

**T.C.**  
**İSTANBUL AYDIN ÜNİVERSİTESİ**  
**LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**



**YURTIÇİ TASARRUF EĞİLİMLERİ, AÇIK MİMARİ VE  
REGÜLASYONLARIN PORTFÖY YÖNETİM SEKTÖRÜ  
ÜZERİNE ETKİLERİ TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Tolga Macit GÜSAR**

**Muhasebe ve Finans Yönetimi Ana Bilim Dalı**  
**Muhasebe ve Denetimi Programı**

**ARALIK, 2023**



**T.C.**  
**İSTANBUL AYDIN ÜNİVERSİTESİ**  
**LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**



**YURTIÇİ TASARRUF EĞİLİMLERİ, AÇIK MİMARİ VE  
REGÜLASYONLARIN PORTFÖY YÖNETİM SEKTÖRÜ  
ÜZERİNE ETKİLERİ TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Tolga Macit GÜSAR**  
**(Y1414.650007)**

**Muhasebe ve Finans Yönetimi Ana Bilim Dalı**  
**Muhasebe ve Denetimi Programı**

**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Gülümser ÜNKAYA**

**ARALIK, 2023**



## **ONAY FORMU**



## ONUR SÖZÜ

Doktora tezi olarak sunduğum “Yurtiçi Tasarruf Eğilimleri, Açık Mimari Ve Regülasyonların Portföy Yönetim Sektörü Üzerine Etkileri Türkiye Örneği” adlı tezin, proje safhasından sonuçlanmasına kadar ki bütün süreçlerde bilimsel ahlak ve etik geleneklere aykırı düşecek bir davranışımın olmadığını, tezdeki bütün bilgileri akademik ve etik kurallar içinde elde ettiğimi, bu tezde elde edilmeyen bütün bilgi ve yorumlara kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yaparak yararlanmış olduğumu belirtir ve onurumla beyan ederim. 27/12/2023

Tolga Macit GÜSAR





## ÖNSÖZ

Bu tezin oluşumunda ve iş ile okul arasındaki dengeyi kurmam ve eğitimime devam edebilmem konusunda eşsiz desteğini ve değerli katkılarını esirgemeyen tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Gülümser Ünkaya'ya, birlikte çalışma ve ders yapma ayrıcalığına eriştiğim tüm bölüm hocalarıma teşekkür etmeyi bir borç bilirim.

Diğer taraftan bu tez süresince gösterdikleri sabır, sevgi ve desteklerinden dolayı eşim Sezin GÜsar ve oğlum Kaan GÜsar'a, en içten teşekkürlerimi sunarım.

Aralık 2023

Tolga Macit GÜSAR



# YURTIÇİ TASARRUF EĞİLİMLERİ, AÇIK MİMARİ VE REGÜLASYONLARIN PORTFÖY YÖNETİM SEKTÖRÜ ÜZERİNE ETKİLERİ TÜRKİYE ÖRNEĞİ

## ÖZET

Kolektif portföy yönetimi hizmeti veren Portföy Yönetim Şirketleri (PYŞ) yurtiçinde tasarrufların profesyonel şekilde yönetilmesi, gelişimi ve dolayısıyla sürdürülebilir ekonomik büyüme ile sermaye piyasalarının gelişimi açısından büyük öneme sahiptir. Türkiye’de ilk PYŞ’nin kurulması (1997) ve Sermaye Piyasası Kurulundan (SPK) lisans almasından bu yana 25 yıl geçmiş bulunmaktadır.

2022 yılı sonu itibarıyla ise Türkiye’de portföy yönetim sektöründe 48 şirket faaliyet göstermektedir. Sektörün ulaştığı toplam büyüklük ise 2022 yılı sonu itibarıyla 1.546 Milyar TL’te ulaşmıştır.

Ekonomik gelişimin ölçümünde en yaygın olarak tercih edilen kriter, Gayri Safi Milli Hasıladaki (GSMH) gelişimdir. Bu sebeple de büyüklüğü GSMH’ya oranla değerlendirmek yerindedir ve bu büyüklüğün 2022 yılı sonunda GSMH’ya oranı %10.3’e yükselmiştir.

Yurtiçinde yerleşik PYŞ’lerin yönetimi altındaki oldukça sınırlı miktardaki yurtdışı kaynaklı portföy haricinde sektörün yönettiği tüm portföy, yerli bireysel ve tüzel kişililerin yatırım ve birikimlerinden oluşmaktadır. Dolayısıyla yurtiçi tasarrufların seyri, bankacılık sektöründe mevduatların gelişiminin seyrine benzer bir etkiyi portföy yönetimi sektörünün yönettiği toplam portföy büyüklüğü üzerinde de göstermektedir.

Bununla beraber sektörde yine bankacılık sektöründeki resme benzer şekilde konsantrasyon oranının yüksekliği göze çarpmaktadır. İlk beş büyük bankanın (Bir kamu ve dört özel banka) sermayedarı veya ilişkili olduğu PYŞ’ler 2022 yılı sonu itibarıyla, sektörün yönettiği toplam portföy büyüklüğünün yaklaşık %66’sını yönetmektedir. Tezin kapsamını oluşturan 2013 ile 2022 yılları

arasında üç kamu sermayeli PYŞ (Ziraat, Halk ve Vakıf), Ziraat PYŞ çatısı altında birleşmiştir. Ancak 2013 ile 2018 yılları arasında henüz bu birleşme gerçekleşmediğinden, sektörde konsantrasyonun incelenmesi sadece en büyük dört özel PYŞ kapsamında analiz edilmiştir.

Yurtiçi tasarrufların gelişim seyri, açık mimari neticesinde artan rekabet ve regülasyonların zaman içerisinde yurtiçi portföy yönetim sektörü üzerinde farklı etkileri olması beklenebilir. Bu anlamda; ana işkollarından olan bireysel emeklilik ve otomatik katılım sistemlerine sağlanan teşviklerin devamı, bankacılık sektöründe özellikle Türk Lirası (TL) cinsi likidite göstergesi sayılabilecek kredi mevduat oranlarının gelişiminin yatırım fonları büyümesi üzerine etkileri sektöre etki edecek alanlardır.

Tezin amacı; seçilmiş finansallar ve makro ekonomik göstergelerin, sektörün özkaynak karlılığı üzerinde etkilerini tespit etmek ve sektörde konsolidasyon olasılığını belirlemeye çalışmaktır.

Bu tezde; Türkiye’de Portföy Yönetim sektörü ile ilgili mevzuat, yurtiçi tasarrufların seyri ve sektör dinamikleri üzerine etkileri ile sektörün finansal analizi yapılarak, sektörde konsolidasyon ihtiyacı olup olmadığı ortaya konmaya çalışılmıştır. Bu amaçla, çeşitli kamu kuruluşları tarafından açıklanan verilere ve ağırlıklı olarak Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) tarafından açıklanan portföy yönetim sektörüne ve PYŞ'lere ait verilere dayanarak analizler yapılmış; neticesinde düşük karlılık ve yüksek konsantrasyon oranı sebebiyle, sektörde konsolidasyon beklenmesinin olası olduğu sonucuna varılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Portföy Yönetim Şirketi, Yatırım Fonları, Emeklilik Fonları

# **DOMESTIC SAVINGS, OPEN ARCHITECTURE AND EFFECT OF REGULATIONS ON PORTFOLIO MANAGEMENT SECTOR, CASE OF TURKEY**

## **ABSTRACT**

Portfolio Management Companies (PMC) which provide collective portfolio management services, are of great importance for the professional management and development of domestic savings, and therefore for sustainable economic growth and the development of capital markets.

It has been 25 years since the establishment of the first Portfolio Management Company (PMC) in Turkey (1997) and get the license from the Capital Markets Board (CMB).

As of the end of 2022, 48 companies are operating in the Portfolio Management Sector in Turkey. The total size reached by the sector has exceeded 1.546 billion TL by the end of 2022.

The most widely preferred criteria in the measurement of economic development is the development in GNP. That's why it is consistent to evaluate the assets under management with a ratio to GNP and that ratio has reached to 10.3% of GNP by the end of 2022.

Except for a limited amount of foreign investors' owned portfolios under the management of local PMCs, the entire portfolio managed by the industry is composed of investments and savings of domestic individual and corporate investors. Therefore, the course of domestic savings has a similar effect on the total portfolio managed by the portfolio management sector just like the trend of deposits in the banking sector.

However, similar to the picture in the banking sector, the concentration rate in the sector is quite high. As of 2022 end; PMCs owned by or associated with the first five major banks (One public and four private banks), manage about 66% of the sector total portfolio. Between 2013 and 2022, which constitutes the scope of

the study, three public capital PYŞ (Agriculture, Public and Foundation) were united under the umbrella of Ziraat PYŞ. However, since this merger has not yet taken place between 2013 and 2018, only the four largest not publicly owned PMCs were analyzed within the scope of examining the concentration in the sector.

The development course of domestic savings, increasing competition on the basis of open architecture and regulations, may have different effects on the local portfolio management sector over time. In this sense; the continuation of the incentives provided to individual pension and auto-participation systems which is from the main lines of business and the effects of the development of loan to deposit ratio on the growth of mutual funds, which can be considered as a particularly indicative liquidity indicator for the Turkish Lira (TL) in the banking sector; are the areas to effect the portfolio management sector.

The purpose of the thesis; the aim is to determine the effects of selected financial and macroeconomic indicators on the sector's return on equity and to try to determine the possibility of consolidation in the sector.

In this study; the financial analysis of the sector, the effects of the regulation related to the portfolio management sector in Turkey, the trend of the domestic savings and its effects on the dynamics of the sector have been tried and it has been tried to show whether there is a probability of consolidation in the sector. For this purpose, analyzes were made based on the data disclosed by the various public institutions and mainly by the Turkish Capital Markets Association (TCMA). As a conclusion, due to the low profitability and high concentration rate, the consolidation in the sector should be possible.

**Keywords:** Asset Management Company, Mutual Funds, Pension Funds

# İÇİNDEKİLER

## Sayfa

ONUR SÖZÜ .....	i
ÖNSÖZ.....	iii
ÖZET.....	v
ABSTRACT .....	vii
İÇİNDEKİLER .....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xv
ÇİZELGELER LİSTESİ.....	xvii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xix
<b>I. GİRİŞ.....</b>	<b>1</b>
A. Tezin Konusu.....	1
B. Tezin Amacı .....	3
<b>II. KAVRAMSAL ÇERÇEVE .....</b>	<b>5</b>
A. Finansal Terim ve Kavramlar .....	5
1. Para Piyasası .....	5
2. Sermaye Piyasası .....	5
3. Portföy.....	5
4. Portföy Yönetimine Konu Araç ve İşlemler .....	6
5. Menkul Kıymetler .....	6
6. Para Piyasası Araç ve İşlemleri.....	6
7. Portföy Yöneticiliği .....	6
8. Yatırım Kuruluşları.....	7

9. Aracı Kuruluşlar.....	7
10. Kolektif Yatırım Kuruluşları.....	8
11. Yatırım Fonu.....	8
12. Yatırım Ortaklığı.....	10
13. Emeklilik Yatırım Fonu.....	10
14. Fon Yönetim Ücreti.....	11
15. Bireysel Portföy Yönetimi.....	13
16. Yatırım Danışmanlığı.....	13
17. Sermaye Piyasası Kurulu.....	14
18. SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkanlığı.....	14
19. TEFAS Türkiye Elektronik Fon Alım ve Satım Platformu.....	14
20. Aktif ve Pasif Fon Yönetimi.....	15
21. Borsa Yatırım Fonu.....	15
22. Yurtiçi Tasarruflar.....	16
23. Emeklilik Gözetim Merkezi A.Ş. (EGM).....	17
24. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği.....	18
<b>B. Finansal Analiz Teknikleri.....</b>	<b>18</b>
1. Ekonomik Faktörler.....	19
2. İşletmenin Özelliği ile İlgili Faktörler.....	19
3. Kapsamına Göre Finansal Analiz Çeşitleri:.....	19
a. Dinamik Analiz.....	19
b. Gelir Tablosu Analizi.....	20
c. Bilanço Analizi.....	20
d. Esas Sermaye Analizi.....	20
4. Karşılaştırmalı Finansal Tablolar Analizi (Yatay Analiz).....	20
a. Karşılaştırmalı Gelir Tablosunun Düzenlenmesi:.....	21



5. Eğilim Yüzdeleri Yöntemi ile Analiz (Trend Analizi) .....	21
6. Oran Analizi (Rasyo Analizi) .....	21
a. Karlılık Oranları .....	22
b. Maliyet/Gelir Oranı .....	23

### **III. TÜRKİYE’DE PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN FAALİYET ALANLARI, İLGİLİ MEVZUAT VE İLİŞKİLİ KURUMLAR ..... 25**

A. Türkiye’de Portföy Yönetim Faaliyetinin Gelişimi.....	25
B. Türkiye’de SPK Mevzuatına Göre Kurulan PYŞ’ler .....	26
C. Türkiye’de PYŞ’lerin Ana Faaliyet Alanları.....	28
1. Yatırım Fonları.....	28
2. Bireysel Emeklilik ve Otomatik Katılım Sistemi Emeklilik Fonları (BES ve OTOBES Fonları) .....	29
a. Bireysel Emeklilik Sistemi Fonları.....	29
b. Otomatik Katılım Sistemi Emeklilik Fonları .....	31
3. Bireysel Portföy Yönetimi .....	32
4. Yatırım Danışmanlığı.....	32
5. Portföy Yönetim Şirketlerinin Verebileceği Diğer Hizmetler .....	32
D. İlgili Mevzuat .....	33
1. Portföy Yönetim Şirketleri Tebliği .....	33
2. Yatırım Fonları Tebliği.....	34
3. Bireysel Emeklilik Sistemi ile İlgili Mevzuat.....	34
E. Kamu ve Özel Saklamacı Kuruluşlar .....	34
1. İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank A.Ş.) .....	35
2. Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) .....	35
3. Özel Saklamacı Kuruluşlar .....	35
F. Portföy ve Fon Hizmet Birimleri.....	36
G. İlişkili Kurumlar .....	36

1. Portföy Yönetimi İş Birliği Yapılan Diğer Portföy Yönetim Şirketleri.....	36
2. Emeklilik Şirketleri .....	36
3. Bağımsız Denetim Şirketleri .....	36
H. Dağıtım Kanalları .....	37
1. Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (TEFAS) .....	37
2. Bankalar, Aracı Kuruluşlar ve Yatırım Bankaları Vasıtasıyla Yatırım Fonu Katılma Paylarının Alım ve Satımı .....	39
3. Bireysel ve Otomatik Katılım Emeklilik Sistemi Kapsamında Emeklilik Yatırım Fonu Katılma Payı Alım ve Satımı .....	39
I. Borsa Yatırım Fonlarının Borsa İstanbul Pay Piyasası Aracılığıyla Dağıtımı .	39
<b>IV. YURTIÇİ TASARRUFLARIN PORTFÖY YÖNETİMİ SEKTÖRÜNE ETKİLERİ VE SEKTÖRÜN GELİŞİMİ, SEKTÖRÜN GELİR KAYNAKLARI ANALİZİ .....</b>	<b>41</b>
A. Yurtiçi Tasarrufların Yapısı ve Gelişimi .....	41
B. Yurtiçi Tasarrufların Sektörün Gelişimine Etkileri .....	44
C. Bankacılık Sektörü ile Etkileşimi .....	45
1. Kredi Mevduat Oranlarının Seyri .....	47
2. Faiz Oranları ile Etkileşim .....	47
D. Sektörün Toplam Portföy Büyüklüğü Gelişimi .....	49
E. Kolektif Yatırım Araçlarında Yatırımcı Tabanı Genişlemesi.....	50
1. Yatırım Fonları.....	51
2. Bireysel ve Otomatik Katılım Emeklilik Fonları .....	52
F. PYŞ Sektörünün İnsan Kaynakları Gelişimi .....	54
G. PYŞ Sektörünün Toplam Faaliyet Karı ve Özkaynak Gelişimi .....	56
H. PYŞ Sektörü Oran Analizleri.....	57
I. PYŞ Sektöründe Gelir Alanında Konsantrasyon .....	59

<b>V. TÜRKİYE’DE PYS’LERİN ÖZKAYNAK KARLILIKLARINI ETKİLEYEN SEÇİLMİŞ DEĞİŞKENLERİN ANALİZİ .....</b>	<b>63</b>
A. Araştırma Hakkında Bilgi.....	63
1. Araştırmanın Amacı ve Hipotezi .....	63
2. Araştırmanın Kapsamı .....	64
B. Sektör Konsolide Verileri.....	64
1. Genel Yönetim Gideri.....	64
2. Faaliyet Karı.....	65
3. Özkaynak Karlılığı.....	66
4. Bireysel Portföy Yönetimi Alanında Gelişimin Analizi.....	66
5. Emeklilik Fonları Gelişiminin Analizi.....	67
6. Yatırım Fonları Gelişiminin Analizi .....	68
C. TL Mevduat Faizleri ve Enflasyon Oranlarının İncelenmesi .....	68
D. Sektör Konsolide Genel Yönetim Gideri, Sektör Yönetilen Konsolide Portföy Büyüklükleri, TL Mevduat Faiz Oranları ve TÜFE Oranları Arasındaki İlişkinin İstatistiki Analizi .....	69
1. Veri Seti .....	69
2. Metodoloji.....	71
3. Test Sonuçları .....	72
a. Tanımlayıcı İstatistik .....	72
b. Verilerin Normallik Testleri .....	72
c. Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi.....	75
d. Korelasyon Analizi .....	76
E. Değerlendirme .....	77
<b>VI. SONUÇ VE ÖNERİLER .....</b>	<b>81</b>
A. Sonuç .....	81
<b>VII. KAYNAKÇA.....</b>	<b>85</b>

<b>EKLER.....</b>	<b>93</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>117</b>

## KISALTMALAR LİSTESİ

<b>BDDK</b>	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
<b>BES</b>	: Bireysel Emeklilik Sistemi
<b>EGM</b>	: Emeklilik Gözetim Merkezi A.Ş.
<b>FODER</b>	: Finansal Okuryazarlık ve Erişim Derneği
<b>HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI:</b>	T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı
<b>MKK</b>	: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
<b>OECD</b>	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
<b>OKS</b>	: Otomatik Katılım Emeklilik Sistemi
<b>PYŞ</b>	: Portföy Yönetim Şirketi
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TAKASBANK</b>	: İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TEFAS</b>	: Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu
<b>BEFAS</b>	: Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu
<b>TKYD</b>	: Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
<b>TSPB</b>	: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği



## ÇİZELGELER LİSTESİ

### Sayfa

Çizelge 1. 24.09.2023 itibariyle EGM'ye kayıtlı Bireysel Emeklilik Şirketleri.....	18
Çizelge 2. OECD üyesi seçilmiş ülkelerin emeklilik fonları büyüklükleri ve GSMH'ya oranları .....	30
Çizelge 3. 2013 ve 2022 yılları arası yılsonları itibarıyla yurtiçi toplam mevduat hacmi gelişimi.....	41
Çizelge 4. 2013 ve 2022 Yılları Arasında Yılsonları İtibarıyla PYS'lerin Yönetimi Altındaki Toplam Büyüklüğün Yurtiçi Toplam Mevduatlara Oranları.....	42
Çizelge 5. 2013 ve 2022 Yılları Arasında Yurtiçi Mevduatların Ağırlıkları .....	42
Çizelge 6. 2013 ile 2022 Yılları Arasında Türkiye Bankacılık Sektörü Kredi/Mevduat Oranları .....	47
Çizelge 7: Tanımlayıcı İstatistik .....	72
Çizelge 8. Shapiro Wilk Normallik Testi Sonuçları .....	73
Çizelge 9. Logaritmik Transformasyon Sonucunda Verilerin Yeni Değerleri .....	74
Çizelge 10. Shapiro–Wilk Normallik Testi Sonuçları .....	74
Çizelge 11. Regresyon Analizi Sonuçları .....	75
Çizelge 12. Korelasyon Analizi Sonuçları.....	77





## ŞEKİLLER LİSTESİ

### Sayfa

Şekil 1. 2013 ile 2022 Arasında Yıl Sonları İtibariyle PYŞ Sayısı.....	28
Şekil 2. Tasarruf – Yatırım Dengesi ve Cari Denge .....	43
Şekil 3. Cari İşlemler Açığı ve Yurtiçi Tasarrufların GSYH’ya Oranları .....	44
Şekil 4. Yatırım Fonlarının Bankacılık Sektörü ile Etkileşimi .....	46
Şekil 5. 3 Aya Kadar Vadeli TL Mevduatlara Ödenen Yıllık Ortalama Faizler ile Yılsonları Yatırım Fonları Toplam Büyüklüğün Kıyaslaması.....	48
Şekil 6. 2018 Yılı Yatırım Fonları Toplam Aylık Bazda Büyüklük Verileri.....	48
Şekil 7. Sektör Toplam Yönetilen Portföy Büyüklüğü Gelişimi .....	49
Şekil 8. Sektörün Ana İşkolları Bazında Toplam Büyüklük Gelişimi.....	49
Şekil 9. Sektörün Ana İşkolları Bazında Büyüklüklerinin Yüzdeler Dilimleri .....	50
Şekil 10. Yatırım Fonu Piyasası Yılsonu Yatırımcı Sayıları ve Yıllık Yüzdesele Değişimler.....	52
Şekil 11. Bireysel Emeklilik Sistemi Yılsonu Katılımcı Sayıları ve Yıllık Yüzdesele Değişimler.....	53
Şekil 12. Otomatik Katılım Sistemi Yılsonu Yatırımcı Sayıları .....	53
Şekil 13. PYŞ Sektörü Toplam Çalışan Sayısı.....	54
Şekil 14. Yeni Mevzuat Yükümlülükleri Sebebiyle Kurulan ve Genişleyen Departmanlarda çalışan sayıları.....	55
Şekil 15. Yeni Mevzuat Sebebiyle Kurulan ve Genişleyen Departmanlarda Toplam Çalışan Sayısı.....	55
Şekil 16. Mevzuat Sebebiyle Kurulan veya Büyüyen Birimlerin Toplam Çalışan Sayısına Oranı.....	56

Şekil 17.	Sektör Konsolide Faaliyet Karı .....	57
Şekil 18.	Sektör Konsolide Özkaynakları.....	57
Şekil 19.	PYŞ Sektörü Konsolide Maliyet Gelir Oranı .....	58
Şekil 20.	PYŞ Sektörü Ortalama Özkaynak Karlılığı.....	58
Şekil 21.	Pozitif Özkaynak Karlılığı Olan PYŞ Sayısı.....	59
Şekil 22.	Dört Büyük PYŞ'nin Ortalama Özkaynak Karlılığı.....	60
Şekil 23.	Dört Büyük PYŞ'nin Konsolide Maliyet Gelir Oranı .....	60
Şekil 24.	Dört Büyük PYŞ'nin Sektör Konsolide Özkaynakları İçerisindeki Payı	61
Şekil 25.	Dört Büyük PYŞ'nin Sektör Konsolide Karı İçindeki Payı .....	61
Şekil 26.	Sektör Konsolide Genel Yönetim Giderleri .....	65
Şekil 27.	Sektör Konsolide Faaliyet Karı .....	65
Şekil 28.	Sektör Ortalama Özkaynak Karlılığı.....	66
Şekil 29.	Bireysel Portföy Yönetimi Toplam Büyüklüğü .....	67
Şekil 30.	Emeklilik Fonları Toplam Büyüklüğü .....	67
Şekil 31.	Yatırım Fonları Toplam Büyüklüğü.....	68
Şekil 32.	TL Yıllık Ortalama Mevduat Faizleri .....	68
Şekil 33.	Bir Önceki Yılın Aralık Ayına Göre TÜFE Değişimi .....	69
Şekil 34.	Sektör Çeyreklik Yönetilen Toplam Portföy Büyüklük Değişimi .....	70
Şekil 35.	Sektör Çeyreklik Yönetilen Toplam Portföy Büyüklüğü Yüzdeselel Değişimi .....	70
Şekil 36.	Çeyreklik Ortalama TL Mevduat Faizleri .....	71

# I. GİRİŞ

## A. Tezin Konusu

Osmanlı Devletinin son dönemleri ve Türkiye Cumhuriyeti'nin kurulduğu günden bu yana, bu topraklarda, farklı piyasalar altında ve ürünler üzerinden, orta ve uzun vadeli fonların bulunduğu sermaye piyasası faaliyetleri yürütülmüştür. Bugün global alandaki rakipleri ile rekabet edecek ölçüde gelişmiş bir seviyeye ulaşan Türk sermaye piyasalarının ise hukuki anlamda temeli ve altyapısı 1981 yılında çıkartılan 2499 nolu Sermaye Piyasası Kanununa dayanmaktadır.

1981 yılında hayata geçen 2499 sayılı Sermaye Piyasası kanunuyla yurtiçi sermaye piyasasında yeni bir döneme geçilmiştir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 74).

Takip eden yıllarda ise bu kanunun yerine düzenlenen, 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası kanunu ile Sermaye Piyasası Kurulunun (SPK) görev ve sorumlulukları yeniden belirlenmiştir (SPK, 2018).

İlgili yasal düzenlemeyle, güncel koşullara uyumlu değişiklikler ile sermaye piyasalarının gelişimine destek verilmiştir (Taner ve Akkaya, 2016: 25).

Bu tezin konusunu teşkil eden alanlar yukarıda bahsi geçen kurul ve kanun ile bunlara bağlı alt düzenlemeler çerçevesinde şekillenmektedir.

Bahsi geçen kanuni düzenlemeleri; eski adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yeni adıyla Borsa İstanbul'un 1985 yılında kuruluşu (Borsaistanbul.com, 2019), halka arzlar, aracılık hizmeti veren aracı kuruluşların kurulması ve bankalar arası piyasaların oluşması izledi. Geçen sürede verilen yatırım hizmetlerine portföy yöneticiliği faaliyetleri, kurulan şirketlere yatırım ortaklıkları ve sunulan ürünlere ise yatırım fonları da eklendi.

1996 yılına gelindiğinde ise Türk sermaye piyasaları, SPK'nın resmi internet sitesinde ana faaliyet konusu fonların kurulması ve yönetimi olan ve anonim ortaklık şeklinde kurulan sermaye piyasası kurumu şeklinde belirtilen PYS'ler ile tanıştı.

PYŞ'lerin belirtilen ana faaliyet konularına ek olarak verebilecekleri diğer hizmetler ile yürütebilecekleri faaliyetler ise SPK tarafından; ana faaliyet konusu durumundaki yatırım fonlarının kurulması ve yönetilmesi haricinde SPK'dan ilgili yetki belgelerini almaları şartıyla yatırım danışmanlığı hizmeti de sunabilecekleri şeklinde belirtilmiştir. Ayrıca PYŞ'ler, gerekli izinlerin alınması şartıyla; Girişim Sermayesi ve Gayrimenkul yatırım fonlarını da kurup yönetebilirler (SPK, 2018).

Son 30 yılda ülkemizde ekonominin gelişimine paralel olarak sermaye piyasaları da gerek nitelik gerekse de nicelik olarak gelişimini sürdürmüştür. Bunun yanında; sermaye piyasaları için ana kaynak durumundaki yurtiçi tasarrufların gelişimine bağlı olarak sermaye piyasaları hacminin büyüme hızı, talep ve tabii ki arzlar dalgalanmalar göstermiştir.

Sermaye ve para piyasalarının ekonomik gelişime desteği, yatırım alanlarına yönelebilecek yurtiçi tasarrufların milli gelir içerisindeki payının artmasıyla mümkün olabilmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 64).

Yurtiçi tasarrufların hızla arttığı dönemler ile sürdürülebilir ekonomik büyüme dönemleri yurtiçi sermaye piyasalarının gelişimi için de destek olmuştur.

Yüksek enflasyon dönemlerinde; kıyaslamalı olarak bakıldığında, varlıklar arasında fiyat düzeylerindeki artışlar benzer oranlarda olmayabilir. Bu açıdan düşünüldüğünde; yatırıma yönlendirilen sermayenin satın alma gücünün kayba uğramaması beklenir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 9)

Özellikle sabit faizli birikimlerden elde edilen getirilerin (Mevduat faizleri, katılım hesabı getirileri vs.) göreceli olarak azaldığı ve enflasyonun gerilediği dönemlerde sermaye piyasalarına olan talebin arttığı görülmüştür.

Portföy Yönetim Sektöründe; 2003 yılına kadar ana büyüme alanı ağırlıklı olarak Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları olmasına karşın, o yıl kurulan Bireysel Emeklilik Sistemi (BES) ve bu sisteme dahil emeklilik yatırım fonları sonraki süreçte büyüme anlamında katkı sağlayan önemli bir iş kolu haline almıştır. Ancak 2022 yılı birinci çeyreği sonu itibarıyla yatırım fonları toplam portföy büyüklüğü, emeklilik yatırım fonları toplam büyüklüğünün üzerindedir. Ayrıca; 2022 yılı sonu verilerine göre, sektörün elde ettiği toplam gelir içinde

halen yatırım fonları iş kolundan elde edilen gelir (%80,58), emeklilik yatırım fonlarına (%9,90) kıyasla daha yüksek bir paya sahiptir (TSPB, 2023).

Sektörün oluşmaya başladığı ilk yıllarda kurulan PYŞ'lerin ana sermayedarları genellikle bankalar veya büyük sermaye grupları olurken; ilerleyen yıllarda halk arasında "Bağımsız PYŞ'ler" şeklinde ifade edilen PYŞ'lerin de SPK'dan faaliyet izni aldıkları görülmektedir. Sektöre yeni girişlerle birlikte faaliyete geçen PYŞ sayısı ilerleyen yıllarda hızla artmıştır. Bu artışı takip eder şekilde yatırım fonları sayısında da artış gözlenmiştir. BES'te yaşanan hızlı büyüme neticesinde bu alanda kullanılan bireysel emeklilik fonları sayısında da belirgin artışlar yaşanmıştır. PYŞ'ler açısından üçüncü ana faaliyet konusu olarak görülebilecek bireysel portföy yönetimi tarafında da diğer iki alana benzer yüksek bir büyüme gözlemlenmiştir.

## **B. Tezin Amacı**

Kurumsal portföy yöneticileri olarak adlandırılan PYŞ'ler, bireysel ve tüzel tüm tasarrufların profesyonel bir yapıda yönetilmesi ve tasarrufların gelişimi noktasında kritik bir öneme sahiptir. Yurtiçinde tasarrufların düzenli gelişimi ise ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği ve sermaye piyasaları üzerinden finansmanının sağlanabilmesi açısından elzemdir.

Türkiye'de; PYŞ'leri sektörü sadece adetsel büyüme penceresinden değerlendirildiğinde, SPK'dan faaliyet izni alarak faaliyete geçen PYŞ sayısında ve yönetilen toplam portföy büyüklüğünde yıllar içerisinde artış görülmektedir.

Ancak bahsi geçen bu büyümenin beraberinde özellikle 2013 yılından itibaren yapılan mevzuat değişiklikleri sonrasında ve yurtiçi tasarrufların seyri ile PYŞ'lerin genel yönetim giderleri, enflasyon, toplam portföy büyüklüğündeki gelişimleri ve TL mevduat faizlerinde yaşanan değişimleri, sektörün özkaynak karlılığı üzerinde etkileri, bu tezin ana konularını teşkil etmektedir.

Türkiye'de portföy ve fon yöneticiliği faaliyetleri üzerinde çeşitli araştırma ve çalışmalar bulunmakla birlikte bu çalışmaların kaynak taraması sürecinde Türkiye'de açık mimari olarak da adlandırılan rekabet, ilgili regülasyonlar ve yurtiçi tasarrufların seyri ile genel faizler seviyesinin PYŞ'ler ve sektöre etkileri üzerine yapılmış akademik bir çalışma tespit edilememiştir.

Tezde öncelikle, Türkiye’de portföy yönetim faaliyeti ve ilgili mevzuat incelenecektir. Bu kapsamda mevzuatın yanı sıra; Türkiye’de portföy yönetim faaliyetinin gelişimi, PYŞ’lerin faaliyet alanları, iş ortakları ve ilgili kuruluşlar ile dağıtım kanalları üzerinde durulacaktır.

Ayrıca tez kapsamında, sektör üzerinde regülasyonlar sebebiyle artan maliyetler ile açık mimarinin etkileri incelenecektir.

Tezde kullanılacak yöntem, PYŞ’leri kapsayan yasal mevzuatın tespit edilmesi, yurtiçi tasarruflar ve PYŞ’lerin ana faaliyet alanlarındaki gelişmelerin sayısal analizi ve TCMB ve TSPB verilerine dayalı finansal analizlerden oluşacaktır.

Ek olarak ise, yurtiçi tasarrufların sektörün gelişimine etkileri ve portföy yönetim sektörünün gelişimi analiz edilecektir.

Tezde; genel yönetim giderleri, gelir ve özkaynak tabloları ile sınırlı olmak üzere Türkiye’de PYŞ’leri sektörünün finansal analizi karlılık oranlarına yer verilecektir. Ek olarak; sektörün insan kaynakları gelişimi, sektörde konsantrasyon oranı ve gelir kaynakları da incelenecektir. Ayrıca sektör konsolide gelir tablosu analizi yapılacak ve sektör bazında seçilmiş bazı finansal analizlere yer verilecektir.

## **II. KAVRAMSAL ÇERÇEVE**

### **A. Finansal Terim ve Kavramlar**

Tezde kullanılan başlıca finansal terim ve kavramlar aşağıda açıklanmaktadır.

#### **1. Para Piyasası**

En geniş anlamıyla para piyasası, kısa vadeli fon arzı ile talebinin bulunduğu piyasa olarak tanımlanabilir. (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 56). TCMB para piyasası ve repo piyasası işlemleri, para piyasaları işlemlerine örnek olarak gösterilebilir. Para piyasalarında vadeler bir yıldan kısadır (Mishkin ve Eakins, 2018: 286)

#### **2. Sermaye Piyasası**

Uzun vadeli fon arzı ile talebinin bulunduğu piyasalar ise sermaye piyasaları olarak tanımlanmaktadır. Ancak ilgili tanımlama hakkında tam bir tanım birliği bulunduğunu söylemek de mümkün değildir. Sermaye piyasası; organize ve örgütlü tüm finansal sistem kapsamında, uzun ve kısa vadeli tüm yatırım ürünlerinin oluşturduğu oldukça geniş kapsamlı piyasaları tasvir etmek amacıyla da kullanılabilir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 56). Hisse senedi piyasası ve tahvil piyasası örnek olarak gösterilebilir.

#### **3. Portföy**

Portföy; bir şahıs ya da tüzel kişiliğin tasarrufları, birikimleri veya yatırımlarının diğer bir ifadeyle varlıklarının bir bütünü olarak ifade edilmektedir.

Bir portföy oluşturulması ilkesi finansal yatırımların çekirdeğini temsil etmektedir. Bu sebeple, portföyü oluşturan yatırım tercihlerinin şekillenmesinde bu ilke büyük bir role sahiptir. Bu kapsamda; yatırımı etkileyen etkenler, ne ölçüde pay ayrılacağı, alınması gereken riskler ve yatırım vadesi benzeri bir çok soruya portföy yönetimi kapsamında cevap aranmalıdır (Fettahoğlu, 2016: 1).

Tezin genelinde kullanılan daha dar kapsamlı anlamda portföy, şahıs ya da tüzel kişilerin para ve sermaye piyasası araçlarının bütününe ifade etmektedir. Bir yatırım fonu, BES fonu veya bireysel portföy yönetimi portföyü kastedildiğinde ise bu yatırım araçları kapsamında veya hizmetler esnasında yönetilen tutarları ve içeriklerini ifade etmektedir.

#### **4. Portföy Yönetimine Konu Araç ve İşlemler**

Portföy yönetimine konu araç ve işlemler ile genel anlamıyla tüm para ve sermaye piyasası araçları olarak ifade edilmektedir. Menkul kıymetler açısından portföy kavramı ise menkul kıymetlerden oluşan topluluğu ifade etmektedir.

Menkul kıymetler, türev ürünler ile yatırım kontratları ve SPK tarafından belirlenen tüm araçlar; sermaye piyasası araçları olarak portföy yönetimine konu araç ve işlemlere dahildir. (SPK, 2023)

SPK mevzuatına göre sermaye piyasası araçları; menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarıdır. (SPK, 2023)

#### **5. Menkul Kıymetler**

Hisse senedi ve yatırım fonu payları, hisse senedi payı benzeri diğer menkul kıymetler ile bu paylara ilişkin depo sertifikaları ile borçlanma araçları, ayrıca menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelire dayalı borçlanma araçları ile menkul kıymetlere ilişkin depo sertifikaları; menkul kıymet olarak sınıflanmaktadır (SPK, 2023)

#### **6. Para Piyasası Araç ve İşlemleri**

Para piyasası araçları, vadeli işlemler, nakit ve döviz işlemleri, mevduat işlemleri ile SPK'ca uygun görülen tüm diğer varlık ve işlemlerdir. (SPK, 2023) Para piyasası araçları; ihraç edenlere, kısa vadeli kaynakları göreceli olarak daha düşük faizlerle toplama imkanı sunar (Choudhry, 2005: 36)

#### **7. Portföy Yöneticiliği**

Portföylerin ilgili mevzuat ve kurallar çerçevesinde ehil ve lisanslı portföy yöneticileri tarafından idare edilmesini ifade eder.



Bir portföydeki varlıkların; yatırım ve getiri beklentileri ile portföy sınırlamaları kapsamında, portföy yöneticisinin piyasalar ile ilgili beklentilerinin paralelinde kurgulanan yatırım stratejileri çerçevesinde oluşturulmasına portföy yönetimi denir (Keler, 2008: 5).

SPK'nın Seri: V No:59 sayılı ilgili tebliğinde düzenlediği üzere; portföy yöneticiliği hizmeti, çeşitli finansal varlıklardan müteşekkil portföylerin müşteriler adına bir sözleşme kapsamında ücret karşılığı yönetilmesidir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 89).

Portföy yöneticiliği; bireysel ve kolektif portföy yöneticiliği faaliyetlerini kapsamaktadır. (SPK, 2023)

Portföy yöneticisi tarafından kararlaştırılan ve emri verilen menkul kıymet alım satım işlemleri, ilgili işlemleri yapmaya SPK tarafından yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş tarafından gerçekleştirilir. Aracı kuruluşlar, portföy yöneticilerinden aldıkları emirleri borsalara iletmekte ve gerçekleşen işlemlerin takasını yürütmektedirler (Yeşilürdü, 2012: 40).

## **8. Yatırım Kuruluşları**

Sermaye piyasası kanununda yatırım kuruluşları, bankalar ile aracı kuruluşlar şeklinde belirtilmiştir (Taner ve Akkaya, 2016: 44).

## **9. Aracı Kuruluşlar**

Aracı kuruluşların kuruluş ve faaliyet esasları SPK Seri:V No:46 tebliğinde düzenlenerek, yurtiçi sermaye piyasalarında bu kurumların faaliyetleri sağlanmıştır. Ayrıca ilgili tebliğde aracı kuruluşların kuruluş şartları ve kuruculara ilişkin esaslar da düzenlenmiştir.

Sermaye piyasalarında faaliyet gösterebilmek için bankalar da dahil tüm aracı kuruluşların, SPK'nın ilgili tebliğlerinde şart koşulan nitelikleri sağlaması zorunludur (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 112-113).

Aracılık faaliyeti, sermaye piyasası işlemlerinin yetkili kurumlar tarafından; kendi veya başkası nam ve hesabına gerçekleştirilmesidir (Taner ve Akkaya, 2016: 44).

## **10. Kolektif Yatırım Kuruluşları**

Bireylerin düşük gelir düzeyi, gelişmekte olan ülkelerin yurtiçi tasarruflarının artışı olumsuz etkilemektedir. Bu düşük gelir düzeyi, sınırlı tasarrufların seçici şekilde ekonomik kalkınmaya yönelik en verimli alanlarda değerlendirilmesi mecburiyetini getirmektedir. Dolayısıyla, yurtiçi tasarrufların uzman kişilerin analizleri neticesinde alternatif yatırımlar arasında en verimli alanlara yönlendirilmesi gerekmektedir. Bu ihtiyaç sebebiyle kolektif yatırım kuruluşları olarak isimlendirilen kurumsal yatırımcılar oluşmuştur (Akıncı, 2014: 1).

Kolektif yatırım kuruluşları, tüzel kişiliğe haiz yatırım ortaklıkları ve tüzel kişiliğe haiz olmayan yatırım fonları olmak üzere iki ana grupta toplanmaktadır (Taner ve Akkaya, 2016: 53).

Yatırım fonu ve yatırım ortaklıkları dahil verilecek tüm kolektif portföy yöneticiliği faaliyetleri sadece SPK tarafından ilgili mevzuat çerçevesinde yetkilendirilmiş portföy yönetim şirketleri tarafından yürütülebilir (SPK, 2023)

## **11. Yatırım Fonu**

Yatırım fonu ilgili mevzuat çerçevesinde; tasarruf sahiplerinden katılma payları karşılığında toplanan paraların tasarruf sahipleri adına, risk ve getiri beklentileri ile inançlı mülkiyet kapsamında oluşturulan bir portföy içerisinde yönetilmesi amacıyla oluşturulan bir yapıdır (Taner ve Akkaya, 2016: 68).

Fon katılma payları, pay sahibinin portföy yöneticisi karşındaki hakları belirleyen ve ilgili fona ne oranda katıldığını ispatlayan kıymetli evrak niteliğindedir (Korkmaz ve Ceylan, 2018: 125).

Fon katılma belgesi sahipleri, fon paylarını fonların içtüzüklerinde belirlenmiş esaslar çerçevesinde satabilirler. Fon katılma paylarının satılması durumunda, karşılığı olan tutar nakden tasarruf sahibine ödenir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 151).

Ülkemizde ilk yatırım fonu, vergi muafiyeti de sağlanarak 1987 yılında oluşturulmuştur (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 142).

Türkiye’de yatırım fonlarının özelliklerini 1996 yılına kadar, 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı kanunun 37. ve 38. maddeleri çerçevesinde 31/7/1992

tarihli “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” belirlemektedir. Bu tebliğ ile yatırım fonlarının kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, katılma payları ile bunların halka arzına ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir.

İlgili tebliğde yatırım fonu, sermaye piyasası kanunu hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inanca dayalı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan tüzel kişiliği olmayan malvarlığı olarak tanımlanmıştır.

SPK, 19/12/1996 tarihinde Seri:VII No:10 “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”ni düzenlemiştir. Bu kapsamda, yatırım fonlarına ilişkin esaslar tebliği’nde 1997 yılından itibaren bazı değişiklikler yapılmıştır. Yatırım fonları bugün Seri:VII No:10 sayılı tebliğe göre faaliyet göstermektedir. SPK ilerleyen tarihlerde; 24/07/1997 tarih ve Seri:VII No:11, 28/4/1998 tarihli Seri:VII No:12 ve 6/10/1998 tarih ve Seri:VII No:13 sayılı tebliğlerle bazı değişiklikler gerçekleştirmiştir. Ancak yatırım fonları bugün genel anlamda, Seri:VII No:10 sayılı tebliğe göre faaliyet göstermektedir (Akıncı, 2014: 47-49).

Yatırım fonlarının ana işlevi yatırımcıların bir havuz mantığında bir araya getirilerek, yatırımcıların vekaleti altında toplu olarak yatırım ürünlerine yönlendirilmesidir. Toplanan paralar, ihraç edilen paylar ve belirlenen yatırım ilkeleri kapsamında yatırıma yönlendirilmektedir (Yeşilürdü, 2012: 3).

Gerçek veya tüzel kişiler fon paylarını satın alarak fona katılabilirler. Yatırımcılar, satın aldıkları fon payı oranında fon portföyünde hak sahibi olurlar. Fonun kar veya zararına da aynı oranda ortak olurlar (Yeşilürdü, 2012: 39).

Yatırım fonlarında, süreç açısından üç unsurlu bir ilişki bulunmaktadır; fon kurucusu ve yöneticisi, fonun saklayıcısı ve fon payı sahipleri (Korkmaz ve Ceylan, 2018: 125)

Yatırım fonları içerisinde yatırımcıların tasarrufları farklı meblağlarda olmakla birlikte aynı yatırım süresi içerisinde yatırım fonu içerisindeki tüm yatırımcıların fon getirisi yüzdesel olarak eşit olmaktadır. Yatırım fonları; gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ülkelerde en yaygın kolektif yatırım kuruluşlarıdır.

Yatırım fonları; buldukları yatırım araçları, vade yapıları, risk seviyeleri, yatırım yaptıkları bölgeler ve ülkeler başta olmak üzere çok sayıda türe sahiptir.

Türkiye’de, kuruluşlarından itibaren gelişimini sürdüren yatırım fonları, hisse senedi piyasalarına yönelik yapılan yatırımlarda da önemli paya sahiptir. Bu önemli pay sayesinde; yurtiçi hisse senedi piyasalarında istikrarlı fiyat oluşumlarına da katkı sağlamaktadırlar (Akıncı, 2014: 33).

Yatırım fonlarının; portföy yöneticiliği haricinde işlem ücretleri, saklama ve muhasebe benzeri bazı ek maliyetleri de bulunmaktadır. Ayrıca, yatırım fonlarına ait tüm maliyetler halka açık şekilde düzenli olarak duyurulmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2018: 119).

## **12. Yatırım Ortaklığı**

2499 sayılı sermaye piyasası kanununun 35. maddesinde menkul kıymet portföyü yönetmek amacıyla anonim ortaklık şeklinde kurulan yatırım ortaklığı, 31.12.1992 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan Seri:VI No:4 tebliği ile detaylı şekilde tanımlanmıştır (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 124).

Yatırım ortaklıkları; yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda alım satımı yapılan sermaye piyasası ürünleri ile kıymetli madenlerden oluşan portföyü yönetmek amacıyla anonim şirket olarak kayıtlı sermaye esaslı altında kurulan şirketlerdir (Taner ve Akkaya, 2016: 53).

Yatırım ortaklıklarının işlevi; portföyü çeşitlendirmeye dayalı aktif şekilde yönetmek, yatırım risklerini kontrol altında tutmak, finansal piyasaları ve portföydeki yatırımları yakından takip etmek, gerekli araştırmaları yaparak portföyün değer artışıını gözetmektir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 124).

## **13. Emeklilik Yatırım Fonu**

Emeklilik yatırım fonları, 4632 sayılı “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu”na göre kurulan emeklilik şirketleri tarafından kurulabilmektedir. Bu fonlar, 28.02.2002 tarih ve 24681 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik” ile düzenlenmiştir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 155).

Emeklilik şirketleri, bahsi geçen bireysel emeklilik fonlarını kurmaktadır ancak bireysel emeklilik fonlarında toplanan tasarruflar portföy yönetim şirketlerince yönetilmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2018: 141).

Bireysel emeklilik fonları; bireylerin emeklilik dönemlerindeki maddi ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik olarak çalışma hayatları esnasında yaptıkları birikimlerin yatırım fonlarına benzer şekilde ve yapıda yönetilmesini sağlayan fonlardır. Ayrıca, bireysel emeklilik fonları, Türkiye’de kamu otoriteleri tarafından vergisel anlamda teşvik edilen fon türleridir.

Bireysel katılıma ve tercihe dayanan bu sistem sayesinde; kamu, ilerleyen yaşlarda birikim sahiplerinin yoksullaşmasının önüne geçecek temel geliri sosyal güvenlik sistemi ile tatmin edici bir geliri sağlama fırsatını ise kişilerin şahsi sorumluluğuna ve finansal ürünlere dayalı bir sisteme bırakmaktadır (Oran, 2017: 51).

Ülkemizde de bireysel emeklilik sistemine kamu tarafından bazı avantajlar sağlanmaktadır. 2013 yılından başlayarak; kamu, yıllık olarak belirlenen belirli bir üst sınıra kadar yatırımcıların yaptığı katkının %25’i kadar ek bir katkı sağlamaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2018: 143).

Emeklilik fonları da, yatırım fonlarında olduğu şekilde yine mevzuata ek olarak içtüzük ve izahnamelerine bağlı kalınarak lisanslı portföy yöneticileri tarafından yönetilirler. Birçok farklı varlık sınıflarına, farklı coğrafyalara ve farklı vadelerde yatırım yapan emeklilik fonları bulunmaktadır.

Türkiye’de, gerek vergisel teşvikten faydalanmak gerekse de uygulamadaki %25 devlet katkısından faydalanabilmek için sistemde kalınan süreye bağlı olarak değişen bir mevzuat bulunmaktadır. Emeklilik fonu yatırımlarına sağlanan devlet katkısı teşviğinden azami ölçüde faydalanmak için ise yasal emeklilik dönemi başlangıcına kadar yatırımların bu fonlarda tutulması mecburidir.

#### **14. Fon Yönetim Ücreti**

Fon yönetim ücreti fon portföyünün yönetimi karşılığında kurucuya ve yöneticiye ödenen ücrettir. Fon yönetim ücreti günlük bazda fon toplam değerinin belirli bir yüzdesi olarak hesaplanmakta ve aylık olarak tahsil edilmektedir. Fon yönetim ücretlerine fonların izahnamelerinde yer verilmektedir. (SPK, 2023)

Açık mimari, İngilizce “Open architecture” ifadesinin dilimize birebir olmamakla birlikte çevrilmesi ile kullanılmaya başlanmıştır. Finansal alanda kullanıldığında açık mimari ifadesi; bir yatırım kuruluşunun kendi müşterilerine iç ürün ve hizmetleri yanında, dış yatırım kuruluşları tarafından sağlanan ürün ve hizmetleri de eş zamanlı sunması olarak anlaşılmaktadır.

Yıkıcı iş modeli olarak adlandırılan açık mimari yapıda, bahsi geçen yapı mevcut rekabet edenleri öyle bir perdelerki kendilerini bu yeni oluşan rekabetten koruyamazlar (Curtis, 2006: 1)

Portföy yönetim sektörü, yatırım ve emeklilik fonları gibi alanlarda ise büyük oranda serbest rekabetin olduğu pazarları ifade etmek için kullanılır. Açık mimari’ye sahip fon pazarlarında fon dağıtım şirketlerinin tüm PYŞ’lere eşit mesafede durmaya ve sadece sermaye ilişkisi olan PYŞ’ler ile özel anlaşmalar yoluyla fon dağıtım anlaşması yapmamaya özen gösterdiklerinden söz edilebilir. Türkiye benzeri; yatırım fonları alanında yüksek pazar payına sahip PYŞ’lerin yine bankacılık alanında yüksek pazar payına sahip bankaların iştirakleri olması sebebiyle, Türkiye Elektronik Fon Alım ve Satım Sistemi (TEFAS) hayata geçene ve yüksek oranda yatırım fonunun bu sistemde mecburi olarak yer alması şartı sağlanana kadar dar kapsamlı ve ikili anlaşmalara dayalı sözleşmelerle fon dağıtımını gerçekleştirilmiştir. TEFAS öncesinde ise fon getirileri ve yönetim ücretlerine dayalı bir rekabet ortamı yaratılamamıştır.

Portföy yöneticilerinin konsolidasyonu ve açık mimarinin bulunduğu koşullarda; yatırımcıların kendi başlarına yatırım kararlarını alabilmesi imkanının artması, fon kurucularının üzerindeki, çeşitlendirilmiş ve yüksek performanslı fon sunulması baskısını artırmaktadır (Accenture, 2015: 3)

Portföy yöneticilerinin karları yönettikleri fonların yönetim ücreti kaynaklı olduğundan; rekabet ortamında aktif fon yönetim stratejisi uygulayan portföy yöneticilerinin getiri anlamında katma değer sağlayamaması durumunda, yatırımcıların fon yönetim ücretlerine dikkat etmesi gerekir (Huberman, 2010 :9)

ABD gibi dünyanın en büyük fon endüstrisine sahip bir ülkede; sektörün rekabetçi yapısını sağlayan iki önemli unsur bulunmaktadır, çok sayıda fon bulunması ve bu fonların çok farklı yönetim ücreti çeşitliliğine sahip olmaları. Portföy getirilerindeki ayrışma tek başına açık mimariyi açıklamaya yeterli

olamaz, fon çeşitliliği ve yönetim ücreti farkları da açık mimarinin önemli unsurlarıdır (Hortaçsu ve Syverson, 2003: 404)

## **15. Bireysel Portföy Yönetimi**

Bireysel portföy yönetimi; tüzel veya gerçek kişi ile PYŞ arasında imzalanan, genel çerçevesi SPK mevzuatında tanımlı bir portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde müşterilerin risk ve getiri tercihlerine uygun şekilde yürütülen portföy yönetim hizmetine verilen addır. Her ne kadar ilgili mevzuatta “Bireysel” olarak ifade edilse de SPK tarafından tüzel kişilere verilen hizmeti de kapsamı sağlanmıştır. Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve emeklilik fonlarının yönetiminden farklı şekilde PYŞ'lere ek olarak aracı kurumlar tarafından da verilebilen bir hizmettir.

## **16. Yatırım Danışmanlığı**

Yatırım danışmanlığı; SPK tarafından yayımlanan “Yatırım Danışmanlığı Tebliği” kapsamında ve yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde yatırım danışmanları tarafından PYŞ'ler ile aracı kuruluşlar tarafından müşterilerine sağlanan yatırım hizmetidir. Yatırım danışmanlığı hizmeti genel anlamda; finansal piyasalar ve yatırım ürünleri hakkında müşterilere verilen yönlendirici sözlü ve yazılı tavsiyeler olarak da tanımlanmaktadır.

Yatırım danışmanlığı hizmetinin kapsamı SPK'nın Seri:V No: 55 sayılı tebliğinde belirlenmiştir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 89).

Mevzuata göre müşteri ile PYŞ veya aracı kuruluş arasında imzalanan yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde bu hizmet verilebilir. Portföy yönetimi hizmetinden en temel farkı ise; PYŞ veya aracı kuruluş, müşteriye yatırım danışmanlığı çerçevesinde tavsiye ve öneride bulunabilir ancak nihai işlem kararı müşteri tarafından verilir. Dolayısıyla nihai karar mercii ve uygulayıcısı portföy yönetim hizmetinden farklı olarak müşteri olduğundan, bir anlamda oluşacak portföy performansının sorumluluğu da müşteriye aittir.

Ayrıca; SPK tebliği Seri:V, No:55, Md. 8'de yatırım danışmanlığı hizmeti sunacak yetkili kuruluşların bünyelerinde yatırım danışmanlığı ile araştırma birimleri için uygun organizasyonel yapıyı ve yeterli istihdamı sağlamalarının şart olduğu belirtilmiştir.

## **17. Sermaye Piyasası Kurulu**

1981 yılında çıkarılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulan SPK; para ve sermaye piyasalarının güven ve şeffaf şekilde işlev görmesi, işlem gören ürünler ve şirketler ile aracılık eden kuruluşlar hakkında kamunun zamanında ve uygun şekilde aydınlatılması, yatırımcıların hak ve faydalarının gözetilmesi, borsaların verimli şekilde çalışması, piyasalar ve yatırım kuruluşları ile ilgili tüm denetim ve gözetim faaliyetlerinin yürütülmesi, sermaye piyasaları yoluyla tasarrufların ekonomiye sağlıklı şekilde kazandırılmasından sorumludur (SPK, 2023)

## **18. SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkanlığı**

SPK bünyesindeki Kurumsal Yatırımcılar Dairesi başkanlığı; kolektif yatırım kurumlarının teşkil ve hizmet izinlerini gözetmek, menkul kıymetlerin ve ilgili kurumların gelişimi için gerekli çalışmaları yürütmek, bu kurumların portföylerini yönetecek şirketlerin faaliyet izinlerini düzenlemek, bu kurumlar tarafında ihraç edilecek ürünlerin halka arzlarını gözetmek, kolektif yatırım kurumları ve portföylerini yöneten şirketlerin finansal tablo ve kamuyu aydınlatma standartlarını belirlemek ve gözetmekle sorumludur (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 80).

## **19. TEFAS Türkiye Elektronik Fon Alım ve Satım Platformu**

Türkiye’de yatırım fonu pazarında rekabetin artırılması, fon ihraççısı PYS’ler ile ana fon dağıtıcısı konumundaki banka ve aracı kuruluşların operasyonel anlamda daha verimli bir teknik alt yapı altında yatırım fonu alım satımlarını gerçekleştirmeleri için Takasbank A.Ş. altında kurulmuştur.

Platformun mevzuatı gereği fon yöneticisi ile dağıtıcısı arasında fon yönetim ücretinin dağılım oranı serbestçe belirlenebilir ancak hiçbir koşulda bu oran PYS lehine %35’den az olamaz. Bu açıdan değerlendirildiğinde platformun PYS’leri fon dağıtıcılarına karşı gelir anlamında bir ölçüde koruduğu ve hatta desteklediği söylenebilir.



## **20. Aktif ve Pasif Fon Yönetimi**

Fon portföyleri, fon kurucusu tarafından görevlendirilen bir fon yöneticisi tarafından yönetilir. Portföy yöneticisinin görev ve sorumluluğu; fon portföyündeki paranın, portföy yönetim sözleşmesinde belirtilen yatırım stratejisi ve limitleri kapsamında alternatif yatırım ürünlerinde değerlendirilmesidir. Bu kapsamda portföy yöneticisi; sermaye piyasalarını takip ederek, araştırmalar ve analizler yaparak, fonun yatırım stratejisi ile uyumlu ve en verimli olacağını düşündüğü yatırım ürünlerini tercih eder (Yeşilürdü, 2012: 39).

Bir yatırım veya emeklilik fonu temel anlamda aktif ve pasif olmak üzere iki türlü yönetilebilir.

Aktif fon yönetimi ile kastedilen; portföy yöneticisinin fon portföyünde yer alacak varlıkları seçerken ve dağılımlarına karar verirken, kendi bilgi, birikim, piyasa görüşü, analizler ve faydalandığı araştırma materyalleri ışığında hareket etmesidir. Bu durumda fonun getiri performansı büyük ölçüde doğrudan fon yöneticisinin yönetim performansını göstermektedir.

Pasif fon yönetimi ile kastedilen ise; portföy yöneticisi hali hazırda kapsamı ve içeriği bir endeks yayıncısı tarafından açıklanan bir endeksin içeriğine sadık kalarak, bu endekste yer alan varlıkları yine endekste belirtilen oranlarla fon portföyüne dahil etmesidir. Pasif fon yönetiminde fon portföyündeki değişikliklerde yine endeks yayıncısının yapacağı değişiklikler paralelinde gerçekleştirilir. Burada amaç yayınlanan endeks ile minimum bir korelasyonu koruyacak şekilde fon portföyünü yönetebilmektir. Dolayısıyla fonun getiri performansı fon yöneticisinin performansından ziyade endeksin performansına bağlı olmaktadır.

## **21. Borsa Yatırım Fonu**

Yatırım fonlarından bir kısmı borsalarda da işlem görmektedir. Bu tür fonlara, borsa yatırım fonu denmektedir. Borsa yatırım fonları, seçilen bir endekste yer alan menkul kıymetlere yine endekste yer verilen oranlarda fon portföyünde yer verir. Dolayısıyla bu tür fonlar; örnekledikleri endeksin içerisindeki menkul kıymet veya kıymetli madenlerin getirilerini yansıtırlar (Korkmaz ve Ceylan, 2018: 128).

Ülkemizde; “Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri:VII, No:23”, 13.04.2004 tarihli 25432 sayılı resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir ve faaliyetlerine başlamışlardır (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 153).

Bu tür yatırım fonlarının katılma payları özellikle de belirli bir endeksi, menkul kıymet grubunu ya da emtiayı takip edenlerin; yatırımcıların daha kolay erişebilmesi ve piyasa hareketlerini anlık şekilde fon fiyatına yansıtılabilmesi amacıyla katılma payları aynı pay senetlerinde olduğu gibi yerleşik borsalarda ve normal seans saatlerinde alım satıma konu olurlar. Fon yöneticilerinin bu fonlarda başlıca görevi; fonun takip ettiği endeks ile fon portföyü arasında yüksek korelasyonu korumak ve borsada işlem gören anlık katılma payı fiyatı ile anlık hesaplanan fon fiyatı arasında olası arbitrajları önlemektir.

Pasif yönetim stratejisine sahip yatırım fonlarının, uzun vadede aktif yönetim stratejisi uygulayan fon yöneticilerinin birçoğundan daha yüksek performans sağladığı da görülmüştür (Malkiel, 2013: 97)

## **22. Yurtiçi Tasarruflar**

Ekonomi alanında tasarruf en kısa ifade ile elde edilen gelirden giderlerin düşülmesi neticesinde kalan artı değer olarak ifade edilebilir.

Yurtiçi tasarruflar ise yurtiçinde yapılan bireysel/tüzel tasarruflar ile kamu tasarruflarından oluşmaktadır. Ayrıca, gönüllü ve zorunlu ile gayri nakdi/nakdi tüm tasarrufların toplamı olarak da ifade edilmektedir.

Yurtiçi tasarruflar ekonomik kalkınmada kritik öneme sahiptir. Kaynak ihtiyacı ve fazlası bulunan tüzel kişi ve bireyleri bir araya getiren sermaye piyasalarının, sağlıklı ve sürdürülebilir şekilde büyümesi ekonomik kalkınmayı hızlandırır (Ewetan, vd. 2015: 37) Yurtiçi tasarrufların yetmediği ve yüksek cari açık üreten Türkiye ekonomisi benzeri ekonomilerde ise ihtiyaç duyulan finansal kaynak yurtdışından sağlanan sermaye girişleri ile sağlanmaktadır (Akın, 2017: 284)

Sermaye piyasaları henüz gelişim aşamasında ve farklı yatırım ürünleri ile zenginleşmemiş piyasalarda, yurtiçi yatırımcılar tasarruflarını değerlendirecek alternatif ürünler bulmakta zorlanır. Bu koşullar altında, tasarrufların bir kısmı yastık altında saklanmakta veya ekonomiye katkısı olmayan alternatif alanlara

kaymaktadır. Tasarruf sahiplerinin demografik farklılıkları ve farklı finansal okuryazarlık seviyeleri düşünüldüğünde; farklı kesimlere hitap edebilecek alternatif yatırım araçları sunulabilirse yastık altı tasarrufların da ekonomiye faydalı alanlarda değerlendirilmesine imkan sağlanabilir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 65).

Tasarruflar; ekonomik büyüme, yatırım ürünlerinin ve sermaye piyasalarının gelişimi başta olmak üzere birçok ekonomik göstere üzerinde olumlu etkilerini gösterir.

Sürdürülebilir bir ekonomik büyümenin sağlanması noktasında, yurtiçi hane halkı tasarruflarının önemi büyüktür. Yetersiz yurtiçi tasarruflar ise büyümenin sürekliliği açısından dışa bağımlılığı artırmaktadır.

### **23. Emeklilik Gözetim Merkezi A.Ş. (EGM)**

Emeklilik Gözetim Merkezi A.Ş., bireysel emeklilik sisteminin işleyişi ve denetiminden sorumlu kamu otoritesi konumundadır.

EGM; 4632 sayılı “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu” ve ilgili mevzuatlar çerçevesinde Hazine Müsteşarlığının yetkilendirmesi kapsamında, 10 Temmuz 2003 tarihinde faaliyete geçmiştir.

EGM'nin görevleri; BES'in güvenilir ve verimli şekilde işlev görmesini sağlamak, katılımcıların hak ve menfaatlerini güvence altında tutabilmek amacıyla emeklilik şirketlerinin ve aracılarının faaliyetlerini gözetmek, denetime yönelik gerekli altyapıyı kurarak denetim akabinde elde edilen neticeleri ilgili kamu kuruluşları ile paylaşmak, BES sistemine ait hesapları ve planları ayrıca sözleşmeleri saklamak, kamuoyunu gerektiği şekilde bilgilendirmek olarak sıralanabilir (Emeklilik Gözetim Merkezi, 2023).

## Çizelge 1. 24.09.2023 itibariyle EGM'ye kayıtlı Bireysel Emeklilik Şirketleri

Emeklilik Şirketi
Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.
Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş.
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.
AgeSA Emeklilik ve Hayat A.Ş.
Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş.
Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.
BNP Paribas Cardif Emeklilik A.Ş.
QNB Sağlık Hayat Sigorta A.Ş.
HDI Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.
Garanti BBVA Emeklilik ve Hayat A.Ş.
Groupama Hayat A.Ş.
Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş.
Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş.
Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.
NN Hayat ve Emeklilik A.Ş.
Viennialife Emeklilik ve Hayat A.Ş.

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, 2023

### 24. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği

Sermaye piyasalarının ve aracılık hizmetlerinin gelişimini sağlamak; üyelerinin gereken özen ve disiplin çerçevesinde faaliyetlerini sürdürmelerini gözetmek, üyelerinin ekonomik menfaatlerini korumak, sektör içerisinde haksız rekabetin önüne geçmek amacıyla, 11 Şubat 2001'de SPK tarafından yetkili kılınmış kuruluşların biraraya gelerek oluşturduğu, tüzel kişiliğe sahip kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşudur (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 115).

### B. Finansal Analiz Teknikleri

Finansal analiz; bir işletmenin mali durumunun ve faaliyet sonuçlarının yeterliliğini belirlemek amacıyla mali tablolar çerçevesinde yürütülen analizlerin bütünüdür. Bu analizlerde geçmiş mali bilgiler yanında, geleceğe yönelik tahminlemeler de yapılır. Dolayısıyla; finansal analiz yoluyla bir işletmenin muhasebe verileri, mali kararları alabilmek amacıyla kullanılacaktır ve bu mali veriler işletmenin geleceğine yönelik tahminlere evrilecektir (Savcı, 2017: 159).

Finansal tablolar analizi, temel faktörlerin kesintisiz etkisi altındadır. Bu etki; analiz ve analiz sonuçlarının değerlendirilmesi esnasında, bir bütün halinde değerlendirilmediği takdirde; yapılan finansal analizden başarılı bir sonuç alınması olası değildir.

Finansal tablo analizini etkileyen faktörler; öncelikle ekonomik daha sonra ise işletmenin özelliği ve yönetimi, muhasebe uygulamaları ile ilgili işletme içi ve dışı bilgi şeklinde sıralanabilir.

### **1. Ekonomik Faktörler**

Finansal analizden fayda sağlanabilmesi için, analiz kapsamında kullanılan finansal tabloların hangi ekonomik koşullarda ve faktörlerin etkisi altında oluştuğunun tespit edilmesi önemlidir. Özellikle farklı dönemlere ait finansal tabloların analiz edilmesinde, bu dönemlerdeki ekonomik koşulların değerlendirilerek bu koşulların işletmelerin finansal tablolarına etkilerinin tespiti elzemdir.

### **2. İşletmenin Özelliği ile İlgili Faktörler**

İşletmenin özellikleri ve iş birimlerindeki değişiklikler ile iş birimlerinin özellikleri; finansal analizi etkileyen, işletmenin özelliği ile ilgili faktörlerdir.

Finansal analiz kapsamında değerlendirme yapılırken, işletmenin yöneticilerinin sonuçlara katkıları da önemlidir. Bir anlamda; işletmenin finansal başarısı, yönetimin başarısı ile ilişkili kabul edilebilir. Yönetim, dış koşullara müdahale edemese de işletmenin kaynaklarını etkin şekilde değerlendirerek finansal anlamda başarılı olmaya çalışır. Bu sebeple de yöneticilerin aksiyonlarının ve yönetsel becerilerinin, işletmenin finansal sonuçlarını etkilediği kabul edilir (Bakır ve Şahin, 2009: 10-11).

### **3. Kapsamına Göre Finansal Analiz Çeşitleri:**

Tezde kullanılan başlıca finansal analiz çeşitleri aşağıda açıklanmaktadır.

#### **a. Dinamik Analiz**

Bir işletmenin birbirini takip eden mali dönemlerine ait mali tablolarında yer alan kalemleri arasındaki ilişkilerin ve göstermiş oldukları değişimlerin tespiti ve değerlendirilmesine dinamik analiz denilir.

Bu analiz kapsamında işletmenin cari dönem verileri; geçmiş faaliyet dönemi verileri ve işletmenin bulunduğu sektör verileriyle de kıyaslanır. (Çabuk ve Lazol, 2018: 152-153).

#### **b. Gelir Tablosu Analizi**

Bir işletmenin belli bir dönemde elde ettiği gelirleri ile bu gelirleri elde edebilmek amacıyla yüklendiği giderleri ve neticesinde elde ettiği dönem net kar veya zararını gösteren mali tabloların analizine gelir tablosu analizi denir (Savcı, 2017: 78).

#### **c. Bilanço Analizi**

İşletmelerin varlıkları ve bu varlıklara sahip olmak için kullanılan yükümlülüklerini ve özkaynaklarını gösteren finansal rapora bilanço denir. Bilanço analizi ise; işletmenin, varlıklar, yükümlülükler ve özkaynaklar kapsamında finansal durumunu analiz sürecidir.

#### **d. Esas Sermaye Analizi**

Esas sermaye analizi; işletme sermayedarlarınca taahhüt edilen ve ticaret siciline tescil ettirilen sermayenin analizidir (Savcı, 2017: 140).

### **4. Karşılaştırmalı Finansal Tablolar Analizi (Yatay Analiz)**

Bir işletmenin herhangi bir yıla ait finansal verilerinin incelenmesi o işletme hakkında bir görüş verebilir fakat kapsamlı bir değerlendirme yapabilmek isteniyorsa, birden fazla yıla ait bilanço ve gelir tablolarındaki kalemlerindeki değişikliklerin gözlenmesi gerekmektedir. (Gençoğlu, 2014: 77). Yatay analiz ile bir işletmenin finansal tabloları yan yana getirilerek, işletmenin finansal durumu hakkında değerlendirme yapılabilir (Yıldırım, 2016: 90). Yatay analiz sayesinde; bilançoda yer alan değerlerin nominal artış ve azalışlardan ziyade, yıllar içerisinde gösterdikleri gelişim eğilimleri belirlenebilmektedir (Bakır ve Şahin, 2009: 170).

Yatay analiz yöntemiyle işletmenin; geçmiş ve mevcut durumu kıyaslanarak, geleceğine yönelik kararların alınmasını kolaylaştırır (Çabuk ve Lazol, 2018: 159). Yatay analiz; işletmenin yöneticilerine, işletmenin karlılığı ve özellikle verimliliği ile ilgili verileri sunması sebebiyle oldukça önemlidir (Yıldırım, 2016: 90).

Ancak tek başına yatay analiz yöntemi ile bir işletmenin finansal gelişimi hakkında yeterli ve sağlıklı bir analiz yapılması mümkün olamayabilir.

#### **a. Karşılaştırmalı Gelir Tablosunun Düzenlenmesi:**

Karşılaştırmalı gelir tabloları analizi ile farklı ekonomik koşulların etkilediği birden çok döneme ait gelir tablosu verilerinin birbirleri ile kıyaslanması ve bu tablolarda yer alan kalemlerin zaman içinde göstermiş oldukları değişikliklerin incelenmesi sağlanmaktadır.

İşletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki diğer işletmelerin ve içinde bulunulan ekonomik koşulların dikkate alınması, finansal analiz neticesinde yapılacak yorumların isabetli olması açısından önemlidir (Savcı, 2017: 165).

#### **5. Eğilim Yüzdeleri Yöntemi ile Analiz (Trend Analizi)**

Trend analizi; yıllar içerisinde mali tablo kalemlerinin eğilim yüzdelerinin tespiti ile işletmenin mali seyrinin takibini ve birbirleriyle ilişkilerinin anlaşılabilmesini kolaylaştırır (Gençoğlu, 2014: 85). İşletmenin yıllar içerisinde gösterdiği gelişimi gösteren eğilim yüzdeleri yöntemi ile analiz, yatay yüzde analizi olarak da adlandırılır (Bakır ve Şahin, 2009: 159) Eğilim yüzdeleri yöntemi ile birbirini takip eden dönemlere ait mali tablolarda bulunan kalemlerin, baz alınan yılın verilerine dayanılarak değişimleri tespit edilmektedir. Analizin kalitesi açısından; baz alınan yılın, mali sonuçları işletmenin normal faaliyetine uygun şekilde yansıtan bir yıl olması önemlidir (Yıldırım, 2016: 114)

Tek başına trend analizi yöntemiyle de bir işletmenin finansal gelişimi hakkında yeterli ve sağlıklı bir analiz yapılması mümkün olmayabilir.

#### **6. Oran Analizi (Rasyo Analizi)**

Oran analizi yöntemi ile mali tablolardaki verilerin göreceli etkileşimleri analiz edilerek bir işletmenin mali durumu hakkında bilgi edinilebilir (Bakır ve Şahin, 2009: 132). Oran analizi; işletmenin finansal durumunu, borç ödeyebilme kapasitesini ve varlıklarının verimliliğini göstermesinin yanında, işletme yöneticilerinin yönetim başarısı hakkında da fikir verebilmektedir. Ancak, oran analizi neticesinde çıkan oranlar değerlendirirken, işletmenin kendi oranları kadar faaliyet gösterdiği sektörün genel performansı da göz önünde bulundurulmalıdır (Çabuk ve Lazol, 2018: 201).

Oran analizinin bir hedefi de; bir işletmeyi sektörel anlamda kıyaslamanın yanında, içinde bulunduğu finansal durumu da göstererek, yöneticilerinin işletmenin geleceğine yönelik stratejiler belirleyebilmesine yardımcı olmasıdır (Yıldırım, 2016: 119). Ayrıca rasyo analizleri; işletmelerin finansal durumları ve faaliyet performansları hakkında çeşitli değerlendirmelere imkan sağladıklarından, dış analistlere işletmenin mevcut durumu ve yöneticilerinin etkinliği hakkında fikir verebilmektedir (Bakır ve Şahin, 2009: 131).

Oran analizi ile bir işletmenin geçmiş mali performansı incelenirken, bir yandan da işletmenin geleceğinin tahminlenmesinde faydalanılması hedeflenmelidir (Çabuk ve Lazol, 2018: 201).

#### **a. Karlılık Oranları**

Bir açıdan işletmenin yöneticilerinin etkinliğini de ölçen karlılık oranları, öncelikli olarak ise işletmenin yürüttüğü faaliyetler neticesinde elde edilen karın yeterliliğini ölçmektedir (Savcı, 2017: 204). İşletmenin karlılık oranları, faaliyet gösterdiği sektörün oranları ile kıyaslamalı değerlendirilmelidir (Bakır ve Şahin, 2009: 146). Ayrıca değerlendirme esnasında; işletmenin geçmiş karlılık oranları, bütçe hedefleri ve ekonomik koşullar da mutlaka dikkate alınmalıdır (Gençoğlu, 2014: 102-103). Karlılık oranları analizi, işletmenin mevcut sermayedarları yanında ortak olmayı düşünen taraflar açısından da önemlidir (Yıldırım, 2016: 136-137).

Net karın özsermayeye bölümüyle hesaplanan özsermaye karlılığı ise; sermayedarlar açısından sermayenin karlılığını ölçen orandır (Yıldırım, 2016: 137). Özsermayedeki artışlar elde edilen net kar ve sermayedarlar tarafından sağlanan ek sermaye ile gerçekleşirken, düşüşler ise oluşan net zarar ve sermayedarların sermaye azaltımından kaynaklanmaktadır (Meigs R.F. & Meigs M.A. & Bettner M. & Whittington R., 1996: 115) Özsermaye karlılığı, işletmenin başarısının da ölçüsüdür (Savcı, 2017: 205). Vergiden sonra oluşan karı esas alan özsermaye karlılığı oranının yüksek olması olumludur (Çabuk ve Lazol, 2018: 224).

Özsermaye karlılığı, en sık kullanılan kârlılık oranlarından biridir (Bakır ve Şahin, 2009: 147). Bu rasyo kullanılarak; şirkete koyulan sermayenin verimli ve etkin kullanılıp kullanılmadığı anlaşılmaktadır (Akçan ve Yaslıdağ, 2019: 15) Bir



işletmenin zkaynak kârlılığını artırabilmesi, giderlerini azaltarak ve net satışlarını artırmasına bağlı olarak toplam satış kârlılığını artırmasına ve/veya zkaynak devir hızını artırmasına bağlıdır. (Gençoğlu, 2014: 102-103).

#### **b. Maliyet/Gelir Oranı**

Bir işletmede ilgili finansal raporlama dönemi içerisindeki toplam maliyetlerin elde edilen toplam gelirlere oranıdır. Özellikle banka ve finansal sektör firmalarında bir birim gelir elde etmek için yapılan maliyeti gösterdiğinden, eş mali tablo dönemleri içerisinde firmalar arasında operasyonel verimliliği kıyaslamak amacıyla kullanılmaktadır.

Gerek ABD gerekse de Avrupa merkezli PYş'ler incelendiğinde; bu şirketlerin değerlemelerinde iki önemli belirleyici olan, toplam fon yönetim creti seviyelerini ve gelir marjlarını kontrol ettikleri durumlarda, benzer çarpanlarla değerlemeye tabi oldukları görülmüştür (Bigelli ve Manuzzi, 2019: 103)



### **III. TÜRKİYE’DE PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN FAALİYET ALANLARI, İLGİLİ MEVZUAT VE İLİŞKİLİ KURUMLAR**

#### **A. Türkiye’de Portföy Yönetim Faaliyetinin Gelişimi**

Türkiye’de 1981 yılında çıkarılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile Cumhuriyet dönemi öncesinden bu yana sürdürülen sermaye piyasası faaliyetlerinin çağdaş düzenlemelere kavuştuğu söylenebilir. Eş zamanlı olarak; Türkiye’de yatırım fonlarına ilişkin ilk düzenleme Temmuz 1981 tarihinde yapılmıştır. Buna rağmen, Aralık 1986 tarihine kadar SPK bununla ilgili bir tebliğ yürürlüğe koymamıştır. Söz konusu tebliğ ile ise yalnızca bankalara yatırım fonu kurma ve yönetme yetkisi verilmiştir.

Bu gelişmelerin sonunda ilk yatırım fonu, 1987 tarihinde T. İş Bankası A.Ş. tarafından kurulmuştur. T. İş Bankası A.Ş.’nin ardından diğer bankalar da yatırım fonları kurmaya başlamışlardır. Günümüzde sektördeki PYS’lerden en yüksek pazar payına sahip olanlar, genellikle sektörün ilk kuruluş yıllarında yatırım fonları kurarak sektöre giren, öncü bankaların sermaye gruplarına ait olanlardır.

Yatırım fonlarına ilişkin takip eden ikinci düzenleme ise 1992 yılında gerçekleştirilmiştir. Bu düzenleme ile takip eden dönemde düzenleme yetkisi SPK’ya tahsis edilmiştir (Pişkin, 2015: 10-11).

Osmanlı İmparatorluğu döneminde dahi farklı yapılar altında ve farklı ticari ürünlere odaklanmış yerleşik borsalar bulunmakla birlikte, bahsi geçen 2499 sayılı kanun sonrasında sermaye piyasası faaliyetlerinin ve ürünlerinin net bir şekilde tanımlandığı, denetim altına alındığını ve tüm bu faaliyetleri yönetebilmek ve denetleyebilmek amacıyla bir kamu kurumu kurulduğu görülmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanun ile kurulmuş olan SPK’nın görev alanı oldukça geniş olmakla birlikte bu tezin kapsamı içerisinde incelenecek olan

PYŞ'lerin tanımı ana faaliyet konusu fonların kurulması ve yönetimi olan ve sermaye piyasası kurumu şeklindedir (SPK, 2018). Bir PYŞ; sermaye piyasalarında aracılık faaliyetlerinde bulunamaz, mevduat toplayamaz (SPK, 2018) PYŞ'lerin gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonu kurmak ve yönetmek üzere kurulması da mümkündür. Gayrimenkul yatırım fonları, Türkiye'de kısmen yeni bir ürün olmakla birlikte, sektörün yatırımlarının, kurumsal finansman çerçevesinde daha profesyonel yönetilmesini sağlamaktadır (Özyeşil, 2022: 193)

PYŞ'lerin ana faaliyet konuları olan portföy ve fon yönetimi hizmetlerinin çerçevesi de bu kapsamda geçen süre içerisinde SPK tarafından belirlenmiş ve düzenlenmiştir. Ayrıca yine bahsi geçen bu faaliyetler çerçevesinde kullanılan tüm para ve sermaye piyasası ürünlerinin hukuksal altyapıları ve teknik özellikleri yine SPK tarafından yapılan yasal düzenlemeler neticesinde şekillenmiştir.

PYŞ'ler için SPK ana düzenleyici ve denetleyici kamu otoritesi konumunda olmakla birlikte ilişkili iş alanları sebebiyle Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) çeşitli yasal düzenlemeleri de doğrudan ve dolaylı olarak PYŞ'lerin faaliyetlerini etkilemektedir.

Türkiye'de yasal düzenlemeleri takiben; 1980'li yılların ikinci yarısı itibarıyla yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları kurulmaya başlanmış, ilk dönem kurulan fonların ve ortaklıkların portföyleri ise banka ve aracı kurumların çatısı altında yönetilmiştir.

## **B. Türkiye'de SPK Mevzuatına Göre Kurulan PYŞ'ler**

Türkiye'de SPK mevzuatında tarif edildiği şekilde kurulan ilk PYŞ 1997 yılında faaliyete başlamıştır. Takip eden yıllar içerisinde ise başta bankacılık gruplarının sermayedarlarının kurduğu PYŞ'ler olmak üzere birçok PYŞ faaliyet izni almıştır. PYŞ'lerin faaliyet izinlerini almalarını takiben yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarının yönetimlerini banka ve aracı kurumlardan devir almaya başlamışlardır. Ancak; SPK'nın 09/07/2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği-(III-52.1)" yürürlüğe girene kadar aracı kurumlar ve yatırım bankaları da yatırım ortaklığı ve

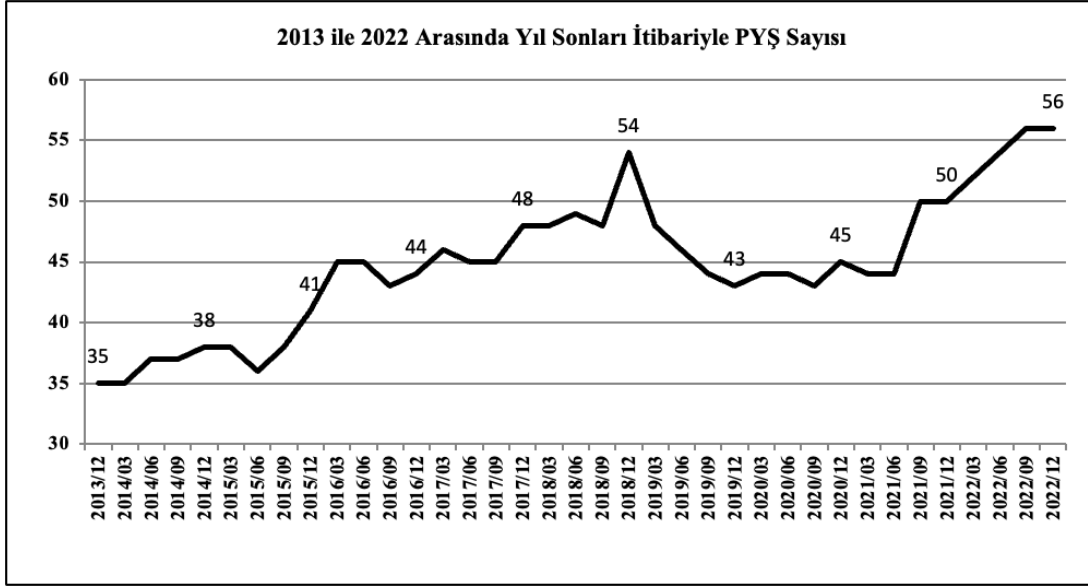
yatırım fonu yönetebilir konumlardı. Bu tarihten sonra ise sadece PYŞ'ler yatırım fonu yönetebilir konuma gelmişlerdir.

Ülkemizde sektörün oluşmaya ve gelişmeye başladığı 1997 ile 2003 yılları arasında global piyasalarda yaşanan Asya, Rusya ve Nasdaq Krizleri ile yurtiçi piyasaları derinden sarsan 1999 Gölcük Depremi, 2000-2002 yılları arasında yaşanan bankacılık krizlerine ve oluşan devalüasyona rağmen, yatırım fonlarının sayısı ve toplam yönetilen fon miktarı artmaya devam etmiştir. Asıl gelişim ise 2003 yılı sonunda bireysel emeklilik sisteminin devreye girmesi sonucu BES fonlarının kurulması ile yaşanmaya başlanmıştır. Bu aşamadan sonra BES fonlarının yüksek büyüme hızıyla gerek sektöre yeni PYŞ'lerin girişleri hızlanmış gerekse de toplam yönetilen fon büyüklüğünde artış yaşanmıştır.

2012 yılı içerisinde kredi derecelendirme kuruluşları olan Moodys, S&P ve Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir seviye olarak adlandırılan olumlu seviyelere çekmesi sonrası orta ve uzun vadeli ekonomik beklentilerin olumluya dönmesine rağmen 2013 yılı ikinci çeyreğinden itibaren gerek yurtiçinde yaşanan gelişmeler gerekse de Amerikan Merkez Bankası'nın 2008 finansal krizi sonrası hayata geçirdiği parasal genişlemenin biteceği yönündeki açıklamaları sonrası, sermaye piyasalarında önemli dalgalanmalar yaşanmaya başlamıştır. 2013 yılı nisan ayında yurtiçi tahvil piyasasında tek haneye kadar düşen gösterge faiz oranları yeniden yükselmeye başlamıştır.

Bu tarihten itibaren artan faiz oranları ve yükselen volatilité sebebiyle sektörün büyüme oranlarında bir süreliğine, göreceli bir yavaşlama görülmeye başlanmıştır.

Fakat buna rağmen sektördeki PYŞ sayısı artışı sürmüştür. 1997 yılından itibaren ilk dönem olarak adlandırabileceğimiz ilk 10 yıl içerisinde kurulan PYŞ'lerin ağırlığını bankacılık gruplarının sermayedarları olanlar oluştururken, ikinci dönem olarak adlandırılacak dönemde ise bunlara ek olarak herhangi bir bankacılık grubuna ait olmayan ve farklı mecralarda, bağımsız PYŞ'ler olarak da adlandırılan PYŞ'lerin kurulduğu gözlemlenmiştir.



Şekil 1. 2013 ile 2022 Arasında Yıl Sonları İtibariyle PYŞ Sayısı

Kaynak: TSPB

### C. Türkiye’de PYŞ’lerin Ana Faaliyet Alanları

Global piyasalarda bir PYŞ’nin büyüklüğü yönettiği toplam portföy ile ölçülmektedir. (Keler, 2008: 5). Ülkemizde PYŞ’lerin ana faaliyet konusu kolektif yatırım araçlarından yatırım fonları kuruluşu ve yönetimi olmakla birlikte buna ek olarak; emeklilik fonu, yatırım ortaklığı, bireysel portföylerin yönetimi ile servet ve yatırım danışmanlığı hizmeti verilmesidir.

#### 1. Yatırım Fonları

Türkiye’de 2003 yılında emeklilik fonları kurulmaya başlayana kadar PYŞ’lerin yönetimini üstlendikleri ana ürün grubudur. Fonlar, portföylerinde bulunan varlık sınıfları veya vade yapılarına göre türlere ayrılırlar. Gerek yurtiçinde gerekse de yurtdışında en çok tercih edilen fon türleri; hisse senedi, tahvil ve bono, para piyasaları, yurtdışı menkul kıymet, altın, borsa yatırım, endeks, serbest ve tüzel ile bireysel kişiye özel kurulan özel fonlardır.

Yurtiçinde uzun yıllardır yüksek seyreden faiz oranları ve yatırımcıların kısa vadeli yatırım tercihleri sebebiyle bahsi geçen bu fonların içerisinde en büyük payı ağırlıklı olarak fon portföyünün repo, para piyasaları ve kısa vadeli tahvil-bonolarda değerlendirildiği para piyasası fonlarında değerlendirildiği veya dağıtıcılar tarafından bu fonlara yönlendirildiği gözlemlenmektedir. Bu tür

fonların ortalama vadeleri kısa vadeli ve yatırım stratejileri, pasif yönetim esaslıdır.

Yatırım fonlarına giriş için genellikle minimum bir tutar olmaması ve küçük tasarrufların dahi bu fonlara yönlendirilebilmesi sebebiyle banka ve aracı kurum müşterileri tarafından geniş çapta tercih edildiği görülmektedir. TEFAS'ın hayata geçmesiyle sağlanan operasyonel kolaylıklar ve açık mimarinin, uzun vadede sektörde rekabette performansın öne çıkışını sağlaması beklenebilir.

Bu tezin incelediği 2013 ile 2022 yılları arasında Türkiye'de yatırım fonları için nihai vergilendirme, kaynağında kesinti esasına dayanan ve gelirden kesilen stopajdır. Yatırım fonu türüne göre stopaj oranları farklılıklar gösterebilir.

## **2. Bireysel Emeklilik ve Otomatik Katılım Sistemi Emeklilik Fonları (BES ve OTOBES Fonları)**

### **a. Bireysel Emeklilik Sistemi Fonları**

Gelişmiş ülkelerin hemen hemen tamamında kamu destekli sosyal güvenlik sistemlerini destekleyici ve vatandaşların emeklilik dönemlerinde ihtiyaç duyabilecekleri birikimlerin teşvik edilmesi, yönetilmesi ve kontrol edilebilmesi için çeşitli sistemler hayat geçirilmiştir. Bu sistemlerle vatandaşların tasarruflarının aynı zamanda yurtiçi sermaye piyasalarının derinleşmesine ve gelişimine de katkı sağladığı görülmektedir.

BES; ek bir emeklilik geliri ile katılımcıların emekliliklerinde refahlarının yükseltilmesine, yurtiçi sermaye piyasalarında uzun vadeli finansman kaynağı sağlanmasına, mali sektörün daha sağlıklı işlemesine ve piyasalardaki dalgalanmaların azalmasına destek olmaktadır.

OECD'nin verilerine göre 2018 sonu itibarıyla seçilmiş bazı üye ülkelerdeki emeklilik sistemlerine dahil fonların toplam büyüklükleri ve GSYH'lara kıyasla oranları aşağıda görülmektedir.

Çizelge 2. OECD üyesi seçilmiş ülkelerin emeklilik fonları büyüklükleri ve GSMH'ya oranları

Ülke	Emeklilik Fonları Büyüklüğü (Milyar \$)	GSMH'ya Oranı
Hollanda	1514,3	171
Avustralya	1810,3	132,6
Birleşik Krallık	2809,1	104,5
Kanada	1459,3	85,6
ABD	15637,3	76,3
Şili	193,1	70,2
İsrail	203,2	57,4
Danimarka	154,4	45,4
Japonya	1398,1	28,2
Meksika	168,3	14,1
Güney Kore	191,1	12
Portekiz	22,3	9,7
Çek Cumhuriyeti	20,9	8,9
İspanya	121,4	8,8
İtalya	153,4	7,6
Polonya	42,1	7,5
Belçika	37,5	7,3
Almanya	261,1	6,7
Avusturya	24,5	5,5
Macaristan	5,9	3,9
Türkiye	14,5	2,1
Fransa	19	0,7
Yunanistan	1,6	0,7

Kaynak: OECD, 2021

Ülkemizde de bu yönde yapılan çalışmaların neticesinde Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, Maliye Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı, SPP ve ilgili Sektör temsilcilerinin yaptıkları kapsamlı çalışmalar neticesinde 27/10/2003 tarihinde mevcut bireysel emeklilik sistemi ve emeklilik şirketleri hayata geçmiştir.

BES; birikim esasına dayalı, kişisel katkı ilkesi esaslı bir sistem olarak ilk kurulduğunda sisteme giriş isteğe bağlıydı. 27 Ekim 2003 tarihinde hayata geçen bu ilk gönüllülük esasına dayalı sisteme ilerleyen dönemlerde katılım; 1 Ocak 2017 tarihinden itibaren, 45 yaş altındaki tüm çalışanlara zorunlu hale gelmiştir (Oran, 2017: 126).

2003 yılı içerisinde kurulmaya başlanan bireysel emeklilik fonları, bu tarihten itibaren son derece yüksek bir büyüme hızıyla gelişim göstermiştir. 30/09/2014 itibariyle de emeklilik fonları toplam büyüklüğü ilk kez, yatırım fonları toplam büyüklüğünün üzerine çıkmıştır.



BES’de; yatırımcı olarak katılımcılar, kurucu olarak emeklilik şirketleri, fon yöneticisi olarak PYŞ’ler ve düzenleyici olarak kamu kurumları yer almaktadır. Hazine Müsteşarlığı ve SPK, BES’i denetleyen ve yöneten kamu kurumlarıdır (Oran, 2017: 127).

2013 yılında yürürlüğe giren BES mevzuatı çerçevesinde bu tür fonlara bir takvim yılı içerisinde yatırılan toplam tutarlara asgari ücretin yıllık toplam brüt miktarını geçmemek üzere %25 oranında devlet katkısı verilmesi düzenlenmiştir. Devlet katkısı olarak verilen tutarlar, yine sistem sistem çatısı altında kurulan devlet katkısı fonlarında değerlendirilmektedir.

Katılımcılar BES’de en az 10 yıl kalmaları ve 56 yaşını doldurmaları akabinde isterlerse sistemden emekli olabilirler. Emeklilik şirketleri; giriş aidatı ve katkı payları üzerinden yönetim gideri kesintisi tahsil edebilir (Oran, 2017: 127-128).

BES fonlarının türleri de yatırım fonu türleri ile büyük benzerlik göstermektedir; hisse senedi, borçlanma araçları, para piyasaları, yurtdışı menkul kıymet, altın, borsa yatırım, endeks ve tüzel kişilere özel kurulan özel fonlardır.

BES fonlarının alım ve satımı emeklilik şirketleri üzerinden yapılmaktadır. Bankalar yaptıkları acentelik sözleşmeleri çerçevesinde emeklilik şirketlerinin emeklilik poliçesi satışlarına aracılık etmektedirler.

2022 yılı sonu itibariyle sistemdeki toplam katılımcı sayısı 7,801,306 kişi ve toplam katılımcı fon tutarı 351,406 Milyon TL’dir (Emeklilik Gözetim Merkezi, 2023).

#### **b. Otomatik Katılım Sistemi Emeklilik Fonları**

1 Ocak 2017’de devreye giren otomatik katılım emeklilik (OKS) sisteminde kurulan fonların teknik anlamda diğer emeklilik fonlarından önemli farkları bulunmamakla birlikte tür bazında bazı farkları bulunmaktadır. Bu fonların toplam gider rasyoları ve yönetim ücretleri ise BES fonlarına kıyasla daha düşüktür. Kayıt altında olan çalışanlar için sisteme giriş mecburi olmakla birlikte eş zamanlı olarak çıkışa da izin vermesi, bu yeni sistemin beklenen büyümeyi gösterememesine sebep olmuştur.

OKS'nin ilgili hükümleri uyarınca, işverenler çalışanlarını sisteme dahil etmekle yükümlüdür. İşverenler; çalışanlarının, özel sektör için prime esas kazançlarının, kamu için ise emeklilik keseneğine esas aylığın en az %3'ünü sisteme otomatik olarak aktarırlar (Emeklilik Gözetim Merkezi, 2021).

### **3. Bireysel Portföy Yönetimi**

SPK mevzuatına göre kolektif portföy yönetimi harici olarak birey veya tüzel kişilerin portföyleri de portföy yöneticisi ve bu kişiler arasında imzalanacak bir portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yönetilmesi mümkündür. Bu tür yönetilen portföylerde bulunan tüm menkul kıymet ve yatırım araçlarının SPK'dan lisanslı bir saklamacı kuruluş altında saklanması mecburidir. Dolayısıyla yatırımcıların portföyleri, PYŞ'nin mali tablolarından ayrı tutulmakta ve izlenmektedir. SPK mevzuatına göre kolektif portföy yöneticiliğinden farklı olarak bireysel portföy yönetimi hizmeti de aracı kuruluşlar tarafından da verilebilir.

### **4. Yatırım Danışmanlığı**

Yatırım Danışmanlığı hizmetini portföy yönetimi hizmetinden ayıran en önemli unsur, PYŞ ile müşteri arasında imzalanan ilgili sözleşmede yer alan ve PYŞ'ye verilen yetki ile ilgilidir. Portföy yönetimi hizmetinden farklı olarak yatırım danışmanlığı hizmeti alan bir müşteri, PYŞ'den bilgi ve tavsiyeler almasına karşın nihai yatırım kararlarını kendisi verir, uygular ve neticede portföyünü kendisi yönetir.

### **5. Portföy Yönetim Şirketlerinin Verebileceği Diğer Hizmetler**

SPK'dan gerekli izinlerin alınmasına bağlı olarak PYŞ'ler servet yönetimi, araştırma hizmetleri, gayrimenkul, risk ve girişim sermayesi fonlarının ve yatırım ortaklıklarının yönetimi konularında da hizmet verebilirler.

Yurtiçinde kurulmuş, büyüme potansiyeline sahip ancak finansman ihtiyacı bulunan işletmeler girişim şirketi; bu işletmelere yatırım yapan kurumsal yatırımcılar ise girişim veya risk sermayesi yatırım ortaklığı adıyla anılır.

Bu tür yatırım ortaklıkları; yatırımda buldukları işletmelerin menkul kıymetlerine yatırım yaparak, işletmelere kaynak sağlarken eş zamanlı olarak

bahsi geçen menkul kıymetlerin likiditesini de arttırlar (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 137).

#### **D. İlgili Mevzuat**

Türkiye’de kurulu olan PYS’ler ile ilgili yasal mevzuat doğrudan SPK, dolaylı olarak ise BES ve OKS sebebiyle T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü ve sermaye piyasası mevzuatında dağıtım kuruluşları olarak ifade edilen kuruluşlar arasında bulunan ve diğer taraftan yine aynı mevzuatta saklama kuruluşu olarak hizmet veren kurumlar arasında yer alan bankalar sebebiyle BDDK olarak belirtilebilir.

Ek olarak; ülkemizde güncel mevzuat çerçevesinde sadece sadece PYS’ler tarafından kurulup yönetilebilen yatırım fonları ilgili olan; “Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ (II-14.2)” 30/12/2013 Tarih ve 28867 (Mükerrer) sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır, “Bireysel Portföylerin ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirilmesine Ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarını Notlandırma ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (VII-128.5)” 17/12/2013 tarih ve 28854 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

Ayrıca; “Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber”, “Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.2)”, “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3)”, “Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4)”, “Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği (III-56.1)” gibi düzenlemeler de doğrudan PYS’lerin faaliyet konuları ile ilgili diğer düzenlemelerdir.

#### **1. Portföy Yönetim Şirketleri Tebliği**

PYS’ler açısından esas düzenleyici kurum olarak ifade edilebilecek SPK’nın PYS’lerin faaliyetlerine ilişkin olarak sunduğu ana ve güncel mevzuat olarak kabul edilebilecek 02/07/2013 tarihli ve 28695 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan “Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği (III-55.1)” tebliğidir.

İlgili tebliğin PYS'lerin organizasyon yapıları, sermaye ve personel şartları ile faaliyet alanları ile ilgili hükümleri bu tez için önem arz etmektedir ve Ek'ler bölümünde Ek.1'de "Portföy Yönetim Şirketleri Tebliği", tez ile ilgili maddeler adı altında yer almaktadır (Resmi Gazete, 2021).

## **2. Yatırım Fonları Tebliği**

Bu tez esnasında güncel ve geçerli tebliğ; SPK'nın 09/07/2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği-(III-52.1)" yatırım fonlarının tabi olduğu temel yasal çerçeveyi belirleyen tebliğdir.

Bu tebliğ ile yatırım fonlarının kuruluş ve ihraç şartları ile fon türleri belirlenmiş; ayrıca fonların yönetimi, denetimi ve bu fonlar kapsamında kamunun aydınlatılması hakkında uygulanacak yöntemler belirtilmiştir (Resmi Gazete, 2021).

## **3. Bireysel Emeklilik Sistemi ile İlgili Mevzuat**

BES; çeşitli Bakanlıklar ve T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından gözetilmektedir.

Bu tez esnasında BES Fonları ile ilgili olarak SPK'nun alanına da giren güncel ve geçerli yönetmelik ise 13/03/2013 tarihli ve 28586 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren "Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik"tir. İlgili yönetmelik ile BES Fonlarının; kuruluş ve ihraç şartları ile fon türleri belirlenmiş; ayrıca fonların yönetimi, denetimi ve bu fonlar kapsamında kamunun aydınlatılması hakkında uygulanacak yöntemler belirtilmiştir (Mevzuat Bilgi Sistemi, 2023).

Ek'ler bölümünde Ek.2'de, tez ile ilgili kanun ve tebliğler yer almaktadır.

## **E. Kamu ve Özel Saklamacı Kuruluşlar**

Finansal varlıkların; yatırımcıları adına, çalınma veya kaybolmaya karşı elektronik veya gerektiğinde fiziki ortamda koruyan ve saklayan finansal kurumlara, saklamacı kuruluş denilmektedir.

Türkiye’de gerek kamu kurumları gerekse de özel finansal kurumlar tarafından saklama hizmeti verilebilmektedir.

### **1. İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank A.Ş.)**

Takasbank; 1992 yılında kurulmuştur ve 1996 yılında bankacılık lisansı almıştır. Ana sermayedarı Borsa İstanbul A.Ş.’dir. Banka ilgili mevzuat kapsamında takas ve saklama hizmeti sunmaktadır. Yurtiçinde kurulan tüm yatırım ve BES Fonlarının varlıklarının nihai saklayıcısıdır (Takasbank, 2018).

### **2. Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK)**

Türkiye’de tüm fonların yatırımcılarına ait paylara ilişkin elektronik kayıtlar MKK tarafından kaydi sistem altında tutulmaktadır (Yeşilürdü, 2012: 40). MKK’nın ana hissedarı ise Takasbank A.Ş.’dir, diğer hisseleri ise Borsa İstanbul A.Ş ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliğinde bulunur.

### **3. Özel Saklamacı Kuruluşlar**

Fon portföyünde bulunan tüm menkul kıymetler, bir saklamacı kuruluş tarafından saklanmaktadır. Saklayıcı; fon varlıklarını gözeterek, portföyündeki varlıkların fonun lehine yönelik olarak değerlendirilmesinden ve güvenli şekilde saklanmasından sorumludur (Yeşilürdü, 2012: 38).

PYŞ’lerin yönetimi altındaki fon ve portföylerde yer alan tüm sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve finansal varlıkların SPK’dan gerekli izinleri almış bir saklamacı kuruluş tarafından saklanması zorunludur.

İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş haricinde SPK tarafından yetkilendirilen banka ve aracı kuruluşlar da bu hizmeti verebilirler. SPK’nın III-56.1 sayılı “Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği” çerçevesinde, bahsi geçen bu hizmetin kapsamı ve şartları belirlenmiştir (Resmi Gazete, 2018)

Saklama ücreti ise fonların, portföylerindeki menkul kıymetlerin ve varlıkların saklamacı kuruluş tarafından güvenle saklanması karşılığında ödedikleri ücretlerdir (SPK, 2018).

## **F. Portföy ve Fon Hizmet Birimleri**

Ülkemizde; ilgili mevzuat çerçevesinde, fonların yönetsel ve operasyonel işleyişinin doğru şekilde yürütülebilmesi amacıyla bir fon hizmet birimine sahip olmaları zorunludur. Bu birim; fon kurucusu, yöneticisi veya dış hizmet sağlayan farklı bir kurum nezdinde, fonun operasyonel işlerinin mevzuata uygun şekilde yürütülmesinden sorumludur (Yeşilürdü, 2012: 41).

PYŞ'ler fon hizmet birimlerini kendi bünyelerinde oluşturulabilecekleri gibi dışarıdan hizmet alımı kapsamında banka veya aracı kuruluşlardan da sağlayabilirler.

Yatırım fonları ve bireysel portföy yönetimlerine ait fon/portföy operasyon ücretleri PYŞ'ler tarafından ödenir ve fon/portföy muhasebesine yansıtılmaz.

Emeklilik fonlarının fon operasyon giderleri ise emeklilik şirketleri tarafından ödenmektedir.

## **G. İlişkili Kurumlar**

### **1. Portföy Yönetimi İş Birliği Yapılan Diğer Portföy Yönetim Şirketleri**

PYŞ'ler kurucusu veya yöneticisi oldukları fon veya portföylerin yönetimi esnasında başka PYŞ'ler ile de iş birliğine gidebilir ve başka PYŞ'leri SPK'dan gerekli izinlerin alınmasını müteakip, alt portföy yöneticisi olarak atayabilirler. Özellikle farklı uzmanlık gerektiren fon ve portföy türlerinde, bu yönetime başvurulmaktadır.

### **2. Emeklilik Şirketleri**

Ülkemizde ilgili mevzuat çerçevesinde sadece PYŞ'ler tarafından yönetilebilen emeklilik yatırım fonları yine ilgili mevzuat çerçevesinde sadece emeklilik şirketleri tarafından kurulup, payları ihraç edilebilmektedir. Bu özellikleri sebebiyle de kurucu sorumluluğu ile ilgili yükümlülükler anlamında yatırım fonlarından ayrışmaktadırlar.

### **3. Bağımsız Denetim Şirketleri**

Bu tezin kapsamı içerisindeki bankalar, aracı kuruluşlar, PYŞ'ler, emeklilik şirketleri, yatırım fonları, emeklilik fonları ve yatırım ortaklıklarının finansal

tablolarını ilgili mevzuat çerçevesinde denetleyerek belirlenen şekil ve sürelerde denetim raporlarını kamu otoriteleri, denetlenen kurumların sermayedar, yönetici ve ilgili Birimleri ile kamuoyuna sunan ve açıklayan ana işlevi denetim faaliyeti olan Şirketlerdir.

Her fon kurucusunun; fonlarıyla ilgili işlemleri vekil sıfatıyla yürütmek üzere her fon özelinde, en az üç kişiden oluşan bir fon kurulunu oluşturması zorunludur. Ancak bir fon kurulu, birden fazla fondan da sorumlu olabilir (Yeşilürdü, 2012: 41).

Fonlar; yıllık bazda bağımsız denetimden geçmektedirler ve bağımsız denetçilere ödenen ücretler, fon portföyünden ödenmektedir (SPK, 2018).

Yatırım fonlarına benzer şekilde emeklilik fonları ve yatırım ortaklıklarının; bu fon ve ortaklıkların denetimi ile sınırlı denetim faaliyetlerinden oluşan ücretler, fon ve ortaklıkların portföylerinden karşılanabilir.

Ancak bankalar, aracı kuruluşlar, PYS'ler ve emeklilik şirketleri; kendi mali tabloları ile ilgili bağımsız denetim ücretlerini kendi finansal tablolarından karşılamak zorundadırlar.

## **H. Dağıtım Kanalları**

Ülkemizde yatırım fonları ile emeklilik fonlarının dağıtım kanalları büyük ölçüde benzerlik göstermektedir. Her iki fon türü için de ana dağıtım kanalları bankalardır.

Bunun en önemli sebebi her iki fon türüne de yatırım yapan yurtiçi tasarruf sahiplerinin çok büyük kısmının ana finansal aracıları konumunda bankaların bulunmasıdır.

### **1. Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (TEFAS)**

Gelişmiş ülkelerde yatırım fonlarının alım ve satımı için etkin platformlar kurulmuştur. Bu platformlar sayesinde, fon kurucuları ve yöneticileri tüm fon payı işlemlerini hızlı ve kolay bir biçimde gerçekleştirmektedirler. Benzer şekilde yatırımcılar da bu platformlar üzerinden fon payı alım satım işlemlerini gerçekleştirebilmektedir.

Bir tür fon süpermarketi olarak adlandırılabilen fon platformları sayesinde, fon piyasasında rekabet ve verimlilik artmış, neticede fon piyasasının gelişimi hızlanmıştır.

Avrupa Birliği ülkelerinde iki fon platformu aktif olarak çalışmaktadır. Bunlar; Belçika'da bulunan Euroclear tarafından oluşturulmuş FundSettle36 ve Lüksemburg bulunan Clearstream tarafından oluşturulan Vestima+37 fon platformlarıdır.

Yatırım fonlarının; rekabet temelli ortamda, yatırımcılar tarafından ulaşılabilir olması amacıyla ülkemizde de TEFAS hayat geçirilmiştir (Pişkin, 2015: 38-40).

09/01/2015 tarihinde hayata geçen TEFAS sayesinde platforma üye tüm PYŞ'lerin kurucusu olduğu yatırım fonlarının katılma paylarının yine platforma üye tüm banka ve aracı kuruluşların müşterileri tarafından elektronik ortamda alınıp satılması, takasının ve saklamasının otomatik olarak gerçekleşmesi sağlanmıştır.

Yatırım fonları pazarının rekabete açılması, müşterilerin tasarruflarının bulunduğu banka ve aracı kuruluş çatısı altında istedikleri PYŞ'nin kurucusu ve yöneticisi olduğu yatırım fonlarına ulaşabilmesi açısından önemli bir adım olarak değerlendirilmelidir.

Platforma bu tezin yazıldığı dönemde serbest fonlar ile döviz cinsi fiyat açıklayan yatırım fonları dahil edilmemektedir. Ayrıca PYŞ'ler kurucusu ve yöneticisi oldukları para piyasası fonlarını ve kısa vadeli tahvil bono fonlarını platforma kaydettirmeme hakkına sahiptirler. Bunlar haricinde tüm yatırım fonlarının platforma kaydedilmesi zorunludur.

Bankalar ve aracı kuruluşlar kendi bünyelerinde hizmet verdikleri mecralarda müşterilerinin TEFAS'a erişimine imkan tanımak zorundadırlar. PYŞ'ler aynı zamanda platformda dağıtıcı konumundadırlar.

TEFAS platformunda işlem gören tüm yatırım fonları için geçerli ve ikili anlaşmalarla serbestçe belirlenebilecek fon yönetim ücreti dağılımı kuralına göre, hiçbir şart altında herhangi bir yatırım fonu için PYŞ'nin alacağı pay %35'den az olamaz.



TEFAS'a dahil olmayan diğ er yatırım fonları için PYS'ler lehine herhangi bir minimum fon yönetim ücreti dağılım oranı kuralı bulunmamaktadır.

## **2. Bankalar, Aracı Kuruluşlar ve Yatırım Bankaları Vasıtasıyla Yatırım Fonu Katılma Paylarının Alım ve Satımı**

Bankalar ve aracı kuruluşlar; gerek TEFAS üyeliğ i kapsamında gerekse de TEFAS'a kayıtlı olmayan diğ er yatırım fonları için PYS'ler ile ikili anlaşmalar yoluyla yatırım fonu dağıtım hizmeti vermektedirler. Aynı zamanda bu kuruluşlar, yatırım fonlarından müşteriler tarafından elde edilen gelirler üzerinden kesilmesi gereken stopajları da Maliye Bakanlığ ı adına tahsil etme yükümlülükleri bulunmaktadır.

## **3. Bireysel ve Otomatik Katılım Emeklilik Sistemi Kapsamında Emeklilik Yatırım Fonu Katılma Payı Alım ve Satımı**

Emeklilik şirketleri kendi bünyelerinde, müşterilerine emeklilik fonu katılma payı alım ve satımı gerçekleştirmekle birlikte, daha geniş dağıtım ağına sahip bankalar ile anlaşmalar yoluyla potansiyel müşterilere ulaşma alternatifine başvurumaktadırlar.

Bu çerçevede bankalar, emeklilik fonlarının kurucusu konumundaki emeklilik şirketleri ile ikili anlaşmalar yoluyla emeklilik fonu katılma paylarının alım ve satımına aracılık ederler.

## **İ. Borsa Yatırım Fonlarının Borsa İstanbul Pay Piyasası Aracılığ ıyla Dağıtımı**

Borsa yatırım fonları olarak adlandırılan türe ait yatırım fonlarının katılma payları, pay senetlerine benzer şekilde pay senedi alım satımı yapılabilen borsalarda işlem görebilmektedir. Genellikle bir endekse dayalı menkul kıymetlerin yer olduğ u bu tür fonların, borsalar üzerinden ulaşım ve anlık fiyattan nakite dönüşüm opsiyonları sebebiyle her geçen gün sayısı ve hacmi artmaktadır.



## IV. YURTIÇİ TASARRUFLARIN PORTFÖY YÖNETİMİ SEKTÖRÜNE ETKİLERİ VE SEKTÖRÜN GELİŞİMİ, SEKTÖRÜN GELİR KAYNAKLARI ANALİZİ

### A. Yurtiçi Tasarrufların Yapısı ve Gelişimi

Gelirden harcamalar düştükten ve vergiler ödendikten sonra kalan kısmına birikim denir. Bu birikimler finansal sistem içinde bulunması durumunda ise tasarruf olarak adlandırılır (Demirci, 2019: 12).

Bu anlamda öncelikle finansal sistem içerisinde yer alan verileri dikkate alan tasarrufların, yapısını ve gelişimini incelemek yerinde olacaktır.

Yurtiçi özel tasarruf eğilimlerinde; yurtiçi ekonomik büyüme performansı, finansal piyasalar ve sitemin gelişmişliği, enflasyon seviyesi ve trendi, reel faizlerin seviyesi ile demografik unsurlar önemli ölçüde belirleyici olurken; kamu tasarruflarını belirleyen etkenler ise vergi gelirleri, bütçe performansı ve kamu harcamaları olarak belirtilebilir.

Türkiye’de uzun yıllardır süren yüksek enflasyon ve yüksek faiz süreci neticesinde; yurtiçi yatırımcıların öncelikli yatırım tercihi, mevduat olmuştur.

Yurtiçi toplam mevduat hacminin gelişimi aşağıdaki çizelgede verilmektedir.

Çizelge 3. 2013 ve 2022 yılları arası yılsonları itibarıyla yurtiçi toplam mevduat hacmi gelişimi

Milyar TL	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
MEVDUAT	943	1.058	1.251	1.463	1.713	2.037	2.475	3.308	5.012	8.438

Kaynak: TBB

Yurtiçi toplam mevduatlara bu tezin konusu olan PYS’lerin yönetimi altındaki toplam tutarın oranı ise yıllar itibarıyla aşağıdaki çizelgede görülmektedir. Az da olsa bu oranın yükseldiği gözlemlenmektedir.

Çizelge 4. 2013 ve 2022 Yılları Arasında Yılsonları İtibarıyla PYŞ'lerin Yönetimi Altındaki Toplam Büyüklüğün Yurtiçi Toplam Mevduatlara Oranları

Milyar TL	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
MEVDUAT	943	1.058	1.251	1.463	1.713	2.037	2.475	3.308	5.012	8.438
PYŞ BÜYÜKLÜK	65	82	101	122	159	173	284	365	653	1569
YÜZDESEL ANALİZ	6,89%	7,75%	8,08%	8,34%	9,28%	8,49%	11,47%	11,03%	13,03%	18,59%

Kaynak: TBB ve TSPB

Dolarizasyon; yurtiçi yerleşiklerin kendi yerel para birimleri ile birlikte, değişim aracı, hesaplama birimi ve birikim aracı olarak yabancı para birimlerini kullanmayı tercih etmeleridir.

Türkiye’de de yurtiçi yatırımcıların tasarruflarının önemli bir kısmını döviz cinsi hesaplarda değerlendirmeyi tercih ettiği gözlemlenmektedir. Bu sebeple de yurtiçi tasarruf sahiplerinin TL’ye duydukları güvenin yüksek seviyede olmadığı izlenimi edinilebilir.

TBB verilerine göre bankacılık sektöründeki TL ve YP cinsi mevduatların ağırlığını gösteren aşağıdaki çizelge durumun tespiti açısından oldukça açıklayıcıdır.

Çizelge 5. 2013 ve 2022 Yılları Arasında Yurtiçi Mevduatların Ağırlıkları

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TL ORANI	66,99%	66,65%	60,95%	61,56%	59,69%	56,44%	54,73%	55,54%	46,36%	61,93%
YP ORANI	33,01%	33,35%	39,05%	38,44%	40,31%	43,56%	45,27%	44,46%	53,64%	38,07%

Kaynak: TBB

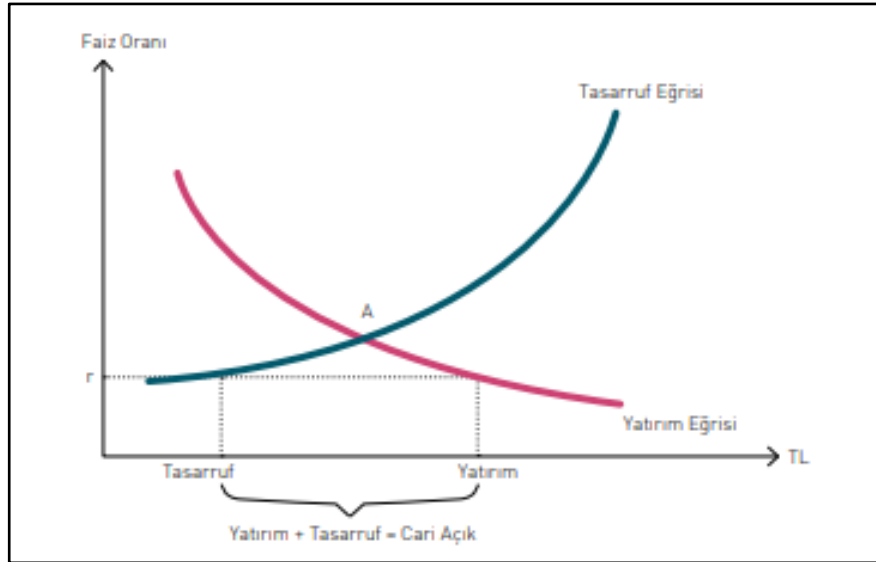
Finansal sistem içerisinde yer almayan yurtiçi birikimlere ise genel bir ifadeyle yastıkaltı tasarruflar adı verilir. Yastıkaltı tasarrufların büyüklüğü ülkemizde net olarak hesaplanamamakla birlikte, yüksek olması sebebiyle tüm finansal piyasalar üzerinde etkisi vardır. Bu tasarruflar; TL’nin yanısıra YP ve kıymetli madenler olarak da saklanmaktadır. Ülkemizde, kıymetli madenlerin öncelikli tercih edilen bir yatırım aracı olduğu bilinmektedir (Demirci, 2019: 66).

TCMB’nin 2018 tarihli Finansal İstikrar Raporunda, ülkemizde yaklaşık 2200 ton yastık altında altın olduğunun tahmin edildiği belirtilmiştir (TCMB, 2021).

Türkiye ekonomisinin genel anlamda yüksek dış ticaret açığına bağlı, sürekli cari açık yaratan bir yapıya sahip olduğu bilinmektedir. Bu aşamada cari denge ile yurtiçi tasarruf arasındaki ilişkiye de yer vermek gerekecektir.

Yurtiçi tasarruflar ile cari denge ilişkisinin ise; özel kesim tasarruf-yatırım dengesi ile vergi gelirleri ile kamu kesimi tasarruf-yatırım dengesinin toplamından oluştuğu söylenebilir.

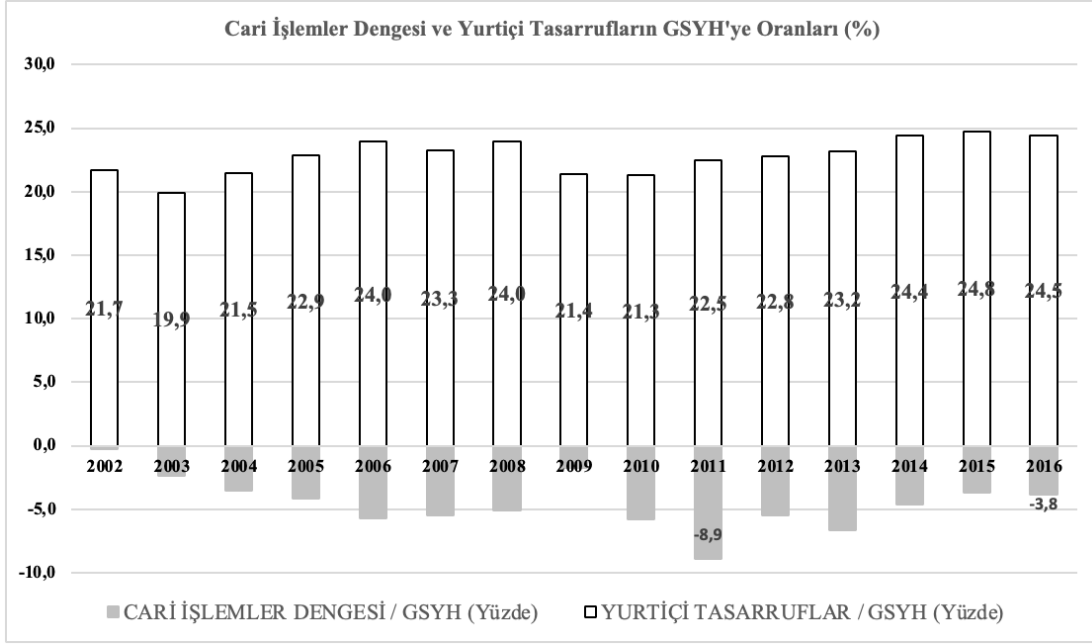
Aşağıdaki şekilde görüleceği üzere özel tasarruf dengesi ile bütçe dengesinden oluşan toplam tasarruf-yatırım dengesi; reel faiz oranı olarak belirtilen  $r$  düzeyinde, A noktasında cari işlemler dengesini vermektedir. Şekilde, yatırım ve tasarruf eğrileri arasındaki fark ise cari açığı göstermektedir.



Şekil 2. Tasarruf – Yatırım Dengesi ve Cari Denge

Kaynak: Tasarruf-Yatırım Dinamikleri ve Cari İşlemler Dengesi Gelişmeleri  
TCMB, 2015

Dolayısıyla cari denge ve yurtiçi tasarruflar arasında da kuvvetli bir ilişki olduğu görülmektedir. Düşük cari açık dönemleri yurtiçi tasarrufların nispeten yüksek seyrettiği dönemlerdir.



Şekil 3. Cari İşlemler Açığı ve Yurtiçi Tasarrufların GSYH'ya Oranları

Kaynak: SBB

Tasarruf eğilimleri üzerinde yurtdışı sermaye akımlarının etkisi ise ters orantılı olabilir. Yurtdışı kaynaklı sermaye girişlerine bağlı olarak gerileyen faiz oranları ve reel olarak değer kazanan TL sebebiyle, tüketim ve yatırım harcamaları artış gösterebilir, dolaylı olarak da yurtiçi tasarruf eğilimleri olumsuz etkilenebilir.

## B. Yurtiçi Tasarrufların Sektörün Gelişimine Etkileri

Kolektif yatırım araçları arasında ilk sırada gelen yatırım fonları sektöründe bu fonların işlem gördükleri global fon merkezleri, üç ana kategoride sınıflandırılabilir.

İlk grup New York, Londra ve Tokyo gibi fon yönetim şirketlerinin ağırlıklı olarak yer aldığı merkezler; ikinci olarak ağırlıklı olarak fon müşterilerinin tasarruflarının ve yatırımlarının bulunduğu fon dağıtım merkezleri olarak adlandırılan Zürih, Cenevre, New York, Londra, Tokyo ve Singapur; üçüncü ve son olarak ise fon operasyon merkezlerinin bulunduğu Lüksemburg ve Malta gibi ülkelerdir.

Bunların haricinde özellikle içlerinde Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde fon ve portföy yönetimi sektörlerinin gelişimi önemli ölçüde

global sermaye akımları sayesinde değil ağırlıklı olarak yurtiçi tasarruf eğilimlerine bağlı olarak gelişim göstermektedir.

Tasarrufları artıran ve tasarruf sahiplerine kazandıran etkin fon yönetimi, global piyasaların temeli oluşturur. Ülkemizde ise fon yöneticiliğinin henüz gelişim aşamasında olduğu söylenebilir (Akıncı, 2014: 72).

### **C. Bankacılık Sektörü ile Etkileşimi**

Ülkemizde bankacılık sektörünün bilanço gelişimi içerisinde özsermaye haricinde en önemli pasif kalemleri, yurtiçinden toplanan mevduatlar ve ihraç edilen tahvil ve bonolar ile elde edilen kaynaklardır. Bunları yurtdışından sağlanan dış borçlanma kaynakları takip etmektedir.

Bankacılık sektörü ekonomide önemli bir rol üstlenmektedir, sektör bu anlamda ekonomiyi etkilediği gibi, faaliyet gösterdiği ekonomideki bazı değişkenlerden de etkilenmektedir (Dursun ve Bozkır, 2018: 244)

Ülkemizde gerek yatırım fonları gerekse de emeklilik fonlarında bu yatırım ürünlerinin yatırımcılara ulaşması noktasına ana dağıtıcı konumunda yine bankalar yer almaktadır. Bu sebeple de bankacılık sektörünün mali yapısı, karlılık seviyesi, likiditesi ve stratejik öncelikleri bu yatırım ürünlerinin yatırımcılara önerilmesi noktasında önem arz etmektedir.

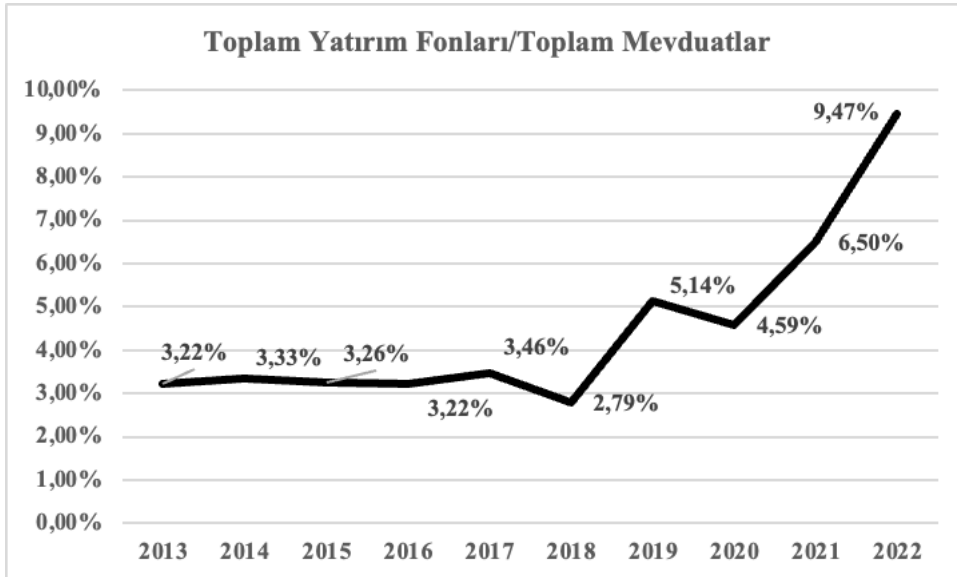
Bankalar tarafında çok sayıda rasyo analizi bulunmakla birlikte, bu analizlerin yorumlanması noktasında temel alınan rasyolar sınırlıdır (Akçan ve Yaslıdağ, 2019: 144).

Gerek yatırım fonları gerekse de BES fonlarında ve hatta bireysel portföy yönetiminde yatırıma yönlendirilen tutarların önemli bir bölümü, bankaların bilançolarında yer almayan menkul kıymetlerde değerlendirilmektedir. Dolayısıyla bu yatırım ürünlerinin satışlarına aracılık neticesinde elde edilen gelirler bankaların gelir tablolarında yer alırken ortaya çıkan hacimler ise banka bilançolarında yer almamaktadır. Bu da, bilanço önceliklerinin gelir tablosu önceliklerinin önüne çıktığı dönemlerde sektörün gelişimini olumsuz etkilemektedir.

Buna karşın, yine bankaların bilançolarında aktif tarafta yer alan ana kalem durumundaki krediler ile pasif tarafta yer alan ana kalem durumundaki mevduatların ortalama faiz seviyeleri arasındaki farktan hesaplanan kredi mevduat marjı olarak adlandırılan farkın seviyesi ve gelişim trendi de bankaların PYŞ'lerin sunduğu veya yönettiği yatırım ürünlerine olan ilgisini etkilemektedir.

Yatırım fonları, BES fonları ve bireysel portföy yönetimi hizmetlerinden komisyon paylaşımı neticesinde bankalara kalan pay bahsi geçen bu marjın belirgin şekilde altında kaldığında, bankaların önceliğinin yatırımcılarını mevduat ürünlerine yönlendirmek yönünde olması, karlılık beklentisi öncelikli olduğunda, doğal görünmelidir.

Tüm bunlara bağlı olarak bankaların bilanço likiditelerinin ve bilanço marjı olarak adlandırılabilir karlılık üzerinde etkili kredi ile mevduat arasındaki yüzdesel farkın PYŞ Sektöründeki büyüme üzerinde dönemsel olarak etkili olduğu söylenebilir. Şekil 4'te 2013 ile 2022 yılları arasında, yatırım fonlarının toplam büyüklüğünün, bankacılık sektörü toplam mevduatına oranı görülmektedir. 2020 yılından itibaren bankacılık sektörüne yönelik, mevduat rasyolarını hedefleyen mevzuat değişikliklerinin, yatırım fonları sektörü üzerinde olumlu etki gösterdiği gözlenmektedir.



Şekil 4. Yatırım Fonlarının Bankacılık Sektörü ile Etkileşimi

Kaynak: TSPB, TBB



## 1. Kredi Mevduat Oranlarının Seyri

Bankaların bilanço bazında likidite seviyelerini belirlemekte yaygın şekilde kullanılan bir oran niteliğindedir. Genel olarak %100'ün üzerindeki seviyelerde seyreden, uzun süreli kredi büyümesi trendlerinde bankaların yatırımcıları mevduat ve banka bonusu harici ve bilanço dışı yatırım araçlarına yönlendirme konusunda isteklerinin azalması doğaldır.

TBB tarafından açıklanan veriler ışığında 2013-2022 yılları arasında ülkemizde faaliyet gösteren mevduat toplamaya yetkili bankaların konsolide kredi mevduat oranları aşağıdaki çizelgede verilmektedir.

Çizelge 6. 2013 ile 2022 Yılları Arasında Türkiye Bankacılık Sektörü Kredi/Mevduat Oranları

Milyar TL	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
KREDİLER	956	1.116	1.359	1.592	1.924	2.208	2.413	3.240	4.459	6.808
MEVDUAT	943	1.058	1.251	1.463	1.713	2.037	2.475	3.308	5.012	8.438
KREDİLER/MEVDUATLAR	101%	106%	109%	109%	112%	108%	97%	98%	89%	81%

Kaynak: TBB

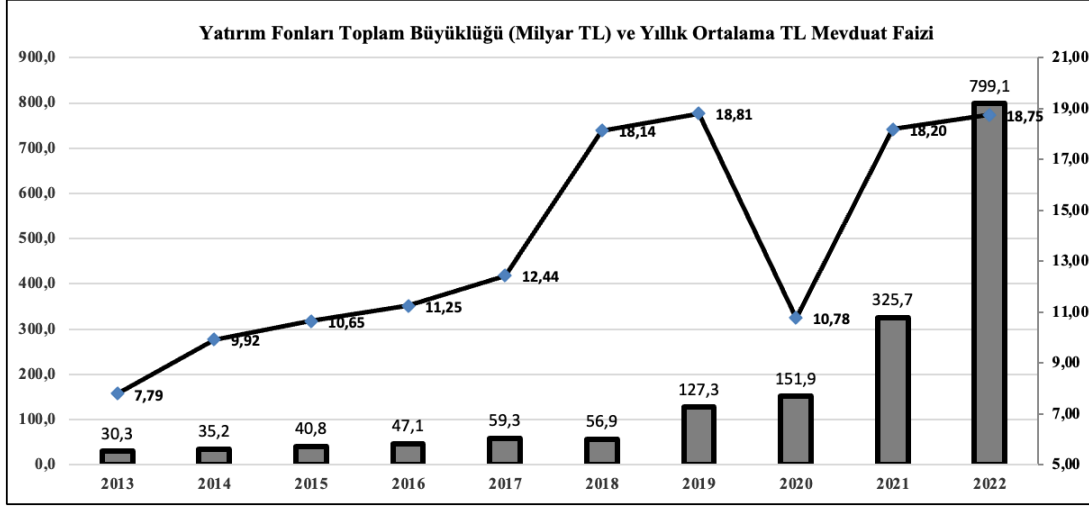
TBB'nin 2018'de yayınlanan Uluslararası Karşılaştırmalı Bankacılık Raporu'nda Türkiye'de banka kredilerinin mevduatlara oranının analizde seçilmiş ülkeler arasında en yüksek seviyede olduğu görülmektedir (TBB, 2021).

## 2. Faiz Oranları ile Etkileşim

Tasarruf sahipleri tarafından belirli bir vadeye sahip, vade sonunda anaparası ve faizi ödenen hesaplara vadeli mevduat denir. Bu mevduatlar TL ve YP cinsinden açılabilir (Korkmaz ve Ceylan, 2018: 19).

Bankaların mevduat hesapları ile ihraç ettikleri tahvil ve bonolara sundukları getirilerin yatırım fonları, emeklilik fonları ve bireysel portföy yönetimi hizmetleri gibi PYS'ler tarafından sunulan ürün ve hizmetlere olan yatırımcı ilgisi üzerinde de ters orantılı olduğu düşünülebilir. Ancak yıllık ortalama mevduat faizleri ile yatırım fonları sektör toplam gelişimini birlikte sunan aşağıdaki Şekil 5 incelendiğinde; ortalama faizlerin tek haneli ve göreceli olarak düşük seyrettiği dönemlerde, PYS'lerin yönetimleri altındaki toplam yatırım fonu büyüklüğü gelişiminin, faizlerin tek hanenin üzerine geçmeye başladığı 2015 yılı sonrasına kıyasla daha düşük olduğu görülmektedir. İstisna yıl

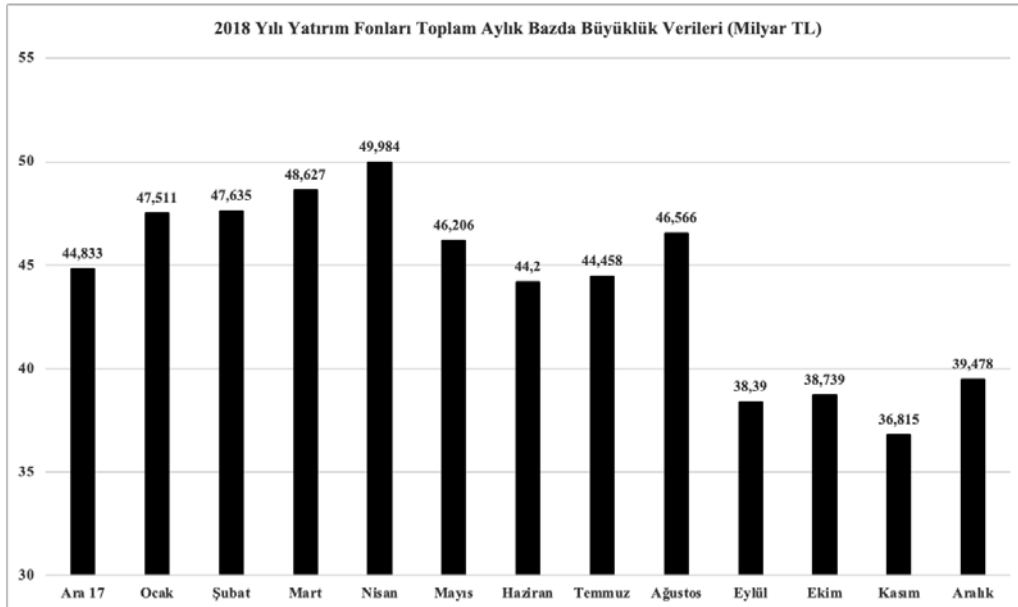
ise 2018 yılıdır. 2018 yılından itibaren, yatırım fonları toplam büyüklüğü yeniden artış trendine girmiştir.



Şekil 5. 3 Aya Kadar Vadeli TL Mevduatlara Ödenen Yıllık Ortalama Faizler ile Yılları Yatırım Fonları Toplam Büyüklüğün Kıyaslaması

Kaynak: TSPB, TCMB

Şekil 5'te görüldüğü üzere; 2018 yılında mevduat faizlerinin hızla yükselerek %18,14'e yaklaştığı dönemde yatırım fonları sektörü yıllık büyümesi negatife dönmüştür. 2018 yılı özelinde aylık yatırım fonları sektör büyümeleri Şekil 6'da görülmektedir.

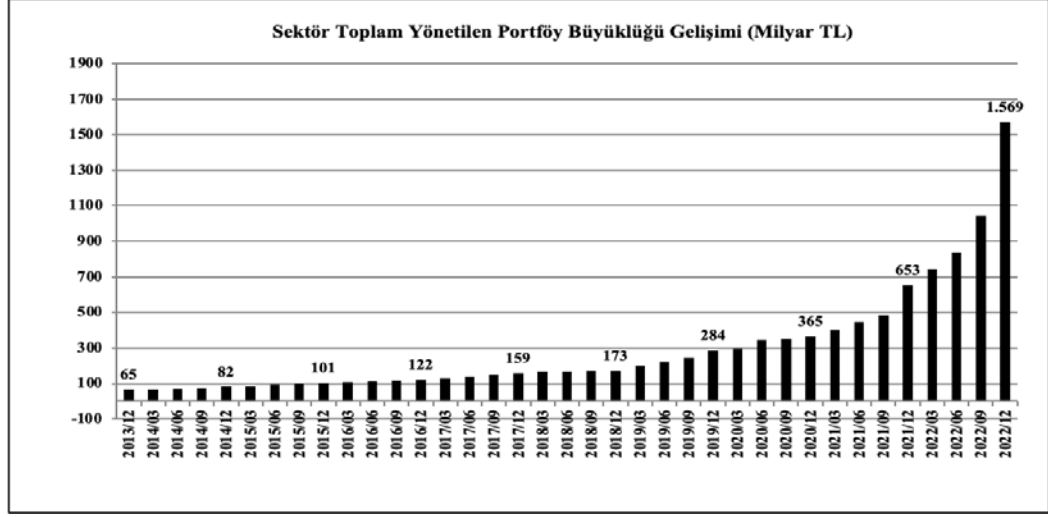


Şekil 6. 2018 Yılı Yatırım Fonları Toplam Aylık Bazda Büyüklük Verileri

Kaynak: SPK

## D. Sektörün Toplam Portföy Büyüklüğü Gelişimi

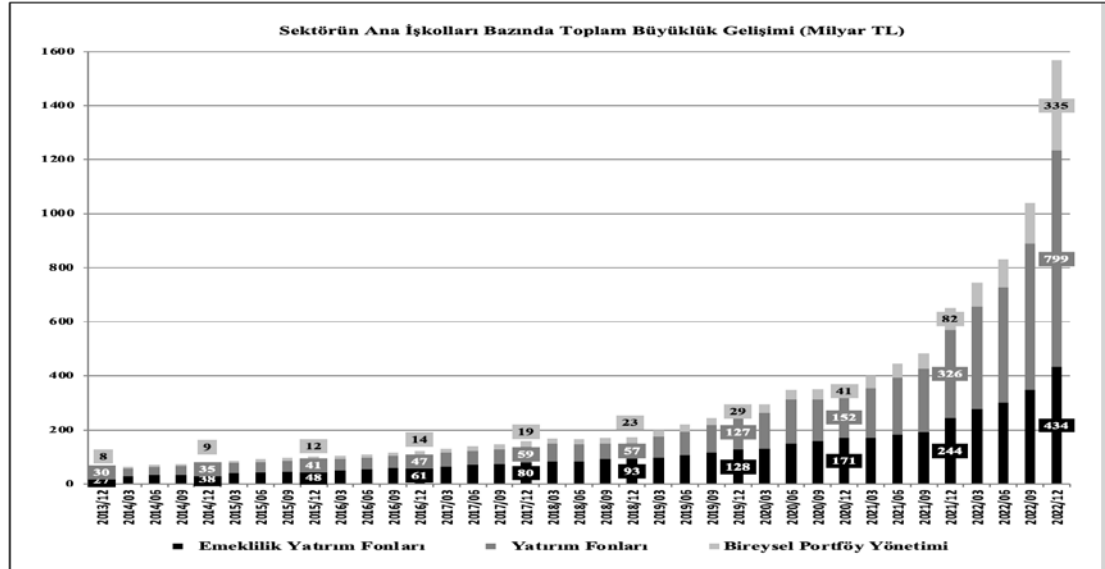
2013 ile 2022 yılları arasında sektörün yukarı yönlü bir trend halinde büyüme gösterdiği gözlemlenmektedir. Bahsi geçen süre içerisinde, ekonomik koşullar tarafında önemli dalgalanmalar olmasına rağmen sektörün gelişimine devam ettiği görülmektedir.



Şekil 7. Sektör Toplam Yönetilen Portföy Büyüklüğü Gelişimi

Kaynak: TSPB

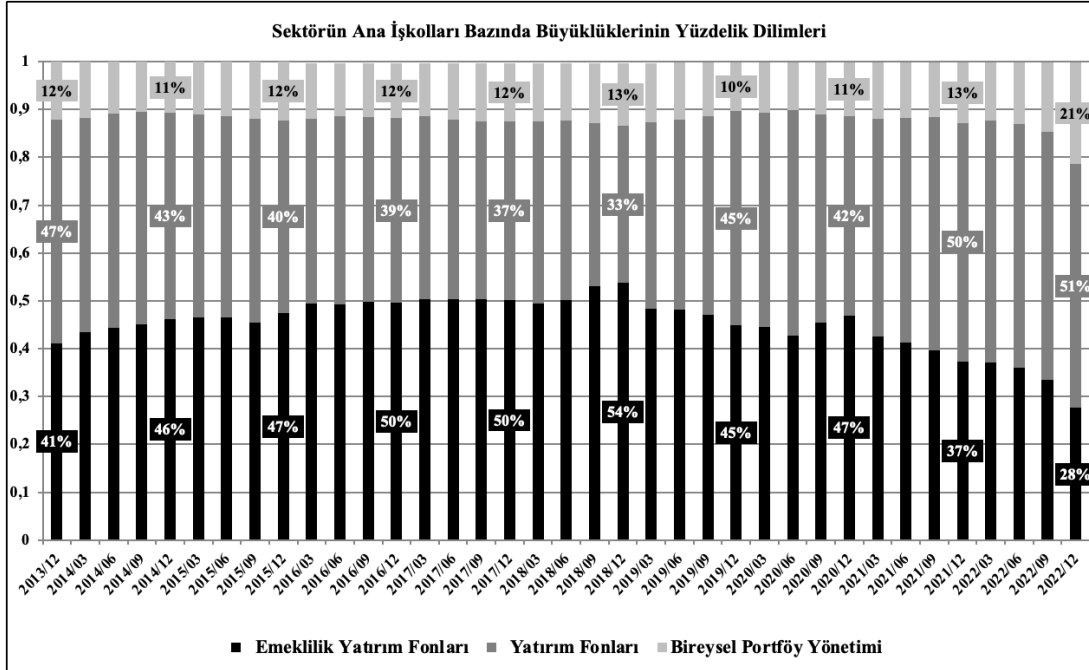
Benzer şekilde bahsi geçen dönem içerisinde, ana işkolları bazında analiz edildiğinde tüm işkollarında büyüme gerçekleştiği gözlemlenmektedir.



Şekil 8. Sektörün Ana İşkolları Bazında Toplam Büyüklük Gelişimi

Kaynak: TSPB

Şekil 9’da sektörün toplam büyüklüğü içerisinde ana işkollarının toplam içerisindeki yüzdesel ağırlıkları incelendiğinde ise emeklilik fonlarının payı 2018 yılına kadar %54 seviyesine kadar yükselirken, sonrasında düşüşe geçmiştir. Yatırım fonlarının payı ise 2018 yılına kadar azalmış ancak daha sonra 2022 yılında %51 seviyesine kadar yükselmiştir. Bireysel portföy yönetiminin payı ise 2022 yılına dek önemli ölçüde değişmemiştir ancak 2022 yılında ise %21 seviyesine kadar yükselmiştir.



Şekil 9. Sektörün Ana İşkolları Bazında Büyüklüklerinin Yüzdeler Dilimleri

Kaynak: TSPB

## E. Kolektif Yatırım Araçlarında Yatırımcı Tabanı Genişlemesi

Türkiye’de sermaye piyasaları ve yatırım ürünleri konusunda genel kültür anlamında kullanılan finansal okuryazarlığın oldukça düşük olduğu görüşü, birçok uzman ve profesyonel tarafından savunulmaktadır.

Bu alanda ülkemizde faaliyetlerde bulunan öncü sivil toplum örgütlerinden biri de “Finansal Okuryazarlık ve Erişim Derneği” FODER’dir. FODER kurumsal internet sitesinde, OECD’nin bu alandaki açıklamasına yer vermektedir. Bu kaynağa göre finansal okuryazarlık; yatırımcıların, finansal ürünler ve kavramlar hakkında bilgilerinin artırılması, finansal risklere hakim olması ve alternatif

ürünler arasında tercihte bulunabilecek yetkinliğe sahip olmalarını sağlayarak toplumun genel refahını yükseltme sürecidir (Foder, 2023)

Yine bu alanda yapılan çalışmaları takiben Haziran 2014'te sürdürülebilir kalkınma için nüfusun finansal okuryazarlığının şart olmasının bilinciyle, "Finansal Erişim, Finansal Eğitim, Finansal Tüketicinin Korunması Stratejisi ve Eylem Planları"na ilişkin bir Başbakanlık genelgesi yayınlanmıştır.

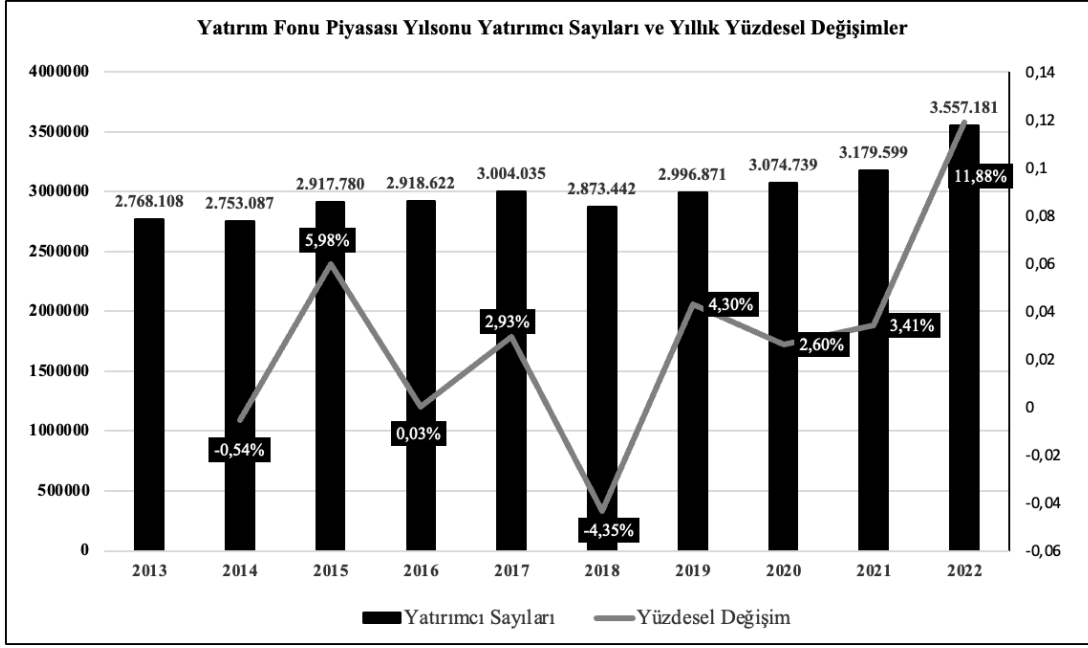
Türkiye'de Tasarruf Eğilimleri alanında FODER'in kurumsal sitesinden de ulaşılan ve halka açık bir bilgi kaynağı ING Bank A.Ş.'nin IPSOS Araştırma ve Özyeğin Üniversitesi ile iş birliği kapsamında her çeyrek "Türkiye Tasarruf Eğilimleri Araştırması" sonuçları açıklanmaktadır (Tasarrufegilimleri, 2023).

İlgili araştırmanın sonuçlarına göre 2022 yılı üçüncü çeyrek verileri dikkate alındığında tasarruf araçları tercihleri içerisinde ilk sırayı %22'yle yastık altı altın ve nakit almaktadır. Yastık altı altın ve nakiti takip eden en yaygın tasarruf aracı ise %17'yle bireysel emeklilik fonlarıdır. Yatırım fonlarının payı ise sadece %3'tür.

Araştırmanın sonuçlarında da görüldüğü üzere; sistem kapsamında BES fonlarına sağlanan doğrudan devlet katkısı uygulaması, yurtiçi tasarruf sahiplerinin tercihlerinde yatırım fonlarına kıyasla daha olumlu bir yönde etkisini göstermiş durumdadır.

## **1. Yatırım Fonları**

Yatırım fonları piyasasında 2013-2022 yılları arasında yatırımcı sayılarındaki gelişim ve değişim oranları incelendiğinde, yüksek oranlı ve trend halinde bir büyüme gözlemlenmemektedir. 2022 yılında yaşanan artış ise yüksektir.

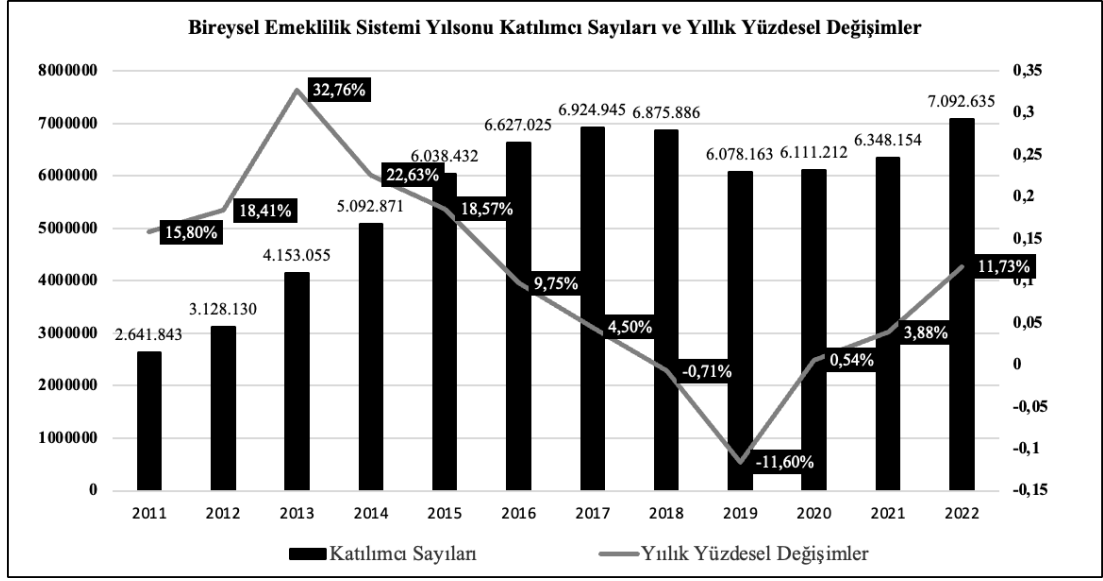


Şekil 10. Yatırım Fonu Piyasası Yıllık Yatırımcı Sayıları ve Yıllık Yüzdese Değişimler

Kaynak: TSPB

## 2. Bireysel ve Otomatik Katılım Emeklilik Fonları

Aşağıdaki şekil incelendiğinde, BES katılımcı sayılarının 2018 yılına kadar düzenli bir şekilde artış gösterdiği gözlemlenmektedir. Ancak takip eden üç yılda kısmen gerilemiş ve 2018 yılındaki yatırımcı sayısının üzerine yeniden 2022 yılında geçmiştir. Ayrıca bu tezde de değinilen devlet katkısı uygulamasına geçiş sonrası ilk iki yılda da büyüme trendi belirginleşmiştir. Ancak 2016 yılından itibaren büyüme hızı tek hanelere düşmüş ve 2018 yılı itibarıyla tarihinde ilk kez negatif büyüme gerçekleşmiş, bu negatif büyüme 2019 yılında da tekrarlanmış ve katılımcı sayısı azalmıştır. 2019 yılından 2022 yılına dek ise yeniden düşük oranlarla da olsa pozitif büyümeye geçmiştir. 2022 yılı büyümesi ise artış yeniden %11,73'le çift haneli olmuştur.



Şekil 11. Bireysel Emeklilik Sistemi Yılloncu Katılımcı Sayıları ve Yıllık Yüzdese Değişimler

Kaynak: EGM

Otomatik Katılım Sistemine ilişkin hükümler uyarınca, tüm işverenler tüm çalışanlarını sisteme dahil etmekle yükümlüdür. Ancak çalışanlar bu sistemde dilediği kadar kalma hakkına da sahiptir. Çalışanlara tanınan bu esneklik neticesinde, yıllar itibarıyla sisteme girerek kalmayı tercih eden katılımcı sayıları Şekil 12’de belirtilmektedir. Türkiye’de çalışan nüfusun yüksekliği ve artış potansiyeli düşünüldüğünde toplam OKS katılımcı sayısı önümüzdeki yıllar içerisinde bireysel emeklilik sistemindeki toplam katılımcı sayısını geçebilir.

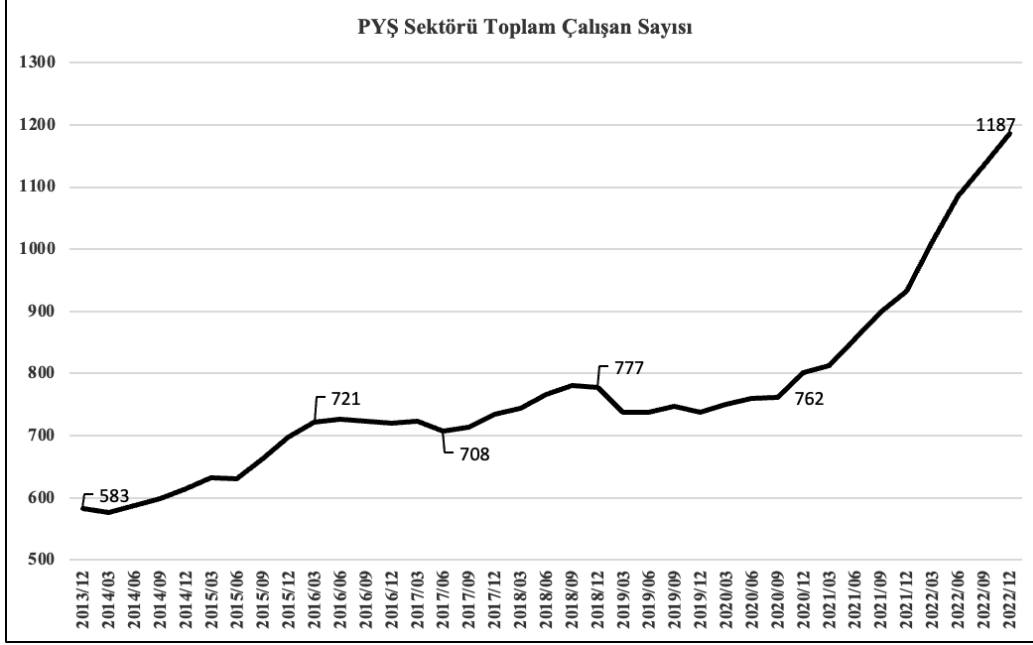


Şekil 12. Otomatik Katılım Sistemi Yılloncu Yatırımcı Sayıları

Kaynak: EGM

## F. PYŞ Sektörünün İnsan Kaynakları Gelişimi

Şekil 13'te görüleceği üzere, sektörün toplam çalışan sayısında yıllar itibarıyla ve özellikle de 2020 yılı sonrasında belirgin artış gözlemlenmektedir.



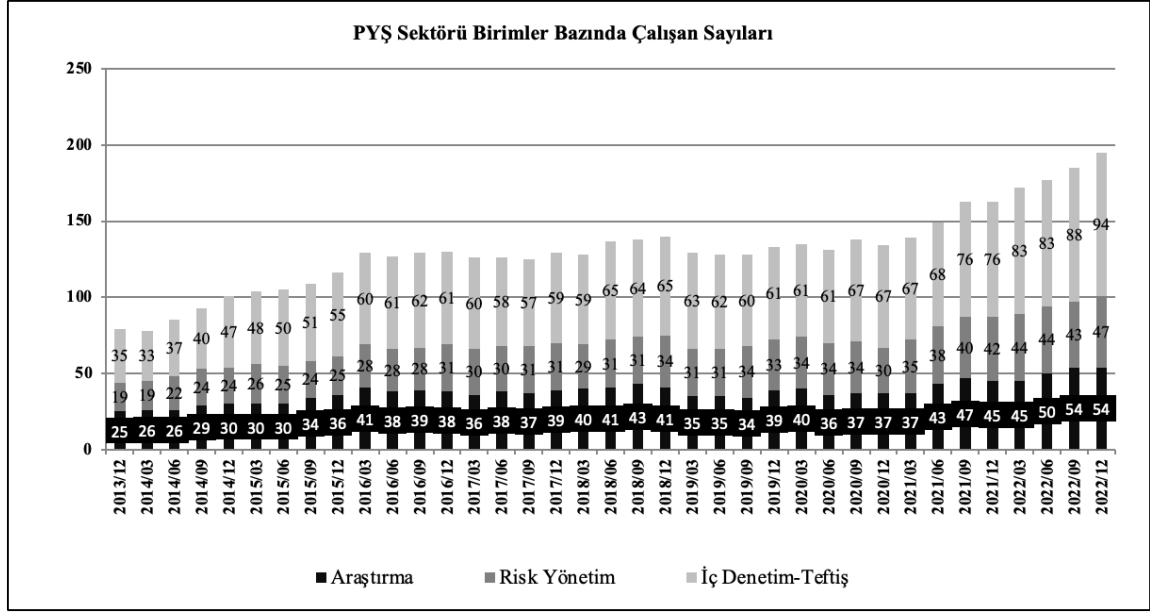
Şekil 13. PYŞ Sektörü Toplam Çalışan Sayısı

Kaynak: TSPB

Diğer taraftan mevzuat değişiklikleri sebebiyle bir PYŞ bünyesinde toplam portföy büyüklüğüne bağlı olarak bulundurulması bulunması gereken zaruri iş birimleri (Araştırma, risk yönetimi ve iç denetim-teftiş) ve istihdam edilmesi gereken zaruri personel dikkate alınarak bu birimlerde çalışan personel sayılarındaki artışı da incelediğimizde, PYŞ'lere bu anlamda gelen ek personel yükü tespit edilmeye çalışılmaktadır.

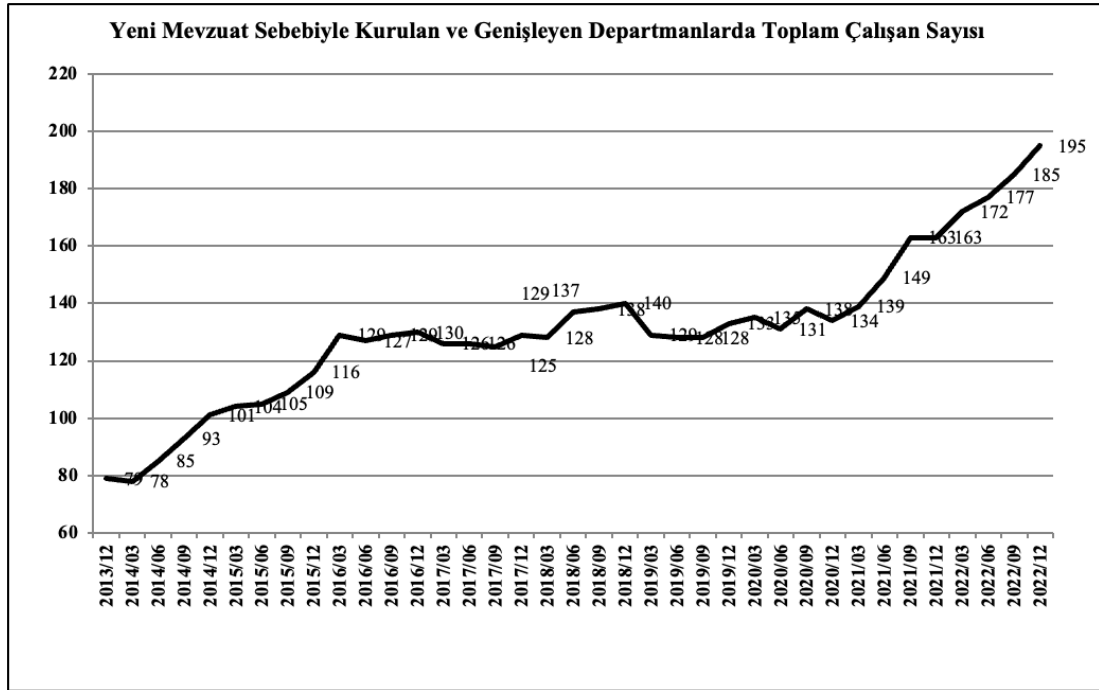
İlgili iş birimleri bazında ve toplamda gerçekleşen değişimler Şekil 14 ve Şekil 15'te yer almaktadır.





Şekil 14. Yeni Mevzuat Yükümlülükleri Sebebiyle Kurulan ve Genişleyen Departmanlarda çalışan sayıları

Kaynak: TSPB

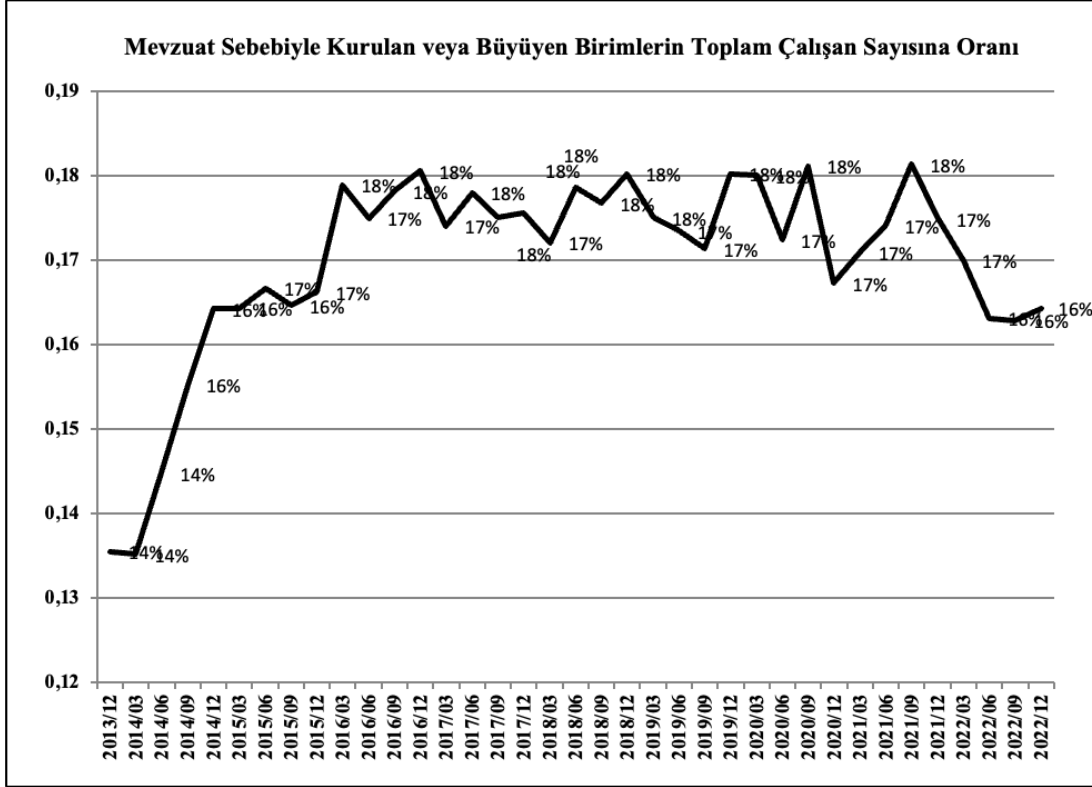


Şekil 15. Yeni Mevzuat Sebebiyle Kurulan ve Genişleyen Departmanlarda Toplam Çalışan Sayısı

Kaynak: TSPB

Ayrıca; mevzuat mecburiyeti sebebiyle kurulan veya büyüyen bu birimler ve istihdam edilen personel sebebiyle oluşan çalışan kadrolarının PYŞ'lerin toplam istihdam ettiği personele oranı da incelendiğinde artış gözlemlenmektedir.

2013 yılı sonunda bu birimlerde istihdam edilen kadroların toplama oranı, %14'ten, 2016 yılı itibariyle 4 puan artarak %18'e kadar yükselmiştir.

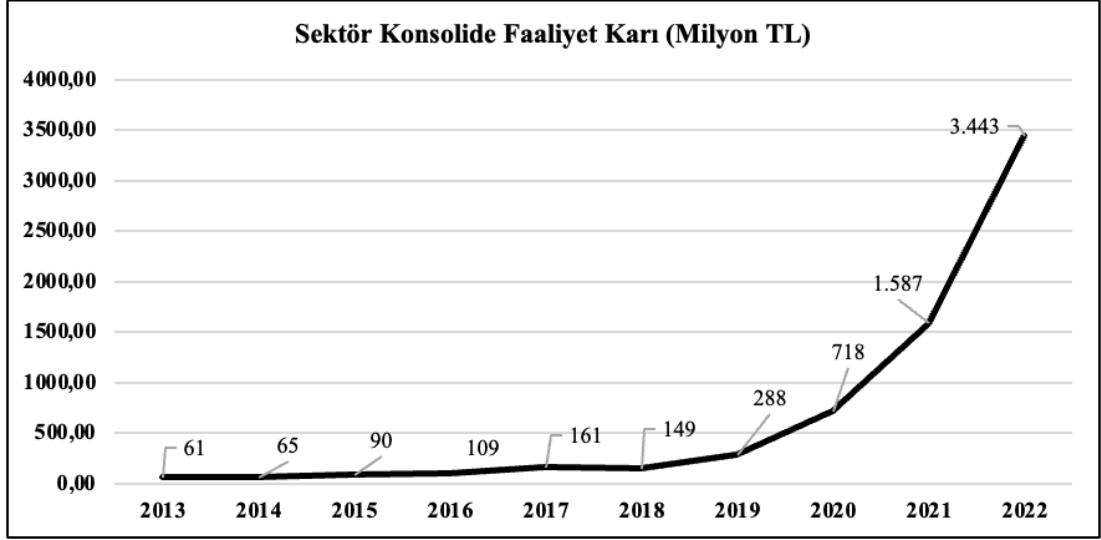


Şekil 16. Mevzuat Sebebiyle Kurulan veya Büyüyen Birimlerin Toplam Çalışan Sayısına Oranı

Kaynak: TSPB

### G. PYŞ Sektörünün Toplam Faaliyet Karı ve Özkaynak Gelişimi

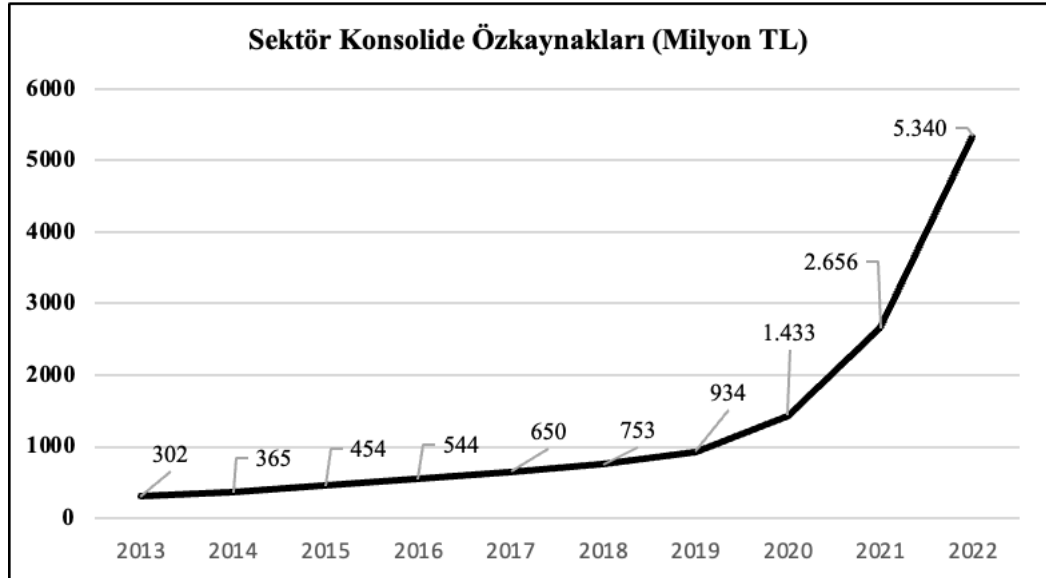
Sektörün yönetimi altındaki toplam büyüklük artışına bağlı olarak 2013 ile 2017 yılları arasında faaliyet karında da artış olmuştur. 2018 yılında ise sektör bir önceki yıla kıyasla daha düşük bir konsolide faaliyet karı üretebilmiştir. Şekil 17'de, 2018 ile 2022 yılları arasında ise belirgin şekilde yükselen konsolide faaliyet karı gözlemlenmektedir.



Şekil 17. Sektör Konsolide Faaliyet Karı

Kaynak: TSPB

Şekil 18’de görüleceği üzere; sektörün 2018 ile 2022 yılları artan faaliyet karlarının desteğiyle sektör konsolide özkaynakları düzenli bir artış göstermiştir.



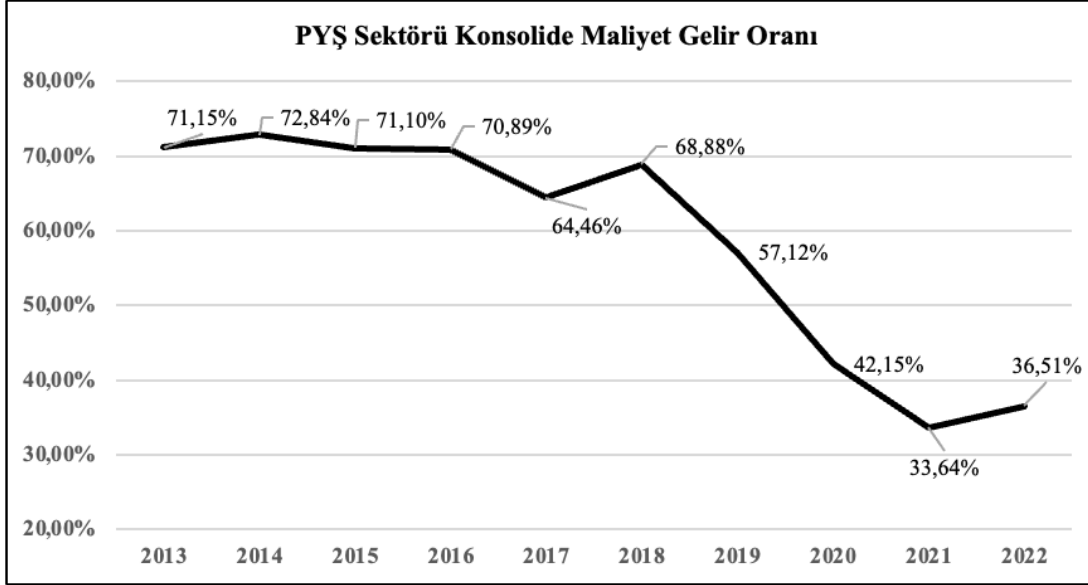
Şekil 18. Sektör Konsolide Özkaynakları

Kaynak: TSPB

## H. PYŞ Sektörü Oran Analizleri

Şekil 19’da; finansal sektörde faaliyet gösteren şirketlerin verimliliklerini ölçmek için sıklıkla kullanılan Maliyet/Gelir oranı incelendiğinde, 2019 yılına kadar belirgin bir düşüş gözlemlenmemektedir. Ancak 2019 ile 2022 yılları

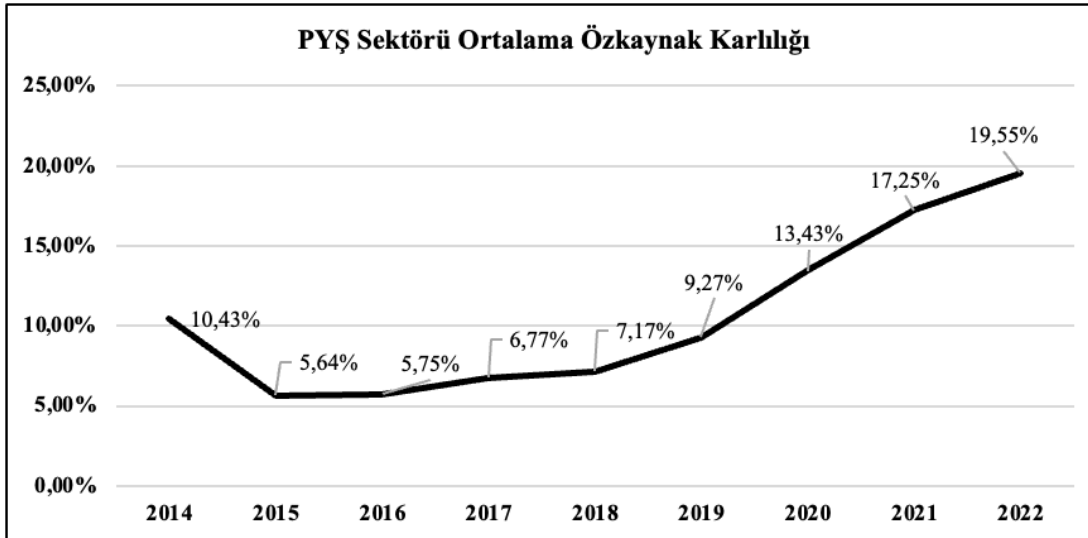
arasında, bu oran 2021 yılında dip seviyeye olan %33,64'e kadar gerileyerek sektörde önemli bir verimlilik artışı sağlandığına işaret etmektedir.



Şekil 19. PYŞ Sektörü Konsolide Maliyet/Gelir Oranı

Kaynak: TSPB

Sektörde ortalama özkaynak karlılığı; Şekil 20'de görüldüğü üzere, 2019 yılına kadar tek haneli seviyelerdeyken, 2020 yılından itibaren her yıl artarak 2022 yılında %19,55 seviyesine yükselmiştir. Ülkede aynı dönemdeki ortalama faiz seviyesi düşünüldüğünde sektörün özkaynak karlılığının yüksek olmadığı görülmektedir.



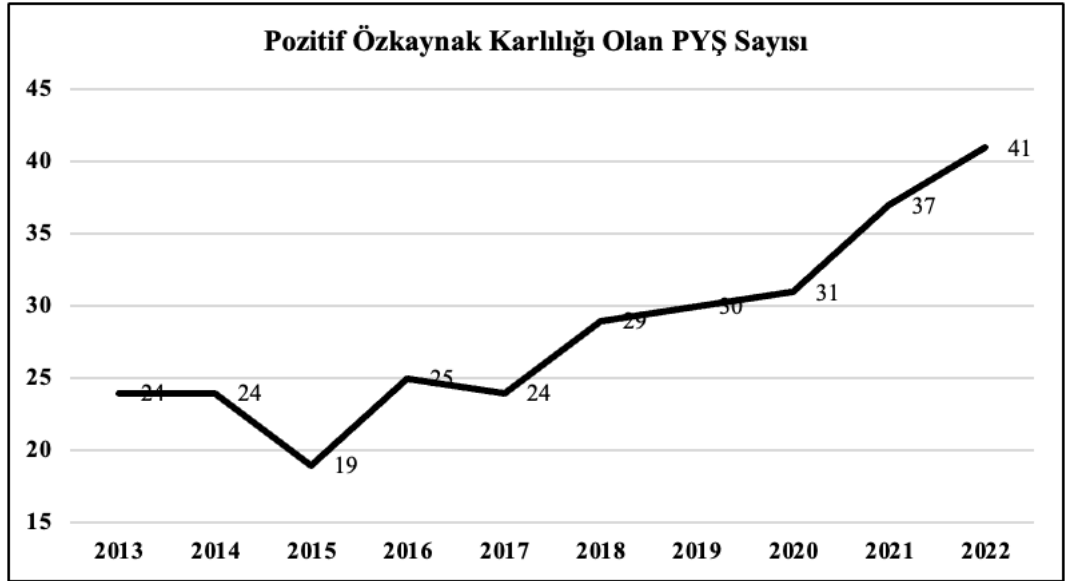
Şekil 20. PYŞ Sektörü Ortalama Özkaynak Karlılığı

Kaynak: TSPB

## İ. PYŞ Sektöründe Gelir Alanında Konsantrasyon

Türkiye’de PYŞ Sektöründe faaliyet gösteren şirket sayısına nazaran, karlılık alanında oldukça yüksek bir konsantrasyon olduğundan söz edilebilir. Bankacılık alanında da faaliyet gösteren dört büyük finansal grubun çatısı altında faaliyet gösteren İş Portföy, Yapı Kredi Portföy, Ak Portföy ve Garanti Portföy’ün sektör toplam gelirleri içerisinde önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. Bunun temel sebebi olarak bu PYŞ’lerin kurucusu oldukları yatırım fonları ve yöneticisi oldukları BES fonlarının, pazar payları oldukça yüksek olan bu bankalar tarafından dağıtılıyor olması düşünülebilir. TEFAS’ın hayata geçmesine rağmen, veri analizinin yapıldığı dönem içerisinde bu yapı büyük ölçüde benzer şekilde seyretmektedir.

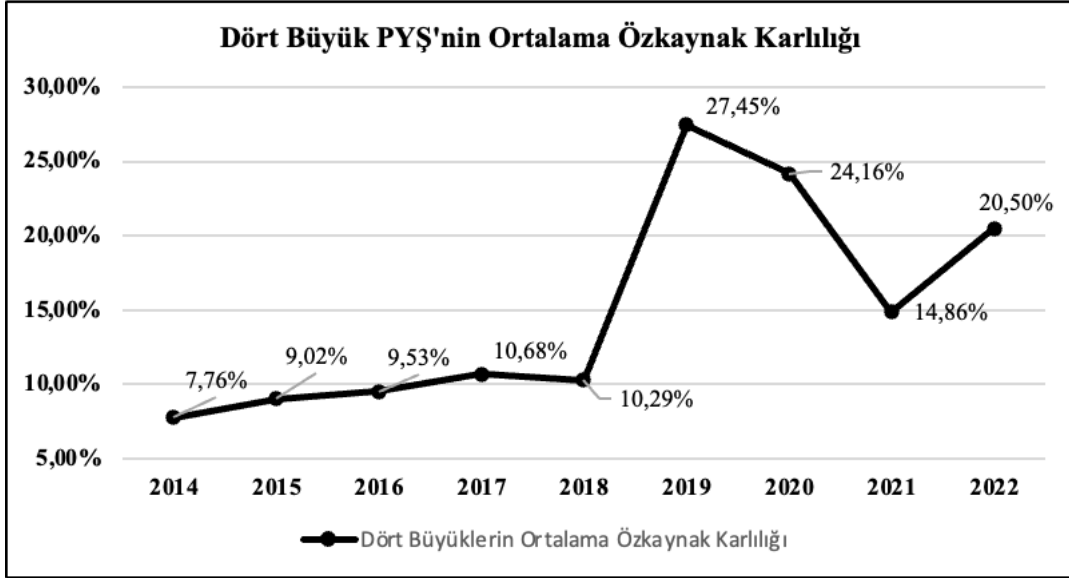
Sektörde bir diğer önemli özellik ise pozitif özkaynak karlılığına sahip PYŞ sayısının 2017 yılına kadar olan azlığıdır. 2018 yılından itibaren pozitif özkaynak karlılığına sahip PYŞ sayı da artmıştır.



Şekil 21. Pozitif Özkaynak Karlılığı Olan PYŞ Sayısı

Kaynak: TSPB

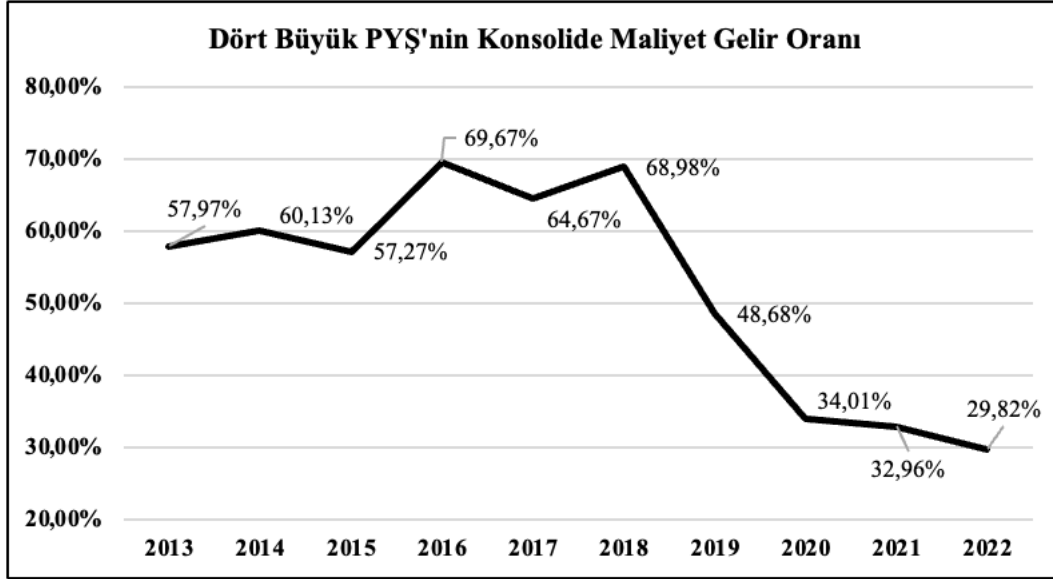
Şekil 22’de görüleceği üzere; dört büyük PYŞ’nin konsolide ortalama özkaynak karlılığı ise 2019 sonrasında sektör ortalamasına kıyasla daha yüksek seviyededir.



Şekil 22. Dört Büyük PYŞ'nin Ortalama Özkaynak Karlılığı

Kaynak: TSPB

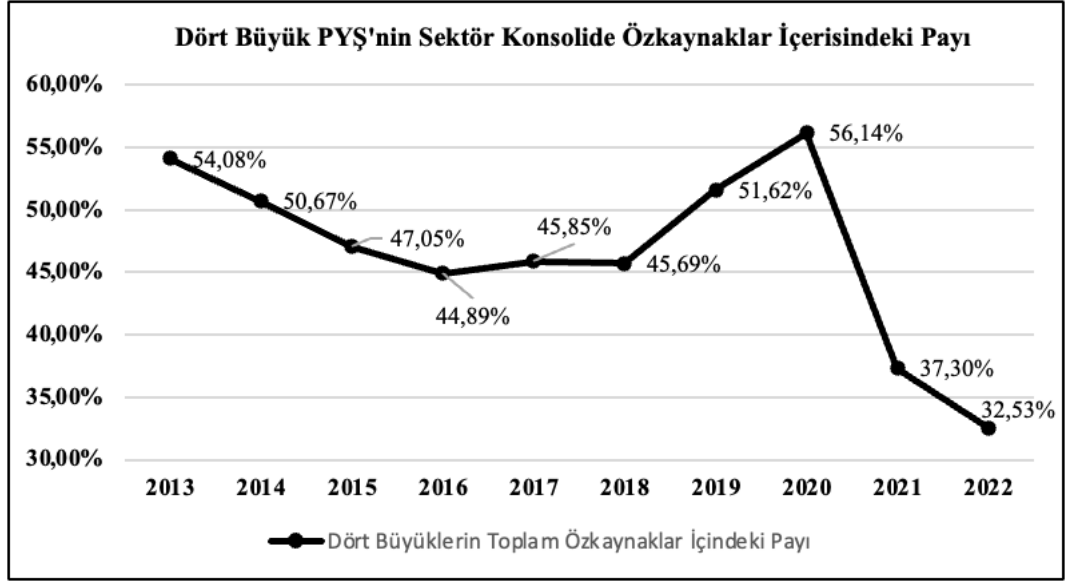
Şekil 23'te, dört büyük PYŞ'nin konsolide maliyet/gelir oranının PYŞ sektör ortalamasına kıyasla daha düşük seviyede olduğu görülmektedir.



Şekil 23. Dört Büyük PYŞ'nin Konsolide Maliyet Gelir Oranı

Kaynak: TSPB

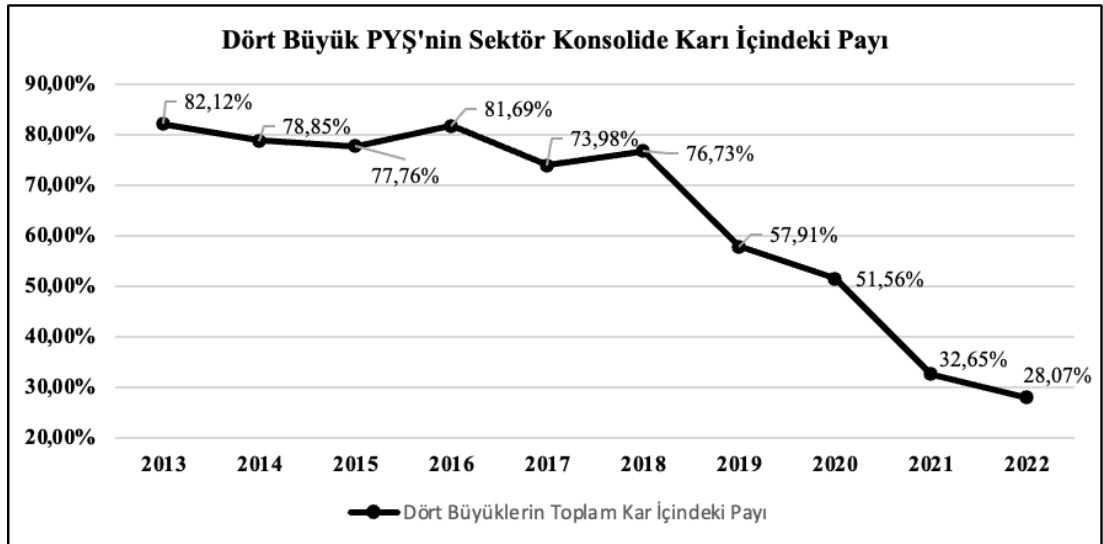
Düşük özkaynak karlılıkları ve yüksek maliyet/gelir oranlarına karşın dört büyük PYŞ hariç şirketlerin; Şekil 24'te görüleceği üzere, sektör konsolide özkaynakları içerisindeki payları artmaktadır.



Şekil 24. Dört Büyük PYŞ'nin Sektör Konsolide Özkaynakları İçerisindeki Payı

Kaynak: TSPB

Bu analizlerin neticesinde dört büyük PYŞ'nin özkaynak karlılığı ve maliyet/gelir oranları açısından sektördeki diğer PYŞ'lerden, olumlu yönde ayrıştıkları görülmektedir. Aşağıdaki şekilde; dört büyük PYŞ'nin sektör konsolide karı içerisindeki payı incelendiğinde ise, 2018 yılına kadar ve yıllık bazda en düşük 2017 yılında %73,98'le olmak üzere oldukça yüksek bir orana sahip oldukları ancak 2019 yılından itibaren 2022 yılına kadar her yıl azalarak, paylarının 2022 yılında %28,07'ye kadar gerilediği görülmektedir.



Şekil 25. Dört Büyük PYŞ'nin Sektör Konsolide Karı İçindeki Payı

Kaynak: TSPB

Bu analizler çerçevesinde sektörde dört büyük PYŞ'nin kendi içlerinde konsolide olarak değerlendirildiğinde, karlılık anlamında yıllar içerisinde azalan ancak halen yüksek bir paya sahip oldukları görülmektedir.



## **V. TÜRKİYE'DE PYS'LERİN ÖZKAYNAK KARLILIKLARINI ETKİLEYEN SEÇİLMİŞ DEĞİŞKENLERİN ANALİZİ**

Araştırmanın bu bölümünde portföy yönetimi sektöründe Aralık 2013–Aralık 2022 tarihleri arasında; genel yönetim giderleri, yurtiçi piyasa TL mevduat faizleri genel seviyesi, TÜFE değişimleri ve yönetilen portföy büyüklüklerinin PYS'leri özkaynak karlılığı alanında etkisi analiz edilecektir.

Araştırmanın kapsamı, değişkenleri ve uygulaması, sırası ile yer alacaktır. Bu bölümün sonunda ise araştırma ile elde edilen verilere dayanarak hangi değişkenlerin PYS'lerin özkaynak karlılığını etkilediği ve nedeni olduğu analiz edilecektir.

### **A. Araştırma Hakkında Bilgi**

Gelişmiş ülkelerdeki örneklerine nazaran oldukça genç sayılabilecek Türkiye PYS sektörü, yurtiçi yatırımcıların sınırlı finansal okuryazarlığı ve düşük yurtiçi tasarruflara rağmen portföy büyüklüğünde bir artış trendi yakalayabilmiştir. Bununla birlikte, yüksek faiz ortamında tasarruf sahiplerinin mevduata yöneldiği ve toplam mevduatın arttığı gözlemlenmiştir.

PYS'lerin SPK mevzuatında yapılan değişiklikler neticesinde artan zorunlu personel sayıları sebebiyle yükselen genel yönetim giderleri, yurtiçi piyasalardaki TL mevduat faizlerinin seviyesi, TÜFE değişimleri ve yönetilen portföy büyüklüklerindeki değişikliklerin; PYS'lerin özkaynak karlılıkları üzerinde ne derece etkili olduklarını ortaya çıkarmak için yapılan bu tezde sektör için önemli değişikliklerin yaşandığı Aralık 2013-Aralık 2022 dönemi verileri kullanılmıştır.

### **1. Araştırmanın Amacı ve Hipotezi**

PYS sektöründe yer alan şirketler açısından; genel yönetim giderleri, yurtiçinde oluşan TL mevduat faizlerinin seviyesi, TÜFE değişimlerinin ve yönetilen toplam portföydeki büyümelerin özkaynak karlılıkları üzerinde

etkisinin ortaya çıkarılması amaçlanmıştır. Tezin ilk bölümlerinde; gerçekleştirilen mevzuatsal değişikliklerin personel sayısı üzerinde etkileri ve fon türü bazında büyüklük ile ilgili çerçeve belirtilmiştir.

Bu durumda analizin hipotezini şöyle ifade etmek mümkündür; “Genel yönetim giderleri, TL mevduat faiz oranları, TÜFE değişimleri ve yönetilen portföy büyüklükleri sektörün özkaynak karlılıklarını etkilemektedir.”

İstatistiki yöntemler kullanılarak Aralık 2013-Aralık 2022 döneminde bağımlı değişken olarak alınan PYS sektörünün özkaynak karlılığı; bağımsız değişken olarak alınacaklar ise genel yönetim giderleri, ortalama TL mevduat faizi, TÜFE değişimleri ve yönetilen büyüklükler olacaktır.

## **2. Araştırmanın Kapsamı**

Araştırmada kullanılacak veriler Aralık 2013-Aralık 2022 tarihleri arasında kapsayan TSPB tarafından açıklanan veriler ile TCMB tarafından açıklanan TL mevduat faizi verileri ile TUIK tarafından açıklanan TÜFE verileri olacaktır. 2013 yılı sektör açısından önemli değişikliklerin hayata geçtiği bir yıl olması sebebiyle başlangıç yılı olarak seçilmiştir. Sektör konsolide verileri tüm PYS’leri kapsayacak şekilde değerlendirilmektedir. Öncelikle sektör konsolide verileri ve daha sonra da TL mevduat faizleri ile TÜFE verileri incelenecektir.

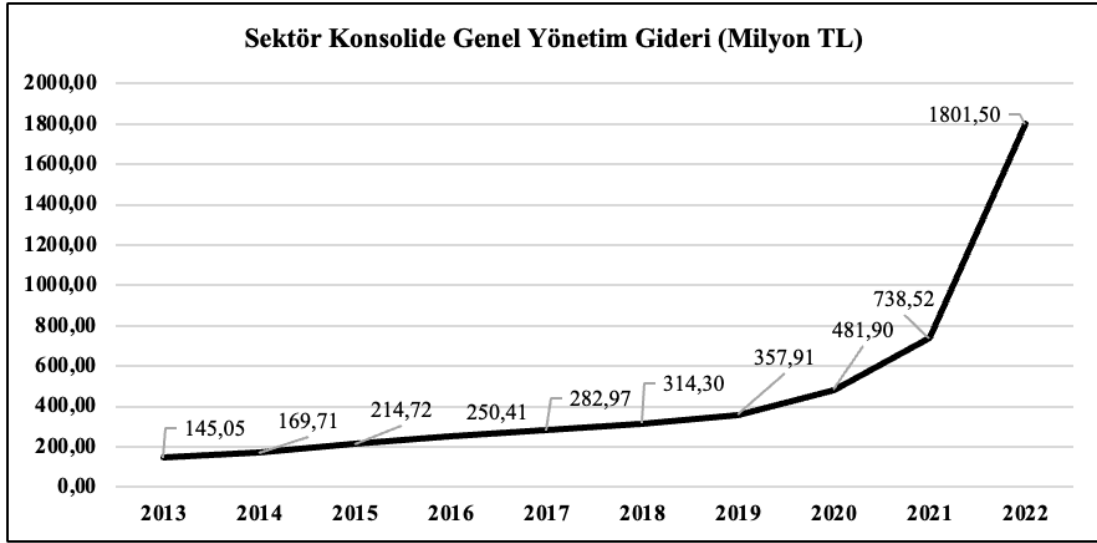
### **B. Sektör Konsolide Verileri**

Bu tezin kapsamında incelenecek şirketler SPK’dan gerekli izinleri alarak yasal olarak faaliyet gösteren PYS’lerden oluşmaktadır. Tüm bu şirketler aynı zamanda TSPB üyesi de olduklarından mali verileri ile ilgili bilgileri belirtilen süreler içerisinde TSPB ile de paylaşmak zorundadırlar. Sektörün genel ve şirketler özelinde detaylı finansal verileri bu sayede TSPB tarafından açıklanmaktadır. Excel programına da aktarılabilen bu veriler, bu tez kapsamında, sektörün ve şirketlerin finansal verilerinin incelenmesi noktasında önemli bir referans teşkil etmektedir.

#### **1. Genel Yönetim Gideri**

Aşağıdaki şekilde; sektörün toplam genel yönetim giderlerinde, 2019 yılından itibaren hızlanmak kaydıyla, yüksek artışlar gözlemlenmektedir. Bu

artışlar sektörün toplam özkaynak karlılığına olumsuz yönde etkisini göstermektedir.



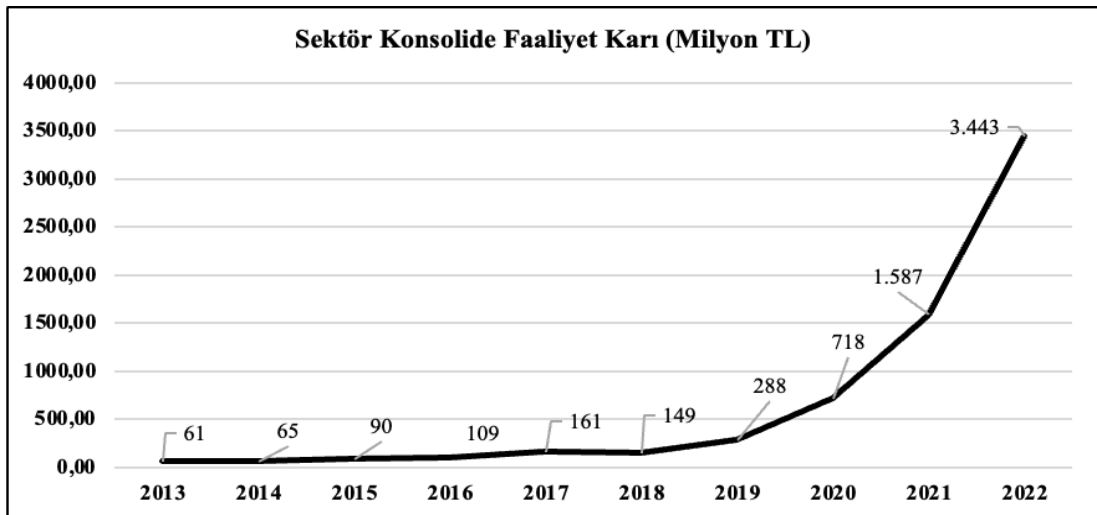
Şekil 26. Sektör Konsolide Genel Yönetim Giderleri

Kaynak: TSPB

Bu veriler mevzuattaki değişikliklere bağlı olarak alınan ek personelin genel yönetim giderleri tarafında belirgin artışa sebep olduğunu göstermektedir.

## 2. Faaliyet Karı

Sektörün konsolide faaliyet karında da yıllık gelişim Şekil 27’de görülebilir. Artan genel yönetim giderlerine karşın, sektör toplam faaliyet karı artış trendindedir.

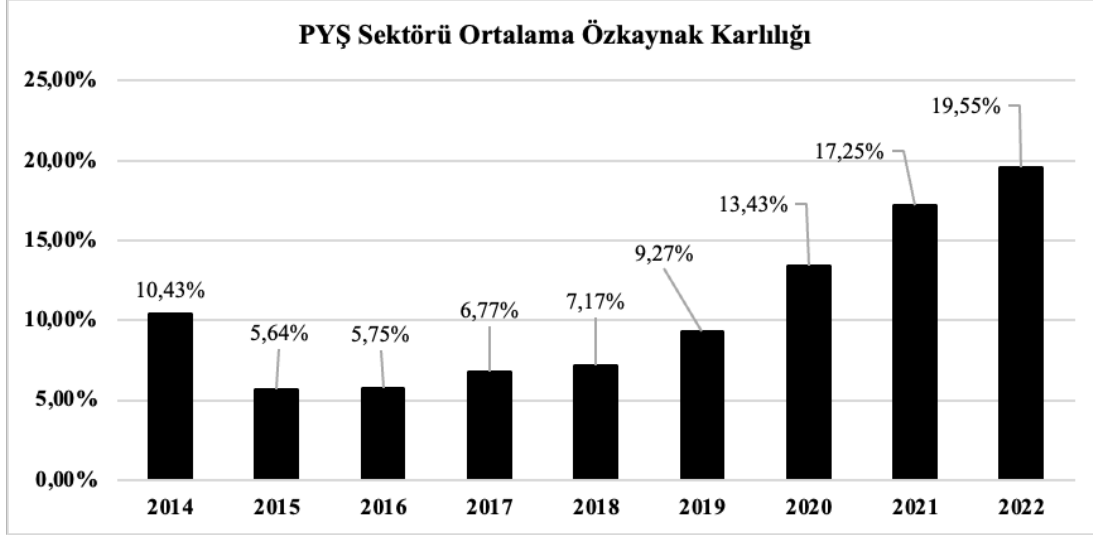


Şekil 27. Sektör Konsolide Faaliyet Karı

Kaynak: TSPB

### 3. Özkaynak Karlılığı

Sektörün toplam özkaynak karlılığının yıllar itibarıyla gelişimi de aşağıdaki şekilde görülebilir.

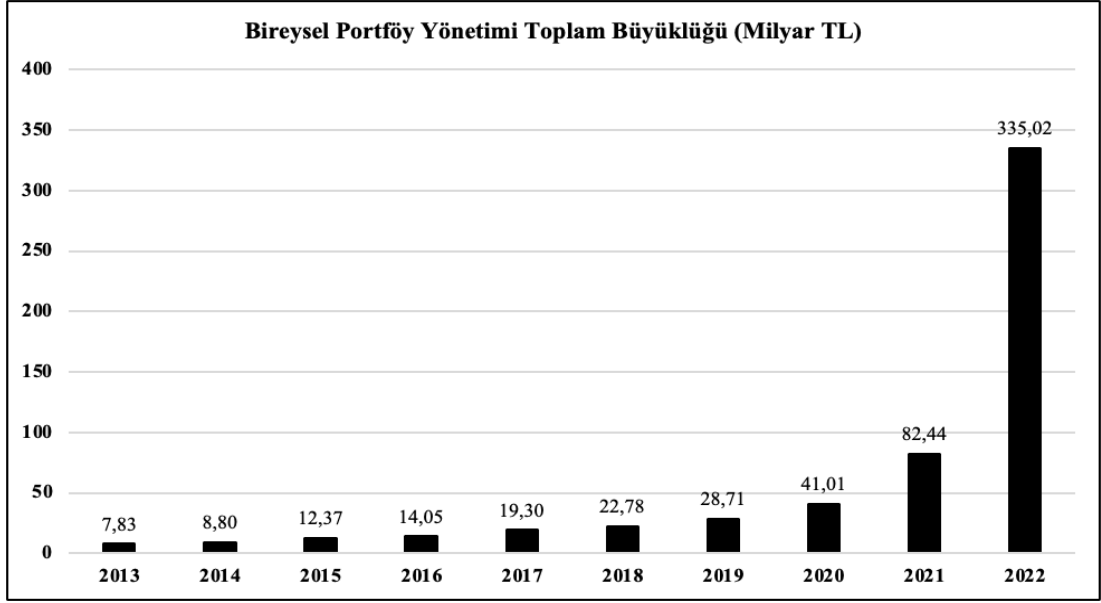


Şekil 28. Sektör Ortalama Özkaynak Karlılığı

Kaynak: TSPB

### 4. Bireysel Portföy Yönetimi Alanında Gelişimin Analizi

PYŞ'lerin bireysel portföy yönetimi alanında da gelişim gösterdiği gözlemlenmektedir. Ancak bu hizmetin mevzuatlar çerçevesinde aracı kuruluşlar tarafından da sağlanabilmesi, bu alandaki talebin tümüyle PYŞ'ler altında konsolide olamamasının sebebidir. Yatırım ve BES fonları ile kıyaslandığında ise bireysel portföy yönetimi alanındaki toplam büyüklük göreceli olarak düşük kalmıştır.

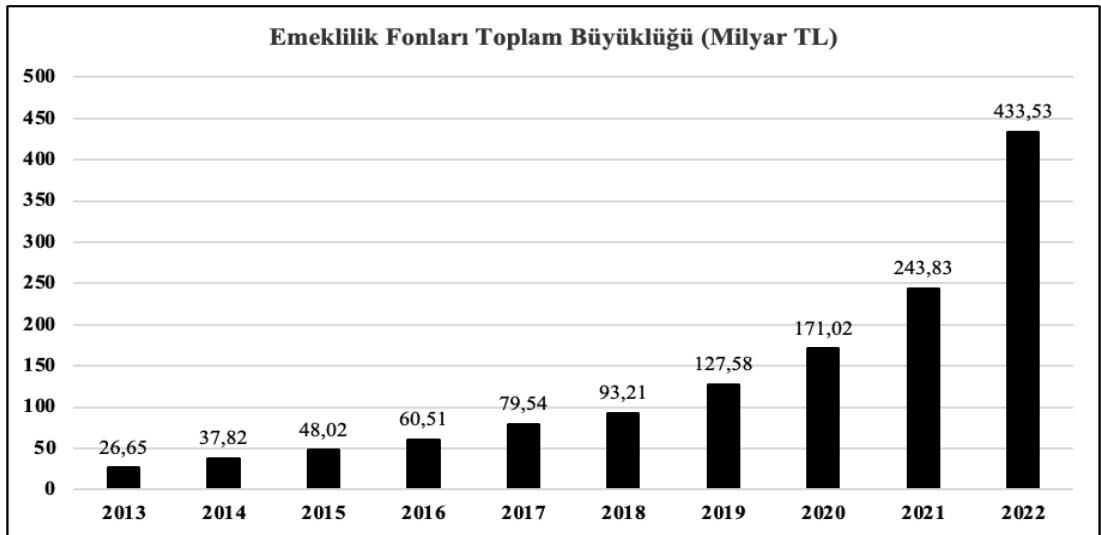


Şekil 29. Bireysel Portföy Yönetimi Toplam Büyüklüğü

Kaynak: TSPB

## 5. Emeklilik Fonları Gelişiminin Analizi

2003 yılında kuruluşlarından bu yana emeklilik fonları sektöründe düzenli bir gelişim gözlemlenmektedir. Kamu otoritesi tarafından; gerek ilk aşamada vergi iadesi imkanının tanınması gerekse de sonraki aşamalarda sağlanan devlet katkısı teşvikiyle, hem katılımcı hem de toplam fon portföy büyüklüğünde önemli ölçüde gelişim sağlanmıştır.

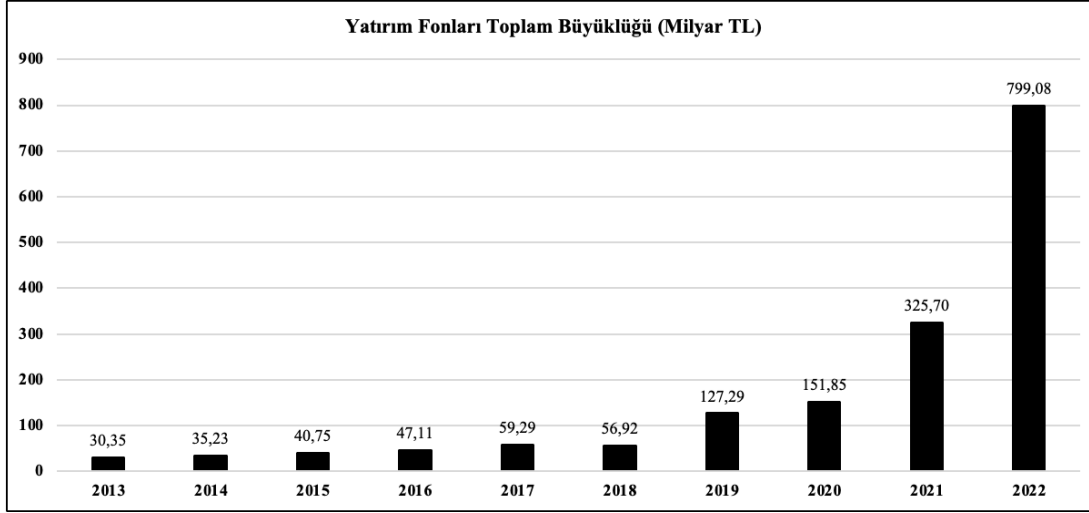


Şekil 30. Emeklilik Fonları Toplam Büyüklüğü

Kaynak: TSPB

## 6. Yatırım Fonları Gelişiminin Analizi

Türkiye’de yatırım fonları sektörü toplam büyüklük gelişimi 2018 yılı özelinde bir küçülme hariç, genel anlamda büyüme yönünde seyretmiştir.

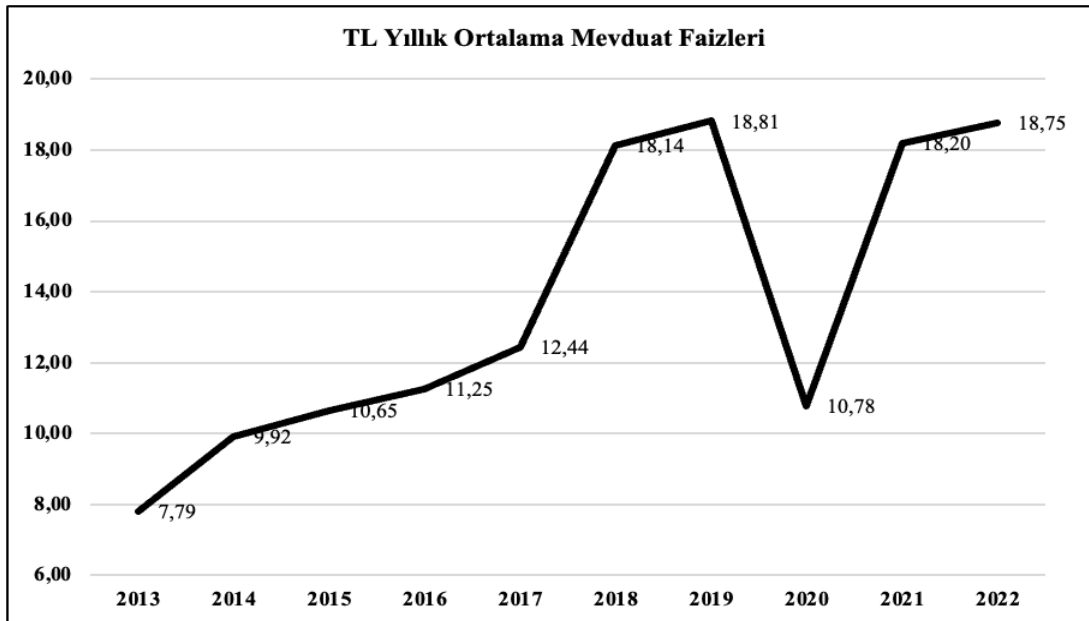


Şekil 31. Yatırım Fonları Toplam Büyüklüğü

Kaynak: TSPB

## C. TL Mevduat Faizleri ve Enflasyon Oranlarının İncelenmesi

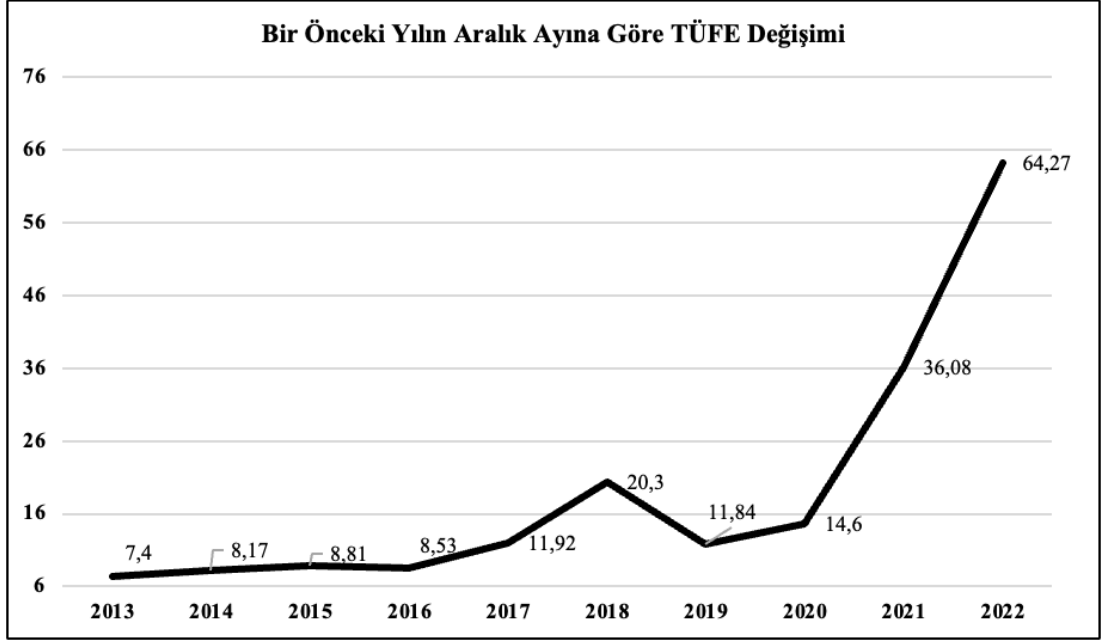
Bankacılık sektörü 2013 ile 2022 yılları arasında yükselen yıllık ortalama TL mevduat faizleri aşağıdaki şekilde görülebilir.



Şekil 32. TL Yıllık Ortalama Mevduat Faizleri

Kaynak: TCMB

2013 ile 2022 yılları arasında bir önceki yılın aralık ayına göre yıllık TÜFE değişim oranları aşağıdaki şekilde görülebilir.



Şekil 33. Bir Önceki Yılın Aralık Ayına Göre TÜFE Değişimi

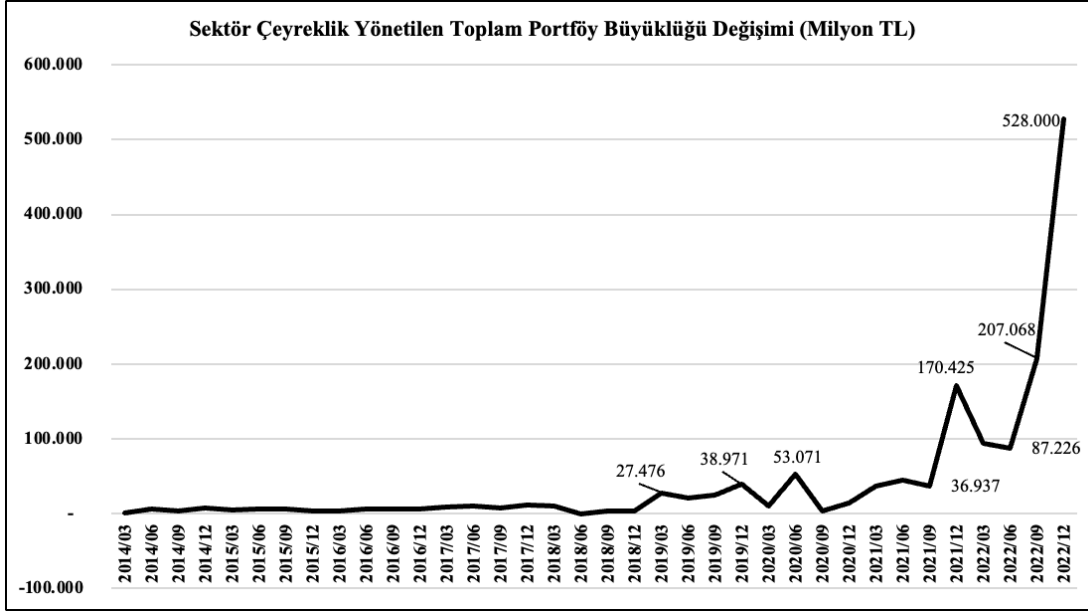
Kaynak: TÜİK

#### **D. Sektör Konsolide Genel Yönetim Gideri, Sektör Yönetilen Konsolide Portföy Büyüklükleri, TL Mevduat Faiz Oranları ve TÜFE Oranları Arasındaki İlişkinin İstatistiksel Analizi**

##### **1. Veri Seti**

Analizde kullanılan veri seti, 2013-2022 yılları arasında çeyreklik olarak kaydedilen çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları, çeyreklik yönetilen portföy büyüklüğü değişimi, çeyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri ve çeyreklik genel yönetim gideri değişimi değişkenlerini içermektedir.

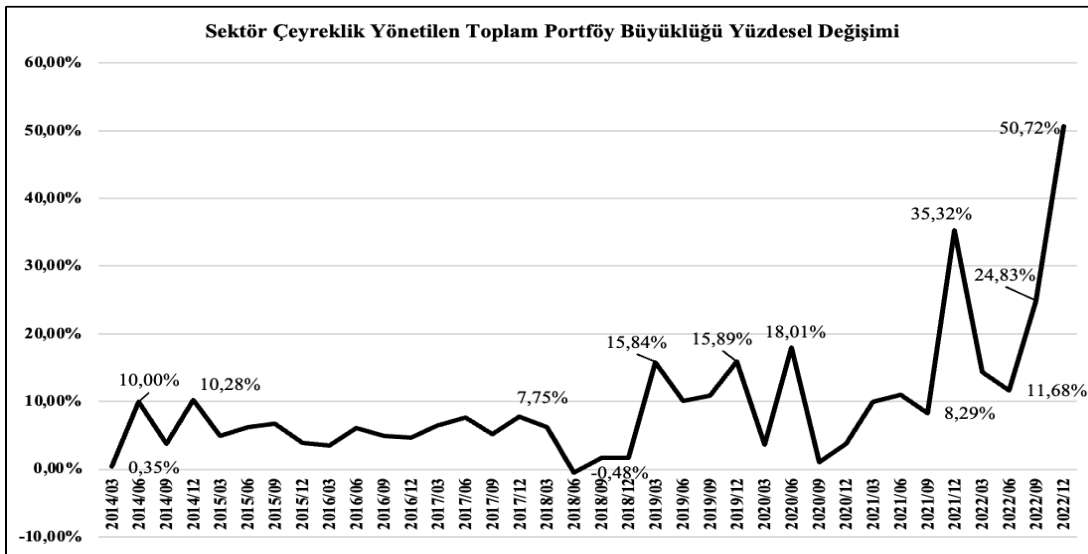
Şekil 34’de sektörün çeyreklik yönetilen toplam portföy büyüklüklerinin değişimleri gösterilmiştir. 2021 yılı sonrası değişim önceki dönemlerden belirgin şekilde ayrılmaktadır.



Şekil 34. Sektör Çeyreklik Yönetilen Toplam Portföy Büyüklük Değişimi

Kaynak: TSPB

Şekil 35’de ise sektörün çeyreklik yönetilen toplam portföy büyüklüklerinin yüzdesel değişimleri zaman serisi olarak gösterilmiştir. Çeyreklik toplam portföy büyüklüklerinin yüzdesel değişimleri Aralık 2013-Mart 2018 arasında çeyreklik bazda anlamlı bir değişim göstermediği görülmektedir. Mart 2018 sonrasında ise düşüş görülmektedir. 2019 yılı sonrasında ise değişim oranları belirgin şekilde yükselmiştir.

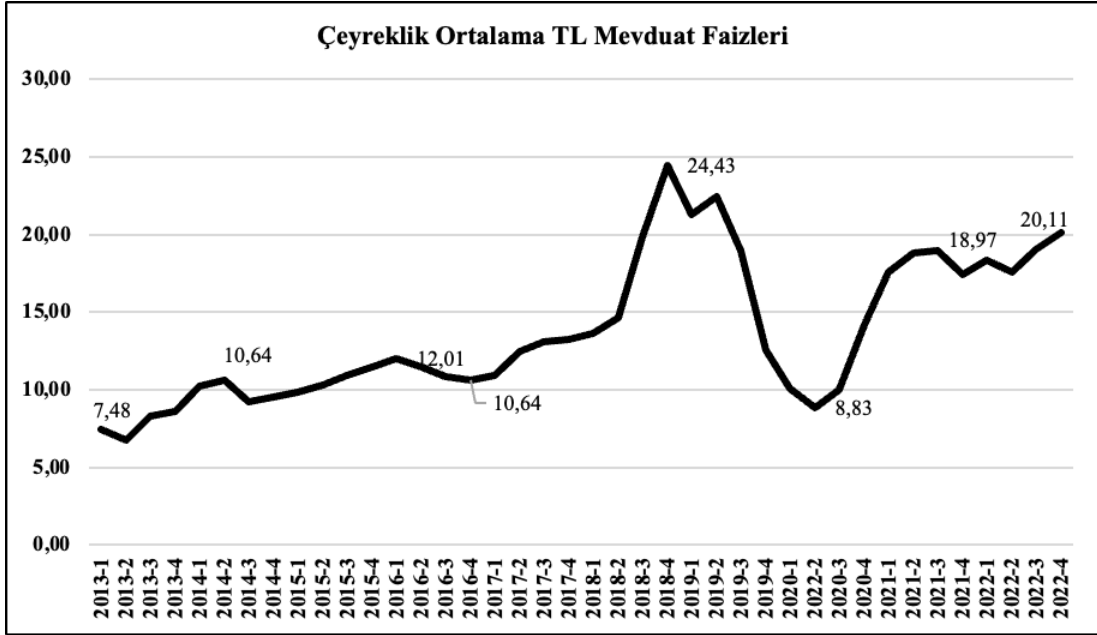


Şekil 35. Sektör Çeyreklik Yönetilen Toplam Portföy Büyüklüğü Yüzdesel Değişimi

Kaynak: TSPB



Şekil 36’da görüleceği üzere, 2018 yılından itibaren, 2020 yılı hariç, TL mevduat faizlerinde yaşanan yükseliş belirgindir.



Şekil 36. Çeyreklik Ortalama TL Mevduat Faizleri

Kaynak: TCMB

## 2. Metodoloji

Veri seti, tanımlayıcı istatistik analizi, normallik testi, regresyon analizi, otokorelasyon testi ve uygunluk testi olmak üzere beş aşamalı bir metodoloji kullanılarak analiz edilmiştir. Tanımlayıcı istatistik analiz, değişkenlerin genel özelliklerini belirlemek için kullanılmıştır. Normallik testi; değişkenlerin normal dağılıma uyup uymadığını test etmek için kullanılmıştır. Regresyon analizi; bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkilerini belirlemek için kullanılmıştır. Otokorelasyon testi; hata terimlerinin otokorelasyonlu olup olmadığını test etmek için kullanılmıştır. Uygunluk testi; regresyon modelinin uygunluğunu test etmek için kullanılmıştır.

Hipotezler:

H0: Çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları, çeyreklik yönetilen portföy büyüklüğü değişimi, çeyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri ve çeyreklik genel yönetim gideri değişimi değişkenleri, çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi değişkeni üzerinde anlamlı bir etki yapmaz.

H1: Çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları, çeyreklik yönetilen portföy byklg değişimi, çeyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri ve çeyreklik genel yönetim gideri değişimi değişkenleri, çeyreklik zkaynak karlılığı değişimi değişkeni üzerinde anlamlı bir etki yapar.

### 3. Test Sonuçları

#### a. Tanımlayıcı İstatistik

Çizelge 7: Tanımlayıcı İstatistik

Değişken	Ort.	Stan. Sap.	Min.	Mak.	Skew.	Kurt.	Jar.-Bera test
Çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları	10	2,5	7,5	12,5	-0,1	0,2	0,02
Çeyreklik yönetilen portföy byklg değişimi	500	250	250	750	0,7	2,2	1,33
eyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri	15	5	10	20	0,2	0	0,01
Çeyreklik genel yönetim gideri değişimi	100	50	50	150	0	-0,2	0
Çeyreklik zkaynak karlılığı değişimi	5	2,5	2,5	7,5	0	0	0

Kaynak: Yazarın Kendi Hesaplamaları

#### b. Verilerin Normallik Testleri

Skewness ve kurtosis değerlerinin 0'a yakın olması, değişkenlerin dağılımının simetrik olduğunu ve normal dağılıma yakın olduğunu göstermektedir. Jarque-Bera testi sonuçlarının 0'dan küçük olması, değişkenlerin normal dağılıma uyma olasılığının yüksek olduğunu göstermektedir.

Bu durumu teyit etmek için Shapiro Wilk testi uygulanmıştır. Sonuçları ise aşağıdaki çizelgedeki gibidir.

Çizelge 8. Shapiro Wilk Normallik Testi Sonuçları

Değişken	W değeri	p değeri
Çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları	0,991	0,323
Çeyreklik yönetilen portföy büyüklüğü değişimi	0,908	0,002
Çeyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri	0,997	0,093
Çeyreklik genel yönetim gideri değişimi	0,989	0,127
Çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi	0,995	0,236

Kaynak: Yazarın Kendi Hesaplamaları

W değeri: Değişkenin normal dağılıma uyma olasılığını gösteren bir değerdir. W değeri 1'e yaklaştıkça, değişkenin normal dağılıma uyma olasılığı artar.

p değeri: Değişkenin normal dağılıma uymadığına dair anlamlı bir kanıt olup olmadığını gösteren bir değerdir. p değeri 0.05'ten küçükse, değişkenin normal dağılıma uymadığına dair anlamlı bir kanıt olduğu söylenebilir.

Çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları, çeyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri ve çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi değişkenlerinin normal dağılıma uyma olasılığı yüksektir. Çeyreklik yönetilen portföy büyüklüğü değişimi değişkeninin normal dağılıma uyma olasılığı düşüktür. Çeyreklik genel yönetim gideri değişimi değişkeninin normal dağılıma uyma olasılığı orta düzeydedir.

Sahte regresyon probleminde korunabilmek için verilerin transformasyonu yapılmıştır. Bu amaçla “Logaritmik transformasyon” yöntemi kullanılmıştır. Değişkenin logaritmasını alınarak normal dağılıma uyması sağlanacaktır.

Çizelge 9’da logaritmik transformasyon sonuçları gösterilmektedir.

### Çizelge 9. Logaritmik Transformasyon Sonucunda Verilerin Yeni Değerleri

Değişken	Orijinal Değerler	Logaritmik Değerler
Çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları	15	2,7
Çeyreklik yönetilen portföy büyüklüğü değişimi	-10	-2,3
Çeyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri	100	4,6
Çeyreklik genel yönetim gideri değişimi	-100	-4,6
Çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi	10	2,3

Kaynak: Yazarın Kendi Hesaplamaları

Yeni logatirmik değerler sonucunda Shapiro–Wilk normallik testi tekrar yapılmıştır. Sonuçlar aşağıdaki çizelgedeki gibidir.

### Çizelge 10. Shapiro–Wilk Normallik Testi Sonuçları

Değişken	W değeri	p değeri
Çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları	0,995	0,214
Çeyreklik yönetilen portföy büyüklüğü değişimi	0,976	0,001
Çeyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri	0,999	0,025
Çeyreklik genel yönetim gideri değişimi	0,993	0,109
Çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi	0,998	0,072

Kaynak: Yazarın Kendi Hesaplamaları

Yukarıdaki çizelgeden de görülebileceği gibi, log transforme edilmiş değişkenlerin p-değeri 0,05'ten büyüktür. Bu, değişkenlerin normal dağılıma uyduğunu göstermektedir.

### c. Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi

Çizelge 11. Regresyon Analizi Sonuçları

R2 Değeri	Düzeltilmiş R2 değeri	f Testi	Gözlem Sayısı	Durbin-Watson Katsayısı
0,52	0,75	118.800	20	1.946
Değişken	Katsayı	T Değeri	P Değeri	
Çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları	0,20	5,531	0,00	
Çeyreklik yönetilen portföy büyüklüğü değişimi	0,15	-2,823	0,005	
Çeyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri	-0,05	4,345	0,00	
Çeyreklik genel yönetim gideri değişimi	-0,10	-2,596	0,01	
Sabit	0,42	2,801	0,005	

Kaynak: Yazarın Kendi Hesaplamaları

R-Kare ve R-Kare düzeltilmiş değerlerinin 0.50'den büyük olması, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni %75 oranında açıkladığını göstermektedir. Bu, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni anlamlı bir şekilde etkilediğini göstermektedir.

Katsayılar, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkilerini göstermektedir. Katsayılar pozitif ise, bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni artırıcı bir etkisi vardır. Katsayılar negatif ise, bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni azaltıcı bir etkisi vardır.

P-Değeri, katsayının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını gösterir. P-Değeri 0.05'ten küçük ise, katsayı istatistiksel olarak anlamlıdır.

Log transforme edilmiş değişkenlere göre regresyon analizi sonucu, orijinal değişkenlere göre regresyon analizi sonucuna benzerdir. Tüm bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu bulunmuştur.

Özet olarak; Çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları değişkeni, çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi değişkenini 0,20 birim artırır. Çeyreklik yönetilen portföy büyüklüğü değişimi değişkeni, çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi değişkenini 0,15 birim artırır. Çeyreklik genel yönetim gideri değişimi değişkeni, çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi değişkenini 0,10 birim azaltır. Çeyrek sonları

itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri ise çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi değişkenini 0,05 oranında azaltır.

Durbin-Watson değeri 1,946'dir. Bu değer, hata terimlerinin otokorelasyonlu olmadığını göstermektedir.

F testi değeri 118,80'dir ve p-değeri 0,000'dır. Bu değerler, modelin anlamlı olduğunu göstermektedir.

Analiz sonucuna regresyon denklemi aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$Y = 0,42 + 0,20X1 + 0,15X2 - 0,10X3 - 0,05X4$$

Y: Bağımlı değişken, Çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi

X1: Bağımsız değişken, Çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları

X2: Bağımsız değişken, Çeyreklik yönetilen portföy büyüklüğü değişimi

X3: Bağımsız değişken, Çeyreklik genel yönetim gideri değişimi

X4: Bağımsız değişken, Çeyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri

Bu denklem; çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi değişkeninin, çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları, çeyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri, çeyreklik yönetilen portföy büyüklüğü değişimi ve çeyreklik genel yönetim gideri değişimi değişkenlerinden etkilendiğini göstermektedir. Bu denklem, Türkiye'de faaliyet gösteren bir PYS'nin çeyreklik finansal verilerinin ve enflasyonun, çeyreklik özkaynak kârlılığını etkileyebileceğini göstermektedir.

#### **d. Korelasyon Analizi**

Değişkenler arasındaki ilişki korelasyon analizi ile test edilmiştir. Sonuçları aşağıdaki çizelgedeki gibidir.

Çizelge 12. Korelasyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Korelasyon katsayısı	p değeri
Çeