına göre Mensucat Santral, Bağfaş, Kepez Elektrik, Mardin Çimento, Bolu Çimento, Eczacıbaşı Yatırım, Metaş ve Kartonsan hisse senetlerinde de sahtecilik olduğu belirlenmiştir (Yıldırım, 1995: 145,150).

<sup>12</sup> 2003 yılında yaşanan Data Menkul olayında, Data Menkul’ün genel müdürü 838 müşteriye ait 2,5 trilyon lirayı eşinin hesabına geçirip yurt dışına kaçırmıştır (Star Gazetesi, 2008). Aks Menkul ve Karon Menkul olaylarında da müşteriye ait varlıklar söz konusu aracı kurum tarafından izinsiz kullanılmıştır (Hürriyet Gazetesi, 2003).

1994 krizinde kötü yönetim nedeniyle üç banka (Marmarabank, TYT Bank ve İmpeksbank) ve üç aracı kurum (AOG Türkinvest, Çarmen<sup>13</sup> ve Pasifik Menkul Değerler) iflas ederken, aracı kurumlardaki güvene dayalı ilişkinin kolaylıkla kötüye kullanılarak müşteri varlıklarının bilgi ve onay dışında tasarruf konusu edilebileceği anlaşılmıştır (Karacan, 1996: 181-183, 2002: 47).

#### **IV.3. 4. Operasyonel Risklerin Yönetimi**

Aracı kurumların temel riski olarak piyasa riski ön plana çıkmakla birlikte, özellikle operasyonel risklerin her zaman önemini koruduğunu vurgulamak gereklidir. Öz disiplin mekanizmaları zayıf, personel/teknolojik altyapısı yetersiz, kurumsallaşamamış ve merkez dışı örgüt ağı geniş aracı kurumlarda operasyonel risk tehdidi daha da büyükmektedir.

İç kontrol ve iç denetim kapsamında aracı kurumların maruz kaldıkları risklerin anket yoluyla belirlenmesine yönelik çalışmada 66 aracı kurumun risk değerlendirmesini inceleyen Dibo (2007: 83-87), aracı kurumların en fazla etkilendikleri riskin %56'lık ağırlıkla operasyonel risk olduğunu, söz konusu riski %32 ile piyasa riskinin ve %11 ile de kredi riskinin izlediğini belirlemiştir.

Söz konusu çalışmada ayrıca maruz kalınan operasyonel risklerin %62,5'unun müşterilerinden, %31,25'inin personelden ve %6,25'inin ise sistemden kaynaklandığı ifade edilmiştir. Ankete katılan aracı kurumların %91'i, personelden kaynaklanan operasyonel risklerin asıl nedeninin emirlerin yanlış anlaşılması olduğunu belirtirken, personel kaynaklı operasyonel riskin nedenleri olarak yetkisiz işlem, mevzuata aykırı işlem ve suistimali gösteren aracı kurum payının düşük oranda kaldığı belirlenmiştir. Müşterilerden kaynaklanan operasyonel risklerin öncelikli olarak hangi aşamada ortaya çıktığına ilişkin olarak; ankete katılan aracı kurumların %44'ü emrin alınması sırasında, %32'si gerçekleşen işlemlere ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmesi aşamasında ve %24'ü de elektronik kanallardan işlem gerçekleştiren yatırımcıların emirlerinin sisteme iletilmesi aşamasında operasyonel riskin ortaya çıktığını ifade etmiştir.

---

<sup>13</sup> AOG Türkinvest'den sonra batan en büyük aracı kurumdur. 1991 ve 1992 yıllarında borsada en fazla işlem hacmini gerçekleştiren Çarmen'in 4 bin müşterisi ve 500 milyar TL açığı bulunmaktaydı (Yıldırım, 1995: 342).

Mevcut haliyle Basel I sermaye uzlaşısına paralel olan Seri:V, No: 34 sayılı Tebliğ'in operasyonel risk için risk (ve sermaye) karşılığı ayrılmasını öngörmediği<sup>14</sup> ve genel olarak düzenleme ve denetim süreçlerinin ve piyasa disiplininin operasyonel risk yönetiminde son derece sınırlı bir etkiye sahip olduğu hususları dikkate alındığında; aracı kurumlardaki operasyonel risklerin yönetimi konusunda resmi veya piyasa disiplininin kaynaklanabilecek faydaların sınırlı olabileceği düşünülmektedir. Bu noktada Basel II uzlaşısı çerçevesinde hazırlanan AB'nin yeni sermaye yeterliliği direktifi çerçevesinde mevcut sermaye yeterliliği düzenlemesinin revize edilerek operasyonel riskler için sermaye karşılığı ayrılması söz konusu riskin yönetimi için önemli bir destek sağlayacaktır. Bununla birlikte, operasyonel risklerin yönetiminde esas olarak (muhasabeleştirme ve finansal raporlama, iç kontrol, iç denetim, risk yönetimi ve kurumsal yönetim sistemlerinin etkin olarak çalıştığı) güçlü bir öz disiplin altyapısının en önemli risk yönetimi aracı olduğunun altını çizmekte fayda vardır.

#### **IV.4. Likidite Riski**

Likidite riski; korunmanın bulunmadığı portföydeki menkul kıymetlerin istenen hızda ve fiyattan satılamamasından kaynaklanan zararları ifade etmektedir (IOSCO, 1998: 5).

Sermaye ve likidite aynı anlama gelmemektedir. Bir şirketin yükümlülüklerinden daha fazla varlığa sahip olması, diğer bir deyişle sermayesinin fazla olması, varlıkların hızla nakde çevrilmesi veya kredi temin edilmesi gibi, alternatif likidite kaynaklarına ulaşılamaması durumunda likidite krizinin doğmasına engel olamamaktadır (SEC, 2008).

Ülkemizde hisse senetleri ve DİBS'lere yönelik işlemlerin esas itibarı ile organize piyasalarda yapılması likidite riskini azaltmaktadır. Ancak, piyasa değeri içsel olarak düşük (veya oynak) olan menkul kıymetlere yönelik yoğun yatırımlar veya finansal kriz döneminde görülen likidite daralması aracı kurumların likidite

---

<sup>14</sup> Ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında operasyonel riske yönelik temel düzenlemeler SPK'nun Seri:V, No: 68 sayılı Aracı Kurumlarda Uygulanacak İç Denetim Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de yer almaktadır.

risklerini artırmaktadır. Buna ilaveten müşterilerin temerrüde düşme riskleri de likidite risklerini artırıcı etki yapabilmektedir.

Aracı kurumların ihtiyaç duyduğu işletme sermayesini kısa vadeli yabancı kaynaklardan temin etmesi likidite riskini artırabilir. Örneğin faaliyetlerini ters repo ve kendi borçlanma araçlarının ihracı çerçevesinde kısa vadeli yabancı kaynaklara dayalı olarak finanse eden bir aracı kurumun finansal yeterliliğine ilişkin tereddütlerin doğması halinde ödünç verenler kısa vadeli borçları yenilemeyerek aracı kurumun likidite darboğazına girmesine neden olabilir. Nitekim 1990 yılında DBLG<sup>15</sup> isimli ABD’li finansal aracının borç verenlerinin, bankacılıkta görülen tahaccüme benzer biçimde, artan riskler karşısında aracı kurumun kısa vadeli borçlarını yenilememesi sonucunda yaşanan iflas bu duruma örnek teşkil etmektedir (Saunders ve Walter, 1994: 177).

DBLG’de yaşanan iflasın bir benzeri, küresel kriz sürecinde ABD’li yatırım bankası Bear Stearns’ün de başına gelmiştir.

Öz disiplini güçlendirici düzenleme sistematığında, risk yönetimini yönlendirici niteliği bulunan sermaye yeterliliğine yönelik düzenlemeler önem taşımaktadır. Aracı kurumlarda, banka ve sigorta şirketlerindeki gibi rezerv uygulamasının bulunmaması risklere karşı korunma sürecinde sermayenin önemini daha da artırmaktadır.<sup>16</sup> Aracı kurumların güçlü bir sermaye yapısına sahip olması dünya genelinde riske duyarlı sermaye yeterliliği düzenlemeleri ile sağlanmaktadır.

Aracı kurumların risklerine orantılı likiditeye sahip olmalarını amaçlayan sermaye yeterliliği düzenlemelerinde iki yöntem bulunmaktadır. İlki ABD, Japonya ve diğer AB üyesi olmayan bazı ülkelerde uygulanan “net sermaye” yaklaşımıdır. Herring ve Schuermann (2003: 37-40), ABD aracı kurumlarında 1934 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’nun 15c3-1 maddesi çerçevesinde uygulanan net sermaye kuralındaki esasın; aracı kurumun faaliyetlerine son verdiği gün itibarı ile müşterilerin işlemlerini sonuçlandırmaya ve varlıklarını korumaya yetecek ölçüde

---

<sup>15</sup> DBLG (Drexel Burnham Lambert Group), işler iyi giderken çöp tahvil kralı olarak anılan “dahi” Michael Milken’in yatırım derecesi düşük çöp tahvilleri (yüksek getirili bonoları) pazarlayarak şirket birleşme ve devralmalarını finanse etmesiyle ünlenmişti. 1970’lerde başlayan ve 1980’lerde süren bu “yaratıcı furya” sonunda DBLG iflas etmiş ve Milken de işlediği finansal suçlar nedeniyle hapse girmiştir.

<sup>16</sup> Aracı kurumlar sektöründeki blokaj uygulamasının rezerv uygulamasına benzer yönlerinin bulunduğu düşünülüğünü bir rezerv olarak belirtmekte fayda görülmektedir.

sermayeye sahip olunması olarak özetlemektedir. Dolayısıyla, net sermaye kuralı, aracı kurumun iflası halinde yatırımcılar başta olmak üzere alacaklılara olan yükümlülükleri karşılamaya yetecek ölçüde likit varlığa sahip olunmasını hedeflemektedir.

Aracı kurumların sermaye yeterliliğine yönelik ikinci yaklaşım ise, ülkemizde de uygulanan, Basel uzlaşmaları çerçevesinde, AB'nin sermaye yeterliliği direktifine uygun olarak bankalar ve aracı kurumları da içeren yatırım şirketleri için uygulanan düzenlemelerdir. AB'nin sermaye yeterliliğine yönelik düzenlemeleri esasen Kredi Kuruluşlarının Faaliyetlerinin Başlatılması ve Sürdürülmesi Hakkında 2006/48/EC sayılı Direktif ve Yatırım Şirketleri ve Kredi Kuruluşlarının Sermaye Yeterliliği Hakkında 2006/49/EC sayılı Direktif (Direktif) ile düzenlenmiştir. Direktifler bir bütün olarak değerlendirildiğinde aracı kurumların sermaye yeterliliği düzenlemelerini etkileyen sermaye eşiklerinin başlangıç ve risk odaklı olarak hesaplanan asgari sermayeye göre (minimum sermaye) belirlendiği görülmektedir.

#### **IV.5. Türev İşlem Riskleri**

Türev araç işlemleri; bilançoda mevcut bir pozisyondan veya gelecekte yapılması planlanan bir faaliyetten kaynaklanan risklerin dengelenmesi (offset) veya azaltılmasını içeren *korunma amaçlı* (hedging), yatırımcıların işlemlerine ücret karşılığı *aracılık yapılması amaçlı* (dealing) ve türev araç fiyatlarında meydana gelecek değişimlerden kar elde edilmesini içeren *spekülatif amaçlı* (speculating) olarak yapılmaktadır. Bu işlem biçimleri içinde, risksiz olarak nitelenememekle birlikte, korunma amaçlı işlemler diğerlerine nazaran daha az risk içermektedir. Müşterilerin türev işlemlerine aracılık yapılması durumunda, işlem hacminden kaynaklanan operasyonel riskler ve spekülasyondan kaynaklanan riskler gibi çeşitli riskler de bulunmaktadır. Spekülasyon amaçlı türev işlemler ise, türev işleminin maruz kalınan riski büyütmesi ve yüksek kaldıraç içermesi nedenleriyle, yüksek risk içermektedir. Bu kapsamda düşük miktardaki nakit yatırıma (yüksek kaldırıca) dayalı olarak sahip olunan yüksek getiri imkânı, aynı zamanda dayanak varlığın değerindeki küçük değişimler ile spekülâtörün sermayesinin hızla erimesi riskini de içermektedir (Puwalski, 2003).

Dolayısıyla risk yönetimi veya müşteri işlemlerinden gelir elde etme aracı olarak önemli işlevleri bulunan türev işlemler, aynı zamanda şirket portföyünün karlılığını artırmaya yönelik spekülasyonun da nesnesi olabilmektedir. Finans yazınında Metallgesellschaft, Orange County ve Barings Bankası'nda yaşanan finansal başarısızlıklar türev işlemlerden kaynaklanan riskleri analiz etmemize yardımcı olan örneklerin başında gelmektedir.

Ülkemizde 2000-2001 krizi sonrasında özellikle bankacılık sektöründe türev işlemlerin arttığı görülmektedir. Aracı kurumlar sektöründe ise son yıllarda VOB ve forex piyasalarda gerçekleştirilen türev işlemlerde bir artış olduğu görülmekle birlikte, söz konusu işlemlerden doğan risklerin aracı kurum bilançosu üzerindeki etkisinin şimdilik sınırlı olduğu düşünülmektedir.

## **V. ARACI KURUMLARIN RİSKLERİNİN FAALİYET BİÇİMLERİ BAĞLAMINDA İNCELENMESİ**

Aracı kurumların sermaye piyasası işlemlerini çeşitli açılardan sınıflandırmak mümkündür.

Sermaye piyasası mevzuatına uyum çalışmaları halen devam eden 2004/39/EC sayılı Finansal Araç Piyasaları Hakkındaki Direktif'in (FAPHD/Markets in Financial Instruments/MiFID) Ek/1-A bölümünde, AB'de faaliyet gösteren yatırım şirketlerince gerçekleştirilebilecek yatırım hizmetleri ve faaliyetleri aşağıdaki gibi belirlenmiştir;

- Bir veya daha fazla finansal araçla ilgili emir alımı ve gerçekleştirilmesi,
- Müşteri hesabına işlem gerçekleştirilmesi,
- Kendi nam ve hesabına işlem yapılması,
- Portföy yönetimi,
- Yatırım tavsiyesi,
- Halka arza aracılık yüklenimi,
- Finansal araçlara ilişkin çok taraflı işlem olanaklarının sağlanması (Coşkun, 2009a: 2).

SPKn'un 30 uncu maddesine göre sermaye piyasası faaliyetleri aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

- Sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık (halka arza aracılık),
- Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı (alım satıma aracılık),
- Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık (türev araçların alım satımına aracılık),
- Sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı (repo-ters repo),
- Portföy işletmeciliği ve yöneticiliği,
- Diğer sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleri.

Aynı madde de, aracılık faaliyetinin sermaye piyasası araçlarının SPKn'un 31'inci maddesi çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımı olarak icra edilebileceğine yer verilmiştir.

FAPHD'deki yaklaşıma önemli ölçüde paralel olduğu anlaşılan SPKn'daki sistematik çerçevesinde aracı kurum faaliyetlerinden kaynaklanan riskler izleyen bölümde değerlendirilmektedir.

### **V.1. Birincil Piyasa İşlemlerinden Kaynaklanan Riskler**

Aracı kurumların (yatırım bankalarının) temel faaliyet konularının başında yüklenim faaliyeti gelmektedir. Menkul kıymetlerin halka arz edilerek finansman sağlanmasına aracılık edilmesi yatırım bankacılığını diğer finansal aracılık faaliyetlerinden ayıran başlıca özelliğini teşkil etmektedir.

#### **V.1. 1. Menkulleştirme, Halka Arz ve Yüklenim Riski**

Halka arz süreci; meydana getirilme (origination), yüklenim ve satış/dağıtım süreçlerinden oluşmaktadır. Meydana getirilme sürecinde yatırım bankaları



finansman ihtiyacının miktarı, menkul kıymet türü, düzenleyici otoritelere ve borsalara yönelik izahname, sirküler gibi dokümanların hazırlanması, fiyatlama, kredi notu, bağımsız denetim ve sendikasyonun hazırlanması gibi çalışmaları yapmaktadır. Yüklenim sürecinde yatırım bankası halka arzın niteliğine göre menkul kıymetleri almakta, bunları pazarlamakta ve menkul kıymetlerin dağıtımını gerçekleştirmektedir (Kidwell, Peterson ve Blackwell, 1993: 621-622).

Halka arz süreci sabit getirili menkul kıymetlerin ihraç edilmesi bağlamında menkul kıymetleştirme (securitization) kavramı ile ilişkilidir. Menkul kıymetleştirme alacak ve varlık portföyünden elde edilmesi beklenen gelirlere dayalı olarak menkul kıymet ihraç edilmesidir. 1970'lerde ABD ipotek piyasasındaki ipotekli konut kredisi alacaklarının menkul kıymetleştirilerek borsada ihraç edilmesi ile ivmelenen menkul kıymetleştirme işlemleri, günümüzde bütün dünyada yaygın olarak kullanılan bir finansman biçimi ve risk yönetim aracıdır.

Aracı kurumların halka arz sürecinde sermaye piyasası aracının yatırımcılara satışını yüklenimci sıfatıyla üstlenmesinden kaynaklanan riskler *yüklenim riski* veya *menkul kıymetleştirme riski* olarak tanımlanmaktadır. Sermaye piyasası aracının kredibilitesine ve fiyatlamasına, piyasa koşullarına, halka arza aracılığın türüne, sendikasyonun oluşum biçimine göre bu riskin ağırlığı/niteliği değişebilmektedir. ABD eşik altı ipotek kredileri sektöründe ortaya çıkan krizde dünyanın önde gelen yatırım bankalarının riskli yüklenimlere girdiği dikkate alındığında, halka arza aracılık faaliyetinde yüklenim riskinin etkin bir biçimde yönetilmesinde risk-getiri dengesine dikkat edilmesi gerektiği anlaşılmaktadır. Aracılık yüklenimi nedeniyle oluşan borçlar veya taahhütler Seri:V, No: 34 sayılı Tebliğ'in 9 uncu maddesinde genel borçlanma sınırı ve 13 ve 15 inci maddelerinde pozisyon riski kapsamında takip edilmektedir. Pozisyon riski kapsamında değerlendirilen yüklenim riskine ayrılacak risk karşılığı; yüklenim konusu edilen sermaye piyasası aracının elde tutma süresi uzadıkça artmakta ve yüklenimcilerin riski sendikasyon üyeleri ile paylaşması durumunda azalmaktadır.

Aracı kurumların halka arza aracılık fonksiyonu, alım satıma aracılık ve türev araçların alım satımına aracılık fonksiyonları ile birlikte temel aracılık fonksiyonları arasında yer almaktadır. Diğer aracılık türlerinden farklı olarak, halka arza aracılık birincil piyasa fonksiyonudur.

Halka arz sürecindeki ilk sözleşme menkul kıymetlerin hangi yöntemle göre halka arz edileceği konusunda aracı kurum ile ihraççı şirket arasında kurulmaktadır. Aracı kurumların halka arza aracılık yoluyla şirketler kesimine finansman sağlaması süreci; finansman ihtiyacının kapsamının belirlenmesi, bu ihtiyacı karşılayacak menkul kıymet türünün belirlenmesi, menkul kıymetin ve yüklenim biçiminin tasarlanması, ihraç konsorsiyumunun oluşturulması ve ihracın gerçekleştirilmesinin yanı sıra, piyasa yapıcılığı yoluyla fiyat oluşumunun yönlendirilmesini ve ilave satışta bulunulmasını da içermektedir.

SPK tarafından yayımlanan, Seri:V, No:46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 38 inci maddesinde halka arza aracılığın türleri; en iyi gayret aracılığı ve aracılık yüklenimi olarak belirlenmiştir.

*En iyi gayret aracılığı*; SPK kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade etmektedir. En iyi gayret aracılığında aracı kurumlar ihraççı kuruluş nam ve hesabına hareket etmektedir.<sup>17</sup> Bunun risk yönetimi açısından anlamı, aracı kurumun acente gibi hareket etmesi ve büyük riskler üstlenmemesidir. Neticede, aracı kurum halka arz süresi sonunda satamadığı menkul kıymetleri iade etmekte ve halka arz işlemi ile bilançosunu uzun vadeli olarak ilişkilendirmemektedir. En iyi gayret aracılığı ile yapılan halka arzlar yine de halka arzlarla yönelik geleneksel riskleri uhdesinde barındırır. Bu çerçevede, yanlış fiyatlama yapılması, piyasa istihbaratının doğru yapılmaması, ihraç zamanlamasının hatalı olması, pazarlama ve dağıtım kanallarının etkin çalışmaması gibi nedenlerle ihraçtan arzu edilen gelir elde edilemeyebilir veya başarısız bir halka arz girişimi sonunda aracı kurumun ticari ünü zarar görebilir.

*Aracılık yüklenimi* ise, SPK kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarıyla ilgili olarak satışı yapana karşı aşağıdaki yöntemlerden biriyle taahhütte bulunulmasıdır.

---

<sup>17</sup> En iyi gayret aracılığının halka arza aracılık kapsamındaki niteliğine ilişkin tartışmalar için bkz. İnceoğlu (2004: 79 vd.).

a) *Tümünü Yüklenim*; Bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle halka arz edilecek menkul kıymetlerin tamamının satın alınarak halka satılması.

b) *Bakiyeyi Yüklenim*; Menkul kıymetlerin halka arz yoluyla satılması ve satılamayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek yüklenimci tarafından satın alınması.

c) *Kısmen Bakiyeyi veya Tümünü Yüklenim*; Menkul kıymetlerin halka arz yoluyla satılması ve satılamayan menkul kıymetlerin bir bölümünün bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınması “kısmen bakiyeyi yüklenim”dir. Menkul kıymetlerin bir kısmının bedeli satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle satın alınarak halka satılması ise “kısmen tümünü yüklenim”dir.

En iyi gayret aracılığı ile aracılık yüklenim türleri karşılaştırıldığında; aracılık yükleniminin aracı kurumlar için gerçek bir risk kaynağı olduğu görülür. Aracı kurumun bu noktada karşılaştacağı başlıca riskler piyasa ve likidite riskleridir. Piyasa riski, halka arz sonrası elde kalan menkul kıymetlerin fiyatlarında yaşanan düşüşlerin, bu menkul kıymetlere bağlanan likit varlıkların değerini azaltmasından doğmaktadır. Likidite riski ise, elde kalan menkul kıymetlerin büyüklüğüne bağlı olarak istenerek ya da istenmeksizin menkul kıymetlere bağlanan likiditenin alternatif maliyetlerinden doğmaktadır.

Aracılık yüklenimindeki risk piramidinin en üstünde, tümünü yüklenim veya kesin bağlantı aracılığı (firm commitment underwriting) bulunmaktadır (Saunders ve Walter, 1994: 171). Bu durumda riskler bakiyeyi yüklenimden tümünü yüklenime gidildikçe artmaktadır. Tümünü yüklenimde, aracı kurum ihraççının menkul kıymetlerini iadeye yer bırakmaksızın satın almakta ve menkul kıymetlerin istenilen koşullarda satılamamasından kaynaklanan bütün risklerini üstlenmektedir. Tümünü yüklenim sözleşmesinde aracı kurum tipik olarak kendi nam ve hesabına işlem gerçekleştirilmektedir. Saunders ve Walter (1994: 172-173) tümünü yüklenim riskinin, ikincil piyasada değeri bilinmeyen menkul kıymetler söz konusu olduğu

için, birincil halka arzlarda daha da arttığını ve halka arzlardaki yüklenim riskini azaltmak için likit opsiyon ve vadeli işlem piyasalarının önem taşıdığını belirtmektedir.

Bakiyeyi yüklenim (tam aracılık sözleşmesi) sözleşmesinde aracı kurumun kimin adına hareket ettiği doktrinde tartışma konusu edilse de,<sup>18</sup> risk yönetimi açısından kesin olan husus satılmayan menkul kıymetlerin riskinin aracı kurumun bilançosu ile ilişkileneceğidir. Kısmen bakiyeyi veya kısmen tümünü yüklenimde de bakiyeyi yüklenime benzer bir risk söz konusudur.

Halka arz süreci finansal risklerin yanısıra aracı kurumların sorumlulukları kapsamında hukuki riskleri de gündeme getirmektedir. 29/4/1992 tarihli ve 3794 sayılı Kanun ile değişik 2499 sayılı Kanun'un 7 nci maddesi gereğince izahname ve sirkülerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmaması durumunda, kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşların zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmını karşılayacağı hükme bağlanmıştır.<sup>19</sup>

Tabi tüm bu risklerin, ihraççı kuruluş ile konsorsiyum lideri aracı kurum ve konsorsiyum lideri aracı kurum ve diğer üyeler arasında yapılacak sözleşmelerde belirlenen şartlarda ortaya çıkacağını da belirtmek gerekir. Aracı kurumların, halka arza aracılık kapsamında karşılaşılabileceği risklerin yönetimi, hem aracı kurumlar, hem de düzenleyici ve denetleyici otoriteler için önem taşımaktadır. Aracı kurumlar, çoğu defa işin gerektirdiği uzmanlık, tecrübe ve sağlam sermaye yapılarıyla risklerin üstesinden gelmeye çalışmaktadır.

Halka arz sürecinde kaynak aracı sıfatıyla yüklenimde bulunulması finansal güç ve yaygın dağıtım kanalının varlığını gerektirmektedir. Nitekim ülkemizde faaliyet gösteren aracı kurumların sahip olmaları gereken asgari sermaye tutarı halka arza aracılık yetki belgesine sahip olunması durumunda artmaktadır.

Mevcut uygulamalar değerlendirildiğinde SPK'nın, halka arza aracılık faaliyetlerinden kaynaklanan riskleri Seri:V, No:34 sayılı Tebliği gereği sermaye yeterliği değerlendirmesine tabi tuttuğu ve aracı kurumların münhasıran halka arza

<sup>18</sup> Tartışmalar için bkz. İnceoğlu (2004: 81 vd.).

<sup>19</sup> SPK'nın 7 nci maddesinde aşağıdaki hükme yer verilmiştir; "İzahname ve sirküler, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından müştereken imzalanır. Bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmamasından ihraççılar sorumludur. Ancak, kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmı için müracaat edilir."

aracılık faaliyetinden kaynaklanan risklerine orantılı sermayeye sahip olmasını şart koştuğu görülmektedir.

Bu kapsamda SPK'nın 30.12.2009 tarih ve 38/1170 sayılı kararı ile, 01.01.2010 tarihi itibarı ile ikincil piyasada işlem yetkisi veren alım satıma aracılık yetki belgesi için 803 bin TL asgari öz sermayeye sahip olunması gerekirken, birincil piyasa işlemleri için gerekli halka arza aracılık belgesi için ilave 403 bin TL'lik asgari özsermayeye de sahip olunması gerekmektedir.

### **V.1. 2. İkincil Piyasa İşlemlerinden Kaynaklanan Riskler**

Birincil piyasa işlemlerinin yanı sıra, ikincil piyasa işlemleri de aracı kurumlar açısından risk kaynağıdır. Gerçekleştirdikleri ikincil piyasa işleminin niteliğine göre aracılık fonksiyonu veya bu fonksiyonu fiilen icra eden kişiler farklı isimlerle anılmaktadır.

*Broker*; aracı kurumların alıcı ve satıcının işlemlerini komisyon karşılığında yerine getirmesi, diğer bir deyişle başkaları hesabına işlem gerçekleştirilmesi “broker“ fonksiyonu olarak adlandırılmaktadır (Barron's, 2000: 71).

*Dealer*; aracı kurumların menkul kıymetlerde kendi hesabına işlem gerçekleştirerek pozisyon alması durumunda, aracı kurumlar için dealer veya işlemci (trader) sıfatı kullanılmaktadır (Barron's, 2000: 164).

*Piyasa Yapıcısı*; Aracı kurumların, alım satım fiyatı arasındaki farktan kazanç sağlamak ve yönlendiricisi olduğu finansal araçların fiyat istikrarını temin etmek için işlem gerçekleştirmesi halinde piyasa yapıcılığı işlevi üstlenilmektedir. Genellikle ilk halka arzı izleyen dönemden sonra görülen piyasa yapıcılığı fonksiyonuyla, şirketlerin finansman ve aracı kurumların da karlılık süreçleri yönetilmektedir. İMKB'de yeni düzenlenmekle birlikte,<sup>20</sup> Londra Borsası ve NYSE gibi borsalarda borsa üyeleri spesiyalist sıfatıyla resmi piyasa yapıcılığı görevini üstlenerek, stoğunda bulunan hisse senetlerine likidite sağlamak ve ilgili menkul kıymetin değerindeki aşırı dalgalanmaları önlemektedir.

---

<sup>20</sup> 22.03.2009 tarih ve 27717 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Yönetmelik ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği'nin ilgili maddeleri değiştirilerek “sorumlu olduğu menkul kıymetin piyasasının dürüst, düzenli ve etkin çalışmasını sağlamak ve likiditeye katkıda bulunmak amacıyla faaliyette bulunmak üzere yetkilendirilmiş Borsa üyesi aracı kuruluşların piyasa yapıcı olarak faaliyet göstermesine” izin verilmiştir.

İkincil piyasa işlemlerinde, borsalarda işlem gören menkul kıymetler alım satıma aracılık, portföy yöneticiliği gibi çeşitli sözleşmeler ile sermaye piyasası işlemlerine konu olmaktadır. Bu piyasada aracı kurumlar, bireysel ve kurumsal yatırımcılarla ilişki içindedir ve yapılan işlemler nedeniyle; piyasa, kredi ve likidite riski ortaya çıkabilmektedir. Öz sermaye ile pozisyon alınması halinde piyasa riskine, müşterinin ödeme yükümlülüklerini zamanında yerine getirmemesi durumunda kredi veya takas riskine ve bütün öncül risklerin sonunda da likidite riskine maruz kalınması aracı kurum faaliyetinin doğası gereği ortaya çıkmaktadır.

Öte yandan, aracı kurumlar, bu temel risklerin yanında dolaylı olarak bütün risklerle de karşılaşabilmektedir. Örneğin müşteri emrinin hatalı olarak çok yüksek girilmesinin doğuracağı operasyonel risk hızla likidite ve ticari ün riskine dönüşebilir. Veya ikincil piyasadaki işlem hacminin artırılmasına yönelik yanlış yatırım kararları aracı kurumda işletme riski veya stratejik riskin doğmasına neden olabilir.

Finansal risklere ilaveten ikincil piyasada aracı kurumlar çeşitli hukuksal risklerle de karşı karşıyadır. Bu kapsamda müşterilerle yapılan (alım satıma aracılık, yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği, repo-ters repo, türev işlemler) sözleşmeler aracı kurumlara sorumluluklar yüklemektedir. Ayrıca aracı kurumun merkez dışı örgüt veya yabancı finansal aracılardan acenteliğini yapması durumunda da çeşitli işlemsel/sözleşmesel riskler ortaya çıkabilmektedir.

Aşağıda aracı kurumların çeşitli faaliyet biçimlerine göre karşı karşıya kalabileceği temel finansal riskler işlemin türü bazında inceleme konusu edilmektedir.

#### **V.1.2.1. Kendi Nam ve Hesabına İşlemler ve Riskleri**

Aracı kurumlar, “*dealer fonksiyonu*” çerçevesinde, kendi nam ve hesabına işlem gerçekleştirmektedir. Bu işlem türünde, kendi adına sermaye piyasası işlemlerini gerçekleştiren aracı kurum işlemin asli tarafı (principal) olmaktadır. Dealer, fiyat riskini üstlenmek suretiyle, kendi portföyünde işlem konusu edilen her bir menkul kıymet için alım satım fiyatı belirlemektedir.

Ülkemizdeki aracı kurumlar dealer fonksiyonları çerçevesinde kendi şirket portföylerini yönetmekte ve lot altı işlemleri<sup>21</sup> kendi portföylerinden yapabilmektedir. Aracı kurumların kendi nam ve hesabına yönelik işlemleri (portföy işlemleri) aracılık fonksiyonu kapsamı dışındadır ve aracı kurumu bir piyasa oyuncusuna dönüştürmektedir.

Dealer fonksiyonunun ABD'deki uygulaması çok daha geniş bir sahada ortaya çıkmaktadır. Buna göre, ABD'deki broker-dealer'lar; müşteriye menkul kıymet satabilmekte, müşteriden menkul kıymet alabilmekte, müşteri emirleri broker-dealer'in faaliyet gösterdiği şirketteki piyasa yapıcısına yönlendirilmekte veya müşterilerin alım ve satım emirleri şirket içinde birbiriyle veya şirket portföyünden gelen işlemlerle eşleştirilmektedir. Broker-dealer'ların yukarıda bahsedilen çoklu rolleri *ikili işlem* (dual-trading) olarak adlandırılmaktadır. ABD'de dealer fonksiyonunun ikili işlem uygulaması çerçevesinde müşteri emirlerini çeşitli işlem platformlarına yönlendirmesi sürecinde; broker, dealer ve piyasa yapıcılar arasında çıkar çatışmalarının doğması ve en iyi işlemin (best execution) gerçekleştirilememesi gibi riskler ortaya çıkabilmektedir (Hung ve bşk., 2007: 26-27).

SPKn'un 30 uncu maddesinde yetkili kuruluşların kendi nam ve hesaplarına da aracılık işlevini yerine getirebileceği belirtilmiş, söz konusu yetki Seri:V, No: 46 sayılı Tebliğ'in 3 üncü maddesinde tekrarlanmıştır. Aracı kurumların dealer fonksiyonu, sermaye piyasası aracı kurumlar mevzuatında sadece kavramsal olarak yer almakta ve açık bir biçimde tanımlanmamaktadır. Buna karşılık "dealer" kavramı/işlevi ABD düzenlemelerinde açık biçimde tanımlanmıştır. ABD'nin Menkul Kıymet Borsaları Kanunu'nda (The Securities Exchange Act of 1934)

---

<sup>21</sup> SPK tarafından teknik ve bilgisayar altyapısı ile merkez dışı örgüt yaygınlığı değerlendirilerek yetki verilen, Borsa Yönetim Kurulu'nun kararıyla kendi nam ve hesaplarına Borsa dışı küsürat işlemleri yapmaya kabul edilen ve yetkileri Borsa Bülteni'nde yayınlanan Borsa üyeleri Borsa Dışı Küsürat İşlemi yapmaya yetkilidir. Söz konusu işlemlerde alış-satış fiyatları arasındaki maksimum fark, tüm hisseler için %5'tir. Yetkili üyeler, Borsa dışı küsürat işlemlerinden dolayı müşterilerinden kurtaj talep edemezler (<http://www.imkb.gov.tr/Markets/StockMarket/OddLotTransactions.aspx>, Erişim Tarihi: 06.04.2010). Daha ayrıntılı bilgi için İMKB'nin 23.02.2010 tarih ve 326 sayılı Genelge'si incelenebilir.

dealer; kendi hesabına menkul kıymet işlemi yapılması faaliyeti ile uğraşan kişi olarak tanımlanmıştır.

Aracı kurum kendi adına pozisyon aldığı anda, sermayesini riske etmektedir. Aracı kurumların kendi sermayelerini bu şekilde riske etmeleri piyasa riski ve ona bağı olarak likidite riskine maruz kalınmasına neden olur. Piyasa riski, yatırım yapılan menkul kıymetler portföyünde meydana gelebilecek değer düşüşlerine bağı olarak likidite ve daha da önemlisi kredibilite sorunlarına neden olabilir. Likit varlıklardaki beklenmeyen değer kayıpları, aracı kurumun, diğ er yatırımlarını ve yatırımcılarının yükümlülüklerini fonlama kabiliyetini azalttığı için genel olarak likidite riskini artırıcı etki yapar.

Bu işlem türünde aracı kurum mevcut bilgi ve ilişkiler ağını başkalarının hesabına değı kendi hesabına kullanmaktadır. Bu noktada, gerek düzenleyici ve denetleyici kurumların (SPK) ve gerekse de öz düzenleyici kurumların (İMKB ve TSPAKB), aracı kurumlar ile müşterileri arasında fırsat eşitliğini bozan ve aracı kurumların lehine ve müşterilerin aleyhine olan bir faaliyet yapısına müsaade etmemesi gereklidir. Diğ er yandan, aracı kurumların kendi adına giriştikleri işlemler bir yönüyle piyasanın likiditesini beslerken, bir yönüyle de piyasadaki spekül atif dalgalanmaların nedeni olabilir.

Aracı kurumların kendi adına gerçekleştirdiğı işlemler her zaman var olmakla birlikte, gelirlerde azalmaların ortaya çıktığı veya piyasanın yükselişe geçtiğı dönemlerde bu tür işlemlerin artması bir tesadüf değıldir. Birincil ve ikincil halka arzların, şirket finansmanı faaliyetlerinin (birleşme ve devralma, yeniden yapılandırma ve kaldıraçlı satın alma) azaldığı dönemlerde, eski güzel günlerin hayalindeki veya patronun kar baskısı altındaki yönetimin aracı kurumu pozisyon almaya sürüklemesi mümkündür. Aynı yönetim-ortak ikilisinin herkesin kazandığı yükselen piyasa ortamında pozisyon alması da doğaldır. Piyasa düzenleyicilerinin bu noktadaki beklentisi, risk alma biçiminin kontrollü bir emniyetsizlik içinde cereyan etmesidir. Bunu temin etmek üzere, aracı kurumların kendi nam ve hesabına işlemleri, işlem defterinde (trading book) muhasebeleştirilmekte, ayrıca Basel II uzlaşısına tabi finansal kurumlarda piyasa riski başlığı altında riske orantılı ilave sermaye şartına tabi olunmaktadır. Bankaların ve diğ er finansal kurumların portföy yatırımlarını içeren menkul kıymetler cüzdanı da piyasa riskine maruz kalmaktadır.



Bu kapsamda, özellikle kötü piyasa koşullarında düzenleyici ve denetleyici otoritelerin söz konusu kurumların risklerini yakından takip etmesi önem taşımaktadır.

Ancak, bundan daha önemlisi aracı kurumların risklerinin öz disiplin mekanizması çerçevesinde takip edilmesidir. Kötü risk yönetiminin neden olduğu iflaslar tarihinde ABD’li LTCM ve İngiliz Barings’de yaşanan iflasların kendine özgü bir yeri vardır. Serbest (ya da daha gerçekçi ve kaba tabiri ile serseri) fon olarak adlandırılan LTCM (sahip ve yöneticilerinin performans primi ve müşterilerinin de yüksek getiri beklentisi ile girdiği) aşırı riskli portföy işlemlerinin neden olduğu büyük zararlar sonrasında 1998 yılında iflastan kurtarılmıştır. Kraliçenin bankası olarak da bilinen Barings’in 1995 yılında ortaya çıkan iflasında da, piyasanın tersine dönmesinin alınan riskli pozisyonlarda yol açtığı zararlar etkili olmuştur.

Finansal kurum yöneticileri ve çalışanlarının kulaklarını çekmek için kullanılan finansal başarısızlık olaylarının yanında, sermayesini geleneksel olarak riske eden ve “iyi zamanda” kazanan örnekler de bulunmaktadır. Alınan riskli pozisyonlar nedeniyle bir günde kaybedilebilecek muhtemel kayıp tutarını gösteren, günlük riskteki değer (VAR) rakamı, 2003 yılında Bear Stearns’de 15 milyon dolar ve Goldman Sachs’da 58 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir (Augar, 2006: 117). Hatta Goldman Sachs’ın 2006 yılındaki VAR rakamı 112 milyon dolara kadar çıkmıştır (The New York Times, 2006).<sup>22</sup>

#### **V.1.2.2. Başkası Nam ve Hesabına İşlemler ve Riskleri**

Aracı kurumların temel faaliyeti başkası hesabına acente veya aracı sıfatıyla işlem yapılmasıdır. Aracı kurumlar sahip olduğu bilgi, tecrübe ve teknolojik donanımlar sayesinde, bireysel ve kurumsal yatırımcılara (yatırım fonları, şirket/belediye/üniversite vb. fonlar, yabancı yatırımcılar vb.) işlem olanakları sunmaktadır.

Başkası adına gerçekleştirilen hizmetler aracı kurumlar için gelir doğuran başlıca işlem biçimidir. Şirket mantığı içinde ise, aracı kurumlar başkası adına gerçekleştirilen işlemler sayesinde gelir akışına istikrar kazandırmaktadır. Aracı

---

<sup>22</sup> Bear Stearns’de filmin sonu için ve hengameden paçayı kurtaran Goldman Sachs için bkz. Coşkun (2009b: 24-30).

kurumların satış bölümleri komisyon ve danışmanlık gelirlerini artırılması amacıyla pazarlama faaliyetlerinde bulunur. Aracı kurumlar bu faaliyetler kapsamında kurumsal ve bireysel müşterilerin ihtiyaçları doğrultusunda araştırma faaliyetlerinde bulunmakta, tekil sermaye piyasası araçları ve farklı sektörlerle yönelik raporlar hazırlamakta ve perakende/sofistike yatırımcı kitlesini cezbedecek finansal ürünler geliştirmektedir.

Dolayısıyla aracı kurumlar, “*broker fonksiyonu*” çerçevesinde, müşterisi nam ve hesabına işlem gerçekleştirmektedir. Müşteri adına sermaye piyasası işlemlerinin gerçekleştirilmesi sürecinde aracı kurum “*acente*” sıfatıyla hareket ederken, müşteri de işlemin asli tarafı (principal) olmaktadır. Alıcı ve satıcı arasındaki işlemde *acente* komisyonculuğunun icra edildiği *broker fonksiyonu*’nda aracı kurumların portföy tutma zorunluluğunun bulunmaması fiyat (piyasa) riskinin doğmasına mani olmaktadır.

Yukarıda incelenen kendi nam ve hesabına işlemlerde olduğu gibi, başkası nam ve hesabına işlemlere de sermaye piyasası mevzuatında kavramsal olarak yer verilmiş (SPKn md. 30 ve Seri:V, No: 46 sayılı Tebliğ md. 3) ve fakat söz konusu işlemler açık bir tanıma kavuşturulmamıştır. Konuya ilişkin ABD düzenlemesi olan Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu’nda (The Securities Exchange Act of 1934) *broker* “başkası hesabına menkul kıymet alım satım işlemleri yapan kişi” olarak tanımlanmıştır. *Broker*’lık faaliyeti de, *dealer*’lık faaliyetinde olduğu gibi, ABD sermaye piyasalarının başat düzenleyici ve denetleyici otoritesi olan SEC’ye kaydolmak suretiyle ifa edilebilmektedir.

Başkası nam ve hesabına yapılan işlem, aracı kurumun sermaye piyasası araçlarının alım satımında BK 32/1 anlamında doğrudan temsilcilik yapması demektir. Başka bir ifadeyle işlem dolaysız temsili ifade eder. Bu halde aracı kurum, müşterisi (temsil edilen) adına ve hesabına, üçüncü kişiyle, temsilci olarak (açık temsilci) alım veya satım sözleşmesi yapar. Sözleşmenin hak ve borçları müşteriye aittir (Karakaş, 2000: 58). Bu işlem türünde aracı kurum, müşterisiyle yaptığı anlaşma gereğince sermaye piyasası araçlarını alıp satmakta ve fakat işlemde taraf olmamaktadır. Taraflar, aracı kurumun müşterisiyle, işlemin niteliğine göre satıcı ve alıcıdır (Manavgat, 1991: 66).

Nakit veya kredili hesap işlemleri, portföy yönetimi, halka arz, yatırım danışmanlığı, türev araçların alım satımı, repo ve ters repo işlemlerinde aracı kurumlar başkası nam ve hesabına işlem yapmaktadır. Başkası nam ve hesabına yapılan işlemlerde hukuken adına işlem yapılan yatırımcılar ödeme güçlerinin azalmasından veya teminat yetersizliklerinden (açığından) kaynaklanan risklere maruz kalmaktadır. Bu risklerin başlıcası, menkul kıymetlerin değerinde meydana gelebilecek düşüşlerden veya genel olarak müşterinin likidite yetersizliklerinden kaynaklanabilecek ödeme güçlükleridir. Dolayısıyla, aracı kurumlar doğrudan aracılık işlevi ile hareket etse dahi müşterinin işlemlerinden kaynaklanan risklerle karşılaşabilmektedir.

Hisse senedi alımı yapan yatırımcı nakit/kıymetin takası zamanında (T+2) ödeme yükümlülüğü altına girdiği nakdi/kıymeti karşı tarafa ödemekle yükümlüdür. Ancak bir güvenlik mekanizması olarak, borsalarda gerçekleşen bu işlemlerin takas yükümlülüğünün yerine getirilmesi sorunu üye sıfatıyla aracı kurumlarda bulunmaktadır. Müşterilerin likidite yetersizlikleri nedeniyle yükümlülüklerini zamanında yerine getirememesi, diğer bir deyişle takas tarihinde temerrüde düşmeleri, aracı kurumların kredi ve dolayısıyla likidite risklerini artırmaktadır. Buna ilaveten kredili işlemlerde, menkul kıymetlerin piyasa değerinde yaşanan ani düşüşler müşterilerin ödeme güçlüğü içine düşmesine ve dolayısıyla aracı kurumların likidite risklerinin artmasına neden olabilir.

Bu nedenlerle, başkası nam ve hesabına gerçekleşen bu tür işlemlerde aslında aracı kurum pozisyon almamakla birlikte, borsa veya takas kurumu üyesi sıfatıyla müşterilerin temerrüde düşmesinden kaynaklanacak kredi ve likidite risklerini asgariye indirmek üzere risk azaltıcı teknikler uygulamaktadır. Örneğin müşterinin kredili menkul kıymet alımında bulunması durumunda, alınan menkul kıymetin piyasa değeri çerçevesinde teminatlandırma yapılması suretiyle kredi riski azaltılmaktadır. Veya müşterinin peşin alım işlemlerinden doğabilecek kredi riskini asgariye indirmek için müşterinin kredi değerliliğini incelemektedir.

### **V.1.2.3. Kendi Namına ve Başkası Hesabına İşlemler ve Riskleri**

Kendi ve başkası nam ve hesabına işlemlerde olduğu gibi, kendi namına ve başkası hesabına yapılan işlemler de, kavramsal olarak sermaye piyasası

mevzuatında yer bulmuştur (SPKn md 30 ve Seri:V, No: 46 sayılı Tebliğ md 3). Ancak diğer aracılık kategorileri gibi, bu aracılık kategorisi de açık bir tanıma kavuşturulmamıştır.

Kendi namına ve başkası hesabına yapılan işlemleri aracı kurumların tam yetkili hesapları (discretionary accounts) ve sınırlı yetkili hesapları (nondiscretionary accounts) üzerinden inceleyebiliriz. *Sınırlı yetkili hesaplarda*; aracı kurumlar müşterileri hesabına sadece sınırlı bir yetkiyle işlem gerçekleştirmektedir. *Tam yetkili hesaplarda* ise; müşteriler hesabına menkul kıymet alım satım işlemleri, her bir işlemde müşteri rızası aranmaksızın gerçekleştirilmektedir. Tam yetkili hesaplarda, genellikle işlem konusu menkul kıymet kategorileri müşteriler tarafından belirlense de, aracı kurum sürekli olarak kendi adına ve müşterisi hesabına işlem gerçekleştirmektedir (Hung ve bşk., 2007: 11).

Türk mevzuatı açısından değerlendirildiğinde, kendi namına ve başkası hesabına işlemde aracı kurum BK 416/1'e göre kıymetli evrak alım satım komisyoncusudur. Bu işlem dolaylı temsile dayanmaktadır. Burada aracı kurum kıymetli evrak komisyoncusu olarak işlem yapabileceği gibi, işleme bizzat alıcı ve satıcı olarak da girebilir (Karakaş, 2000: 58). Bu işlem türünde dış ilişkide taraf olarak aracı kurum görülür. Hak ve borçlar önce aracı kuruma geçer, daha sonra iç ilişkiye dayanılarak müşteriye devredilir (Manavgat, 1991: 66).<sup>23</sup>

Aracı kurumlar üye sıfatıyla menkul kıymet alım satımı yapmakta ve menkul kıymet alım satımı işlemlerinden doğan takas yükümlülüklerini yerine getirmektedir. Bu kapsamda, aracı kurumların borsa ve takas kurumlarında müşterileri adına üye sıfatıyla yaptığı işlemler şekli olarak, üye sıfatıyla kendi adına yapılmaktayken işlemler esas itibarı ile müşteri hesabına yapılmaktadır.

Aracı kurumların portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde sevk ve idaresinde yetkili kılındığı hesaplarda ve diğer faaliyet türlerine yönelik sözleşmelerde müşterilerden alınan vekâletler yoluyla fiilen portföy yönetiminin icra edildiği hesaplarda; aracı kurumun kendi namına ve başkası hesabına işlem yapma pratiği daha net olarak görülmektedir.

---

<sup>23</sup> Aracı kurumların alım satıma aracılık sözleşmesinden doğan başlıca borçları; işi sadakatle ve özenle yapma borcu, müşterinin iradesine ve talimatlarına uygun davranma borcu, aldıklarını müşteriye verme borcu, müşterinin sermaye piyasası araçlarını saklatma borcu, sır saklama yükümlülüğü, bilgi ve hesap verme borcu ve işi bizzat yapma borcu olarak belirtilebilir (İnceoğlu, 2004: 150 vd.)

Aracı Kurum'un kendi namına ve başkası hesabına yaptığı ikincil piyasa işlemleri risk yönetimi açısından son tahlilde başkası nam ve hesabına yapılan işlemlere benzemektedir. Çünkü işlem aracı kurum namına da, doğrudan müşteri namına da yapılırsa, işlemde doğan hak ve borçlar sonuç olarak müşteriyle ilişkilidir. Müşterinin işlemde doğan borçlarını zamanında ifa etmemesi ve işleme ilişkin hukuksal yapı ise aracı kurum açısından risk teşkil etmektedir. Bu kapsamda, müşterinin portföy yönetimi kapsamında alım satım konusu edilen menkul kıymetlerin takasını veya teminat yükümlülüklerini zamanında yerine getirememesi aracı kurum açısından kredi ve likidite riskine neden olabilir. Öte yandan, portföy yönetimi hesaplarını yöneten portföy yöneticilerinin aşırı risk almalarına dayalı portföy risklerinin ve hesap üzerinde hukuk dışı tasarruflar nedeniyle ortaya çıkabilecek operasyonel risklerin önüne geçilebilmesi için söz konusu hesapların aracı kurum yöneticilerince düzenli olarak denetim konusu edilmesi gereklidir.

Aracı kurumların yönetimini tam yetkili olarak üstlendiği ve sermaye piyasası mevzuatı uygulamasında portföy yönetim sözleşmesi kapsamında geniş işlem yetkilerine sahip olduğu hesaplarda aşırı komisyon elde etmeye yönelik işlemlerden veya çıkar çatışmalarından sakınması gereklidir. Hung ve bşk. (2007: 11), aracı kurumların sözleşmesel yükümlülüklerinin (contractual duty) ötesinde *itimada müstenit sorumluluklarının* (fiduciary duty) bulunduğunu ve bu bağlamda, aracılık fonksiyonunun başkası hesabına gerçekleştirildiği hallerde, aracı kurumların, iyiniyet, dürüstlük, güven, özen ve tarafsızlık içinde hareket etmeleri gerektiğini belirtmektedir. Öte yandan, aracı kurumların hesap sahiplerini gerçekleştirilen işlemler ve hesabın durumu hakkında düzenli olarak bilgilendirmeleri itimada müstenit sorumluluğunun gereği gibi ifa edilip edilmediğinin müşteri tarafından takip edilmesinde önem taşımaktadır.

## **VI. ARACI KURUM RİSKLERİ VE SİSTEMİK RİSKLER**

BDDK (2008: 17) verilerine göre, Türk finans sektörünün 2003 yılında 370 milyar TL olan aktif büyüklüğü 2008 sonu itibarı ile 948 milyar TL'na ulaşmıştır. 2008 yılı itibarı ile Aktif büyüklüğü açısından ülkemiz finans sektörünün % 77'si bankacılıktan, % 12 si TCMB varlıklarından, % 2,8'i sigorta şirketlerinden (bunun içinde yer almak üzere % 1,3 ü emeklilik şirketlerinden), % 2,5'u yatırım

fonlarından, % 1,8'i finansal kiralama şirketlerinden, % 0,8'i faktöring şirketlerinden oluşurken; aracı kurum ve tüketici finansman şirketlerinin aktif büyüklüğündeki payları % 0,5 mertebesindedir. Yine BDDK (2009: 24) verilerine göre 2009/9 itibarı ile finans sektörünün aktif büyüklüğü yaklaşık 1 trilyon TL'na ulaşmıştır. Söz konusu dönem itibarı ile bankaların payı % 79,3 olarak gerçekleşirken aracı kurumların payı yine % 0,5 olarak gerçekleşmiştir.

Öte yandan 2009/9 itibarı ile yurt içi yerleşiklerin yatırım tercihlerinde TL mevduat, fon ve döviz tevdiat hesaplarının toplam ağırlığı yaklaşık % 74'ler mertebesindeyken; hisse senedinin payı % 5,3; emeklilik yatırım fonlarının payı % 0,2 ve yatırım fonlarının payı % 4,1 olarak gerçekleşmiştir.

**TABLO 3. Türk Finans Sektörünün Aktif Büyüklüğü (2003-2008)**

Milyar TL	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Dağılım (%, 2008)	Aktif/GSYİH (%, 2008)
Bankalar	255	313,8	406,9	499,5	581,6	732,8	77,3	77,1
Fin.Kir.Şirk.	5,0	6,7	6,1	10,0	13,7	17,2	1,8	1,8
Faktöring Şirk.	2,9	4,1	5,3	6,3	7,4	7,8	0,8	0,8
Tüketici Fin.Kir.	0,8	1,5	2,5	3,4	3,9	4,7	0,5	0,5
Sigorta Şirk.	7,6	9,8	14,4	17,4	22,1	25,0	2,8	2,8
Emeklilik Şirk.	3,3	4,2	5,7	7,2	9,5	11,3	1,3	1,3
Aracı Kurum	1,3	1,0	2,6	2,7	3,8	4,3	0,5	0,5
MKYO	0,2	0,3	0,5	0,5	0,7	0,6	0,1	0,1
MKYF	19,9	24,4	29,4	22,0	26,4	24,0	2,5	2,5
GYO	1,2	1,4	2,2	2,5	3,9	4,3	0,5	0,5
TCMB	76,5	74,7	90,1	104,4	106,6	113,4	12,0	11,9
<b>Toplam</b>	<b>370,4</b>	<b>437,7</b>	<b>560,0</b>	<b>668,6</b>	<b>770,1</b>	<b>947,8</b>	<b>100,00</b>	<b>99,8</b>

Kaynak: BDDK (2008: 17).

Finansal varlık olarak bankacılık kaynaklı ürünlerin finansal ürün tüketicilerinin tercihine ağırlıklı olarak konu olması, bu ürünlere münhasıran sahip olan bankacılık sektörünü de finans sektörünün önde gelen temel finansal aracısı kılmıştır. Bankacılık sektörü ülkemiz finansal sisteminde temel finansal aracı

sıfatıyla finansal risklerin de temel yüklenicisi konumundadır. Nitekim 1990'larla birlikte ülkemizde yaşanan finansal krizler bankacılık sektörü odaklı olmuş ve kamu/özel sektördeki bankalarda yaşanan iflas/kurtarma vak'aları sonucunda önemli maliyetlerle karşılaşmıştır.

Banka dışı finansal kurumların az gelişmiş olması nedeniyle Türk finansal sisteminin merkezinde yer alan bankacılık sektörü aynı zamanda sistemik risklerin temel çıkış noktasını teşkil eden bir konumdadır.

Küresel kriz öncesine kadar sistemik risk tehdidinin temelde bankalardan geldiği düşünülmekteydi. ABD'de 1998 yılında bir serbest fon olan LTCM'nin sistemik risk tehdidi düşüncesiyle kurtarılmasının ardından küresel kriz sürecinde bir yatırım bankası olan Bear Stearns'ün, kamu destekli ipotek finansmanı şirketleri olan Fannie Mae ve Freddie Mac'in ve sigorta şirketi AIG'in kurtarılması bu konudaki düşünce ve uygulamaların değiştiğinin habercisidir (Coşkun, 2009b: 31).

Ülkemiz aracı kurumlar sektörüne bakıldığında; mevcut durumda “batamayacak kadar büyük” veya “batamayacak kadar iyi bağlantılı” kapsamına doğrudan girebilecek aracı kurumun bulunmadığı düşünülmektedir. Batmasının düşük olasılıkta sistemik risk yaratabileceği düşünülen aracı kurumların da genelde banka iştiraki olduğu dikkate alındığında, ana grubun iflası dışında banka aracı kurumlarında ortaya çıkabilecek bir finansal başarısızlığın sistemik riske dönüşmesi olasılığının düşük olduğu değerlendirilebilir. Ülkemizde banka dışı aracı kurumların yeterince gelişme gösteremediği dikkate alındığında; ABD benzeri bir iflas-kurtarma sarmalının aracı kurumlar bağlamında ülkemizde de ortaya çıkmasının yakın gelecekte olası görünmediği söylenebilir.

Türk aracı kurumlar sektöründe sistemik risk tehdidinin bulunmaması, bir yönüyle sektörel az gelişmişliği ifade etse de (tekil ve düzenleyici) risk yönetimi bağlamında kuşkusuz iyi bir haberdur.

Bununla birlikte sermaye piyasalarının arzu edilen boyutlarda gelişmeme nedenleri arasında 1994 krizinde sonra batan aracı kurumlarda yaşanan olayların da etkisinin bulunduğu dikkate alındığında,<sup>24</sup> sermaye piyasalarının gelişimi açısından

---

<sup>24</sup> 1994 krizinden sonra batan ve özel fon kapsamında alacaklılara ödeme yapılacak 16 aracı kurumda (Ali Alpay Menkul Değerler, AOG Türkinvest Menkul Değerler, Başak Menkul Değerler, Birikim Menkul Değerler, Boğaziçi Menkul Değerler, Çarmen Menkul Değerler, Emper Menkul Değerler,

aracı kurumların ve ilgili düzenleyici ve denetleyici kurumların aracı kurumların risklerini güncel gelişmeler ışığında takip etmeleri büyük önem taşımaktadır. Bu bağlamda aracı kurumların risklerini ve sermayelerinin yeterliliğini tespit eden Seri:V, No: 34 sayılı Tebliğ'in güncel gelişmeler ışığında gözden geçirilmesinin bir gereklilik haline geldiği düşünülmektedir.

## VII. SONUÇ

Aracı kurumlar gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde banka dışı aracılık sektörünün önde gelen finansal aracıları arasında yer almaktadır. Ülkemizde sermaye piyasalarının gelişimi ile birlikte 1980 sonrasında gelişme gösteren aracı kurumlar sektörünün tasarruf-yatırım akımlarında arzu edilen boyutlarda etkinlik gösteremediği görülmüştür. Bu gelişmede sermaye piyasalarının yeterince gelişmemesinin de önemli bir payı bulunmaktadır.

Ülkemiz aracı kurumlar sektörüne bakıldığında; mevcut durumda “batamayacak kadar büyük” veya “batamayacak kadar iyi bağlantılı” kapsamına doğrudan girebilecek aracı kurumun bulunmadığı düşünülmektedir. Batmasının, düşük olasılıkta, sistemik risk yaratabileceği düşünülen aracı kurumların da genelde banka iştiraki olduğu dikkate alındığında, ana grubun iflası dışında banka aracı kurumlarında ortaya çıkabilecek bir finansal başarısızlığın sistemik riske dönüşmesi olasılığının düşük olduğu değerlendirilebilir. Ülkemizde banka dışı aracı kurumların yeterince gelişme gösteremediği de dikkate alındığında; küresel kriz sürecinde ABD’de ortaya çıkan vakalara benzer bir iflas-kurtarma sarmalının aracı kurumlar

---

Kazanç Menkul Değerler, Marmara Menkul Değerler, Önder Menkul Değerler, Pasifik Menkul Değerler, Salamsun Menkul Değerler, Semih Menkul Değerler, Tür Menkul Değerler, Uğur Menkul Değerler, Yener Kaya Menkul Değerler) 25 bin yatırımcının bulunduğu tahmin edilmektedir (Radikal Gazetesi, 2002 ve Internet: <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=3&pid=3>, Erişim Tarihi: 16.04.2009). Söz konusu aracı kurumlarda batan tutarın ise 75 milyon dolar civarında olduğu tespit edilmiştir (Tokgöz 2001: 39 dan Aktaran: Öztürk, 2005: 136). Özel Fon, 18.12.1999 tarihinden önce yetki belgeleri iptal edilmiş ve SPK tarafından hakkında iflas davası açılmış olan 16 aracı kurumdan alacaklı yatırımcılara münhasır olarak oluşturulmuştur. Yatırımcıları Koruma Fonu ise, SPK'nın 46/A maddesi ile düzenlenmiş olup, 18.12.1999 tarihinden sonra hakkında tedrici tasfiye veya iflas kararı verilen aracı kuruluşların sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri nedeniyle müşterilerine karşı hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülüklerini yerine getirmek amacıyla kurulmuştur (Internet: <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=3&pid=3>, Erişim Tarihi: 16.04.2009).



bağlamında ülkemizde de ortaya çıkmasının yakın gelecekte olası görünmediği söylenebilir.

Türk aracı kurumlar sektöründe sistemik risk tehdidinin bulunmaması, bir yönüyle sektörel az gelişmişliği ifade etse de; bu durum aynı zamanda tekil ve düzenleyici risk yönetimi bağlamında iyi bir haberdir.

Bununla birlikte sermaye piyasalarının arzu edilen boyutlarda gelişmemesi nedenleri arasında özellikle batan aracı kurumlarda yaşanan olayların da etkisinin bulunduğu dikkate alındığında; sermaye piyasalarının gelişimi açısından aracı kurumların risklerinin güncel gelişmeler ışığında takip edilmesinin büyük önem taşıdığı anlaşılmaktadır. Bu bağlamda aracı kurumların risklerini ve sermayelerinin yeterliliğini tespit eden Seri:V, No: 34 sayılı Tebliğ'in güncel gelişmeler ışığında gözden geçirilmesinin bir gereklilik haline geldiği düşünülmektedir.

Küresel kriz sürecinde yaşanan tekil ve sistemik finansal başarısızlıklar düzenleyici risk ve sermaye yönetiminin doğal sınırları olduğunu bir kez daha göstermiştir. Bu nedenle aracı kurumlar sektöründe risk yönetim etkinliğinin geliştirilmesinin önemli ölçüde firma ölçeğinde yapılacak faaliyetlerle ilişkili olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda aracı kurumlar sektörünün güven veren bir biçimde faaliyet göstermesinin gerek şartının; düzenleyici kurum tarafından geliştirilen standartların ötesinde risk yönetimi ve sermaye yeterliliği standartlarına sahip olunmasından geçtiğini bir kez daha belirtmekte fayda vardır.

## KAYNAKÇA

AUGAR, Philip, *The Greed Merchants*, London: Penguin Books, 2006.

BARRON'S, *Dictionary of Business Terms*, Third Edition, USA, 2000.

BASEL KOMİTESİ, "Bank Failures in Mature Economies" Basel Committee Working Paper (No. 13), 2004.

BDDK, *Finansal Piyasalar Raporu*, Sayı 12 (Aralık), Internet: <http://www.bddk.org.tr>, 2008.

BDDK, *Finansal Piyasalar Raporu*, Sayı 15 (Eylül), Internet: <http://www.bddk.org.tr>, 2009.

Coşkun, Yener. (2010). Aracı Kurumların Risk Haritası. **Sermaye Piyasası Dergisi** 1 (3): 52-74.

BONSON, Enrique, Tomás ESCOBAR ve Francisco FLORES, *Operational Risk Measurement in Banking Institutions and Investment Firms: New European Evidences*, Financial Markets, Institutions & Instruments (17): 4 287-307, 2008.

CAN, Evrim, *Operasyonel Risk ve Yönetimi*, SPK Yayınları No: 154, 2003.

CARMICHAEL, Jeffrey ve Michael POMERLEANO, *The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions*, The World Bank, 2002,

COŞKUN, Yener, *Bankalarda Öz Disiplin Süreçlerinin Etkinliğinin Değerlendirilmesi*, Ankara: SPK Yayınları, No: 210, 2008.

COŞKUN, Yener, “Aracı Kurum Çevrimini Yönlendiren Etkenler ve Finansal Araç Piyasaları Hakkında Direktif’in (MiFID) Sektörel Gelişime Etkileri” *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi* 2 (3): 1-34, 2009a.

COŞKUN, Yener, “Küresel Kriz Sürecinde Yatırım Bankaları ile Diğer Finansal Araçlarda Yaşanan Finansal Başarısızlıklar ve Kamusal Müdahaleler”, *Bankacılar Dergisi* 71 (Aralık): 23-47, 2009b.

DİBO, Ferdi, *Aracı Kurumlarda Risk Yönetim Aracı Olarak İç Denetim Sistemi*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2007.

DIMSON, Elroy ve Paul MARSH, “Capital Requirements for Securities Firms”, *Journal of Finance* 50 (3): 821-51, 1995.

DOMBALAGIAN, Onnig H, “Requiem for the Bulge Bracket?: Revisiting Investment Bank Regulation” [Internet:papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1249441](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1249441) (Erişim Tarihi: 17.05.2009), 2009.

DÜNYA BANKASI, “Turkey: Non-Bank Financial Institutions and Capital Markets Report”, February. Report No: 25467-TU, 2003.

GALBRAITH, John Kenneth, *Büyük Kriz 1929* (The Great Crash 1929 Çeviren: E. Nihan AKBAŞ) 1. Baskı, Ocak, İstanbul: Pegasus Yayınları, 2009.

HERRING, Richard J. ve Til SCHUERMANN, “Capital Regulation for Position Risk in Banks, Securities Firms and Insurance Companies”, The Wharton Financial Institutions Working Paper (No. 04-11), 2003.

HM Treasury, “Managing the Fraud Risk-A Guide for Managers”, [Internet: http://www.hm-treasury.gov.uk/media/42E/E2/managingtheriskfraud.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/media/42E/E2/managingtheriskfraud.pdf) (Erişim Tarihi: 10.04.2009), 2003.

Coşkun, Yener. (2010). Aracı Kurumların Risk Haritası. **Sermaye Piyasası Dergisi** 1 (3): 52-74.

HUNG, Angela, Noreen CLANCY, Jeff DOMINITZ, Claude BERREBI ve Farrukh SUVANKULOV, “*Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers. Technical Report*”, Pre-Publication Copy (December), RAND Corporation, Internet: [www.rand.org/pubs/technical\\_reports/TR556/](http://www.rand.org/pubs/technical_reports/TR556/) (Erişim Tarihi: 18.02.2009), 2007.

HÜRRİYET GAZETESİ, “*Aracı Kurum Mağdurlarına Sigorta*”, 08.07.2003 Tarihli Elektronik Nüsha. Internet: <http://webarsiv.hurriyet.com.tr/2003/07/08/313991.asp> (Erişim Tarihi: 01.03.2009), 2003.

IAIS, “*The Regulation and Supervision of Captive Insurance Companies*”, October, 2006.

IFSL, “*Equity Markets 2009*”, June. Internet: ifsl.org.uk (Erişim Tarihi: 07.12.2009), 2009.

INSURANCE INFORMATION INSTITUTE, World Rankings. Internet: <http://www.iii.org/financial2/world/world/> (Erişim Tarihi: 07.12.2009), 2007.

IOSCO, “*Risk Management and Control Guidance for Securities Firms and Their Supervisors*”, IOSCO Public Document, No. 78, Internet: <http://www.iosco.org>, 1998.

IOSCO, “*Recommendations for Securities Settlement Systems*”, IOSCO Public Document, No. 123, Internet: <http://www.iosco.org> (Erişim Tarihi: 02.02.2009), 2001.

İNCEOĞLU, Mehmet Murat, *Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu*, (1. Baskı) Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004.

KARACAN, Ali İhsan, *Bankacılık ve Kriz*. İstanbul: Creative Yayıncılık (Tütünbank), 1996.

KARACAN, Ali İhsan, *Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri: Kökenler ve Politika Seçenekleri*, (Ali İhsan Karacan'ın Sunuşu sf: 9-101), İstanbul: Globus Dünya Basımevi, 1999.

KARACAN, Ali İhsan, *Mali Piyasalar Üzerine Denemeler*, Aralık. İstanbul: Creative Yayıncılık, 2002.

KARAKAŞ, Tülay, *Portföy Yönetimi Sözleşmesi*, Yayın No. 359, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2000.

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

KIDWELL, David S., Richard L. PETERSON ve David W. BLACKWELL, *Financial Institutions, Markets and Money*, Fifth Edition, USA, 1993.

Coşkun, Yener. (2010). Aracı Kurumların Risk Haritası. **Sermaye Piyasası Dergisi** 1 (3): 52-74.

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

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

PUWALSKI, Allen C, “*Derivatives Risk in Commercial Banking. For Your Information: Update on Emerging Issues in Banking*”, March 26, FDIC, Internet: <http://www.fdic.gov/bank/analytical/fyi/2003/032603fyi.html> (Erişim Tarihi: 28.08.2008), 2003.

RADİKAL GAZETESİ, “*Fonda Para Var Ama Ödeme Yok*”, 05.08.2002 Tarihli Elektronik Nüsha, 2002.

SAUNDERS, Anthony, *Financial Institutions Management: A Modern Perspective*, Chicago: Irwin, Second Edition, 1997.

SAUNDERS, Anthony ve Ingo WALTER, *Universal Banking in United States: What Could We Gain? What Could We Lose?*, Oxford University Press: New York, 1994.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), “*Answers to Frequently Asked Investor Questions Regarding The Bear Stearns Companies, Inc.* Immediate Release 2008-46”, 18 Mart 2008. Internet: <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-46.htm> (Erişim Tarihi: 20.03.2009), 2008.

STAR GAZETESİ, “*İzmir Limanı ve İhlâs Veto Yedi Fikret Kalbine Yenildi*”, 01.03.2008 Tarihli Nüsha, 2008.

THE NEW YORK TIMES, “*Goldman Doubles Its Profit*”, 14.06.2006 Tarihli Elektronik Nüsha. Internet: [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com) (Erişim Tarihi: 14.06.2006), 2006.

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

VITTAS, Dimitri, “*The Role of Non-Bank Financial Intermediaries in Egypt and other MENA Countries*”, November, World Bank Policy Research Working Paper, No. 1892, 1997.

WALKER, Joseph A, *Selling Short*, Wiley Finance Edition, USA, 1991.

YILDIRIM, Abdurrahman, *Tophane'de Büyük Oyun, Borsanın 10 Yıllık Fırtınalı Öyküsü*, 3. Basım, Ekim, İstanbul: Güncel Yayıncılık, 1995.