

Yatırım Danışmanlığı ve Finans Sektörü

N. Can Okay

ncan_okay@elyadal.org

Eleştirel - Yaratıcı Düşünme ve Davranış Araştırmaları Laboratuvarı

Küreselleşmenin son yıllarda hız kazanmasıyla toplumlarda ve ekonomilerde önemli değişiklikler meydana gelmiştir. Kurumlarda meydana gelen değişiklikler yüzeysel olarak kalmamış, kurumlara yön veren kurallar ve değerler, bir başka deyişle, endüstrilerin üretim yapıları da küreselleşme doğrultusunda farklılaşmıştır. Günümüzde 'bilgi', bu değişimlerin temelini oluşturan kavramlardan biridir. Önemli bir sektör haline gelen bilgi ekonomisi; üretim teknolojilerinin geliştirilmesi, yeni ürünlerin ve piyasaların keşfedilmesi, yeni pazarlama ve yönetim tekniklerinin geliştirilmesi konularının temelini oluşturur. (Toprak ve Demir, 2001) Bununla birlikte iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, bilginin ucuz bir mal olmasını sağlamış ve üretimdeki etkinliği arttırmıştır. Küreselleşmenin bir başka boyutu ise 'mali küreselleşme'dir. Sermayenin faizler, döviz kurları ve borsa endeksleri aracılığıyla uluslararası düzeyde gerçekleştirdiği harekete mali küreselleşme denir. Doların ve son 5 yılda Euro'nun uluslararası bir para birimi olarak işlev görmesi bunun bir örneğidir. Bu sayede ulus-ıçi piyasalar aynı piyasalardan faktör temin eden ve aynı piyasalarda ticaret yapan bir bütünün parçaları haline gelmiştir. Ancak ne yazık ki Türkiye ekonomisi bu gelişmelerden yeterince pay alamamıştır. Bunun nedenleri arasında mevcut tasarrufların sermayeye dönüşmemesi ve insan sermayesine verilen önemin düşük bir düzeyde olması gösterilebilir. Bu noktada devletin düzenleme ve denetleme konusundaki yetersizliği ve bir takım kültürel faktörler de önem taşımaktadır.



Bugün Türkiye'de batıdaki benzer büyüklükte firmaların yer almamasının nedenlerinden biri, yukarıda da sözü edildiği gibi, sermaye oluşumunun yetersiz olmasıdır. Bu açığı kapatma konusunda en önemli rolü sermaye piyasaları

üstlenmektedir. Buradan yola çıkarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Türkiye ekonomisi için çok kritik bir önem taşıdığını söyleyebiliriz. Şimdi Türk finans sektörünün yapı taşı olan hisse senetleri piyasasını ve diğer sektörlerdeki firmaların rolünü üstlenen finansal aracı kurumları inceleyelim.

1992 yılında 'The Bank of Sweden Prize in Economic Sciences' (Nobel) ödülüne layık görülen iktisatçı Gary Becker'in verimlilik ve aile kavramı konusunda yaptığı benzetmeye atıfta bulunarak kendisinin örneğini hisse senetleri borsası üzerine

uyarlayalım.⁷ (Okay, 2004) Buna göre; aracı kurumlar diğer sektörlerde mal ya da hizmet üretimi yapan firmaları, borsa yatırımcıları tüketicileri, hisse senetleri ise malın kendisini temsil edecektir. Miktar ile işlem hacmini, kalite ile hisse senedine yapılan yatırımın beklenen getirisini, tüketici tercihini ise yatırımcının o hisse senedini alma konusunda yaptığı kararla denkleştirelim. Bu varsayım altında hisse senetleri piyasasının diğer piyasalardan pratik açıdan farkı kalmayacaktır (teorik anlamda alım-satımın gerçekte borç alma-verme işlemi olması gibi önemli farklar olduğu bir gerçektir). Benzer şekilde; üretim teknolojisi aracı kurumlarda kullanılan teknik sistemlerden oluşacak, yatırımcılar (tüketiciler) alım yaparken sermaye ve zaman arz edeceklerdir. Aracı kurumların karı ise belirlenen komisyon oranlarının getirisiyle ortaya çıkacaktır.

İMKB'nin temelini oluşturan ve Osmanlı zamanında Galata bankerlerinin öncülüğüyle kurulan Dersaadet Tahvilat Borsası'ndan bugüne yaklaşık 150 yıl geçmiş olsa da Türkiye'de hisse senetleri borsasının gelişmiş bir borsa olduğu söylenemez. 1985 yılında Resmi Gazete'de yayınlanan yönetmelik sonrasında faaliyete başlayan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın sorunlarının başında piyasaya olan güvensizlik gelmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) sıkı denetimlerine rağmen manüpolasyonların engellenememesi, piyasaya olan güvensizliği artırmaktadır. Buna bağlı olarak işlem hacminin çok düşük seviyelerde kalması diğer bir önemli sorundur. İşlem hacminin düşük olması, diğer bir endüstride alım-satımın çok az olması ile eşdeğerdir -ki bu da piyasaların gelişmesini engelleyen bir faktördür. Borsa işlemlerinin sürekliliği yabancı alımlarına bağlı bir hale gelmiş olduğundan, sektörde çok sayıda yabancı firmanın olması da kaçınılmaz bir durumdur. İMKB'de işlem yapma yetkisine sahip 117 aracı kurum (Nisan 2004 verilerine göre) içerisinde çok sayıda yabancı kurum da yer almaktadır. Yabancı kurumların yabancı yatırımcıları çekme imkanı yerli kurumlara göre

⁷ Gary Becker 1981 yılında çıkan 'A Treatise on the Family' adlı kitabında sosyal etkileşim, verimlilik ve aile kavramları konusundaki çalışmalarını toplamıştır. Makalelerinden birinde verimlilik teorisinden bahsetmiştir. Teorinin ana fikri, ailelerin çocuk yapma konusundaki kararının dayanıklı mallara olan talebe benzetilmesidir. Aileler çocuk miktarı ve kalitesi konusunda tüketici tercihi yapar. Burada miktar, çocuk sayısını; kalite, çocuğun alacağı eğitimi ve çocuk üzerine yapılacak diğer yatırımları; tüketici tercihi ise ailenin çocuk yapma konusundaki kararını simgeler. Bu benzetmenin yapılmasındaki amaç; endüstriyel toplumlarda, gelir artışı ile çocuk sayısı arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. (Gelir arttıkça, çocuk sayısı -doğum oranı- düşer).

daha fazla olduğu için bu kurumlar piyasada güçlü bir şekilde yer edinmişlerdir. İMKB'nin volatil özelliği yabancı yatırımcıların ilgisini çekmiştir. Özellikle ekonominin olumlu yönde ilerlediği dönemlerde yabancı yatırımcıların toplam yatırımcı sayısına oranı yüzde 50'leri geçmektedir. Yabancılar yüksek miktarlarda işlem yapmaktadırlar ve bu işlemler çoğunlukla yabancı firmalar aracılığıyla yapılmaktadır. Örnek olarak Citybank, Raymond-James, Bender, ABN Ambro ve Chase Manhattan verilebilir. Piyasanın güçlü firmaları arasında Global Menkul Değerler, Yapı Kredi Bankası, Garanti Bankası ve bir de yabancı firma olarak Bender gösterilebilir. Yabancı şirketlerin yerli şirketlerden önemli bir farkı da daha kurumsallaşmış olmalarıdır. Organizasyon açısından ise gerek yerli gerekse yabancı firmalar hiyerarşik yapıyla yönetilmektedirler. Bu şirketlerin bir kısmı halka açıktır ve işlem yaptıkları piyasada kendi borç senetleri de işlem görmektedir. Bunlara örnek olarak; Eczacıbaşı Yatırım, Global Menkul Değerler, Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı verilebilir.

Sektörün önemli bir sorunu olarak işlem hacminin düşük olmasını göstermiştik. Bu sorunun başlıca nedeni yatırımcıların (tüketicilerin) borsaya olan güvensizliğidir. Yapılan yatırımın uzun dönemde gerek faiz gerekse dövizden daha fazla kazanç getirdiği gerçeğinin yanında, kısa dönemde özellikle küçük yatırımcı olarak adlandırılan kesimin kazanç sağlaması oldukça güçtür. Bunun bir nedeni, hisse senetleri piyasasında işlem yapmanın diğer sermaye piyasalarına yatırım yapmaktan daha zor olmasıdır. Bu zorluk yalnız prosedürle sınırlı değildir. Öncelikle bu piyasada yapılan takastan doğan işlem hacmi, görece olarak yüksektir. Diğer bir neden ise, 1970'li yıllarda Kahneman ve Tversky tarafından literatüre katılan 'sınırlı rasyonalite' (non-rationality ya da bounded rationality) kavramıdır. (Kahneman ve Tversky, 1979) Bu yaklaşım, akılcı olmayan davranışların kalıcılık arzettiği ve kişilerin belirsizlik altında karar verme durumunda sistematik olarak hatalar yapabileceği görüşlerini benimser. Başka bir deyişle yatırımcılar tercihlerini yaparken yargı hatalarına düşebilmektedirler. Bunun nedeni çeşitli duygusal faktörler ve bilişsel önyargular olarak açıklanmaktadır. Yatırım kararlarında ussallığın sınırlı olması yatırımcıların hatalı kararlar vermesine neden olabileceğinden, deneyimsiz oyuncular piyasaya girme konusunda çekingen davranmaktadırlar. Karar verme konusundaki benzer hatalar, aynı hatayı tekrarlama korkusu nedeniyle yatırımcıları finansal danışmanların tavsiyelerini takip etme yoluna itmiştir. Dolayısıyla aracı kurumların etkisi bilgi açısından da önem kazanmıştır ve insan sermayesi de kurumların birbirilerine görece üstünlük sağlamak için rekabet edecekleri bir konu haline gelmiştir. Ancak sınırlı rasyonalite kavramı yalnız yatırımcılar için değil, aracı kurum personelleri, diğer bir deyişle, yatırım danışmanları için de geçerlidir. Piyasaya olan

güvensizlik sonucunda patlak veren ekonomik krizler nedeniyle bankaların ardından en ağır yarayı aracı kurumlar almıştır. Geçtiğimiz yıl aracı kurumların toplam şube ağı 4152'den 4116'ya düşerken, sektörde çalışan sayısı da 6626'dan 6035'e düşmüştür. (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği -TSPAKB- raporu, 2003)



Piyasada yer alan firmaların görece üstünlük sağlayabilecekleri diğer konular, hizmetin üretim teknolojisi ve işlem komisyonları olarak özetlenebilir. Piyasanın üretim teknolojisi; kurumların kullanmakta oldukları bilgisayar sistemleri, programlar, internet ağları ve benzer bilişim sistemleri olarak açıklanabilir. 2003 yılında sektördeki istihdamın yüzde 10 daralmasının bir diğer nedeni de üretim teknolojisindeki gelişmelerdir. İnternette yapılan işlem miktarının büyümesi ve ev kullanıcılarının sayısının artması ile tabana yayılma gerçekleşmiştir. Benzer şekilde aracı kurumların adına İMKB binasında işlem yapma yetkisine sahip olan brokerların sayısı da, henüz geçilmekte olan 'exapi'⁸ sistemi sonrasında önce yarıya, sonra da 'bir'e'⁹ düşecektir. İşlemlerden alınan komisyon oranları firmaların neredeyse tüm gelirini oluşturmaktadır. Bu oranların düşük ya da yüksek oluşu firmaların görece üstünlük sağlayabilecekleri bir konudur. Bazı firmalar rekabet güçlerini attırabilmek için bu oranların geri iadesini de içeren sistemler uygulamaktadırlar. Komisyon geri iadesi, belli bir miktar işlem hacminin üzerine çıktığında yapılmaktadır. Diğer bir yol ise sabit bir komisyon oranının artırılması ya da azaltılmasıdır.

Endüstrinin regüle edilmesi, devlet adına denetleme ve düzenleme yetkisine sahip Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yapılmaktadır. Aracı kurumların kartel oluşturması hem SPK denetimleri hem de piyasanın yapısı nedeniyle çok zordur. Ancak, sektörde yatay birleşmeler olabilmektedir. Deniz Yatırım ve Tektaş Yatırım'ın

⁸ Exapi sistemi sonucunda işlem emirleri yatırımcının ya da aracı kurumun bilgisayarından direk olarak sisteme aktarılacaktır. Bu durumda emirler önceden olduğu gibi İMKB binasında aracı kurumlar adına çalışan brokerlar tarafından değil, ilk elden gerçekleştirilecektir.

⁹ Sistemin kuruluş aşaması tamamlandığında 'bir' yetkili, binada sistemi denetleyecektir.

2000 yılında birleşmesi sektördeki yatay birleşmelerin bir örneği olarak verilebilir.

Küreselleşmeyle beraber ekonomilerin yapılarının değişmesi, piyasalardaki riski artırmaktadır. Özellikle enflasyon ve kur risklerinin artması piyasaları yeni varlıklarla ilgili arayışlara itmiştir. Yeni finansal türevlerin tasarımına yapılan yatırımların yanında mevcut potansiyeli korumak ve geliştirmek adına da çalışmalar yapılmakta ve bu sayede sektörün iktisadi performansı artırılmaya çalışılmaktadır. Aracı kuruluşların yaptığı AR-GE çalışmaları ilginç sonuçlar ortaya çıkarmaktadır ve iş felsefeleri de bu çalışmalar doğrultusunda değişmektedir. Bir aracı kurumun 2002 yılında yaptığı araştırma, firma karının yüzde 85'inin çok büyük portföylere sahip az sayıda müşterinin yaptığı işlemler sonucunda oluştuğunu göstermiştir. Geriye kalan yüzde 15'lik bölüm ise çok sayıda müşterinin yaptığı küçük miktarlı işlemler sonucunda oluşmaktadır. Benzer araştırmalar doğrultusunda firmalar 'müşteri sınıflandırması' yapma yoluna gitmiştir. Diğer bir deyişle, büyük müşterilere farklı komisyon oranları (azalan oranlı) ve danışmanlık hizmetleri (artan oranlı) uygulanmaktadır.

Hisse senetleri borsası, piyasa ekonomisinin teşviği konusunda oldukça önemli bir rol üstlenmektedir. Mali küreselleşme ile birlikte yatırımcılar (tüketiciler) için mal (hisse senedi) ve hizmet (yatırım danışmanlığı) çeşitliliği artmaktadır. Ancak ekonominin her alanında olduğu gibi artan kazancın karşılığında risk de artmaktadır. Küresel ekonomilerin taşıdığı, 'domino etkisi' olarak adlandırılan ve ekonomilerden birinde çıkan krizin uluslararası ekonomiyi etkilemesiyle sonuçlanan büyük risk, finansal kurumları sürekli bir yenilik arayışına itmektedir. Bu arayış kurumlar arası rekabeti artırmakta ve firmaların bilgi yönlendirme konusunda gelişimini sağlamaktadır.



Sektörel Bilgi Tablosu

Sektördeki firmaların organizasyon yapısı	Hiyerarşik
Sektörde halka açık şirketler	Çok
Piyasaya giriş-çıkış koşulları	Tam rekabetçi piyasa varsayımından uzak, uzun ve zorlu bir prosedür
Rekabet Koşulları	Tam rekabetçi piyasa varsayımlarına uymamasına rağmen pratik anlamda rekabetçi bir piyasa özelliği göstermektedir.
Firmaların görece üstünlük sağlayabilecekleri konular	Kullanılan teknoloji, komisyon oranları
Pazardaki yabancı şirketler	Çok
Şirket birleşmeleri	Yatay birleşmeler var. Dikey birleşme, piyasanın yapısı gereği yok.
Sektörde kartelleşme olabilir mi?	Piyasa yapısı gereği ve SPK'nın ciddi denetimleri sayesinde kartelleşme görülmemektedir.

Kaynaklar:

1. Mishkin, F.S. (2000). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. USA: Addison Wesley.
2. Carlton, D.W. & Perloff, J.M. (1999). *Modern Industrial Organization*. USA: Longman Science & Technology
3. Parasız, İ. (Ocak 2000). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
4. Toprak, M. & Demir, Ö. (2001). *Küreselleşen Dünyada Türkiye Ekonomisi*. Ankara: Siyasal Kitabevi
5. Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi*. İstanbul: Değişim.
6. Kurtosmanoğlu, A. (2002). *Finansal Simya*. İstanbul: Altın Kitaplar.
7. Uzaktan Erişim Çıktı Brokerlar İşsiz Kaldı. *Hürriyet*, 26 Mart, 11
8. *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*. (Kasım 2001). İstanbul: Anka Basım
9. Okay, N. C. (2004). Gary Becker'in iktisadi modelleri üzerine. *PİVOLKA*, 3 (11), 17-18.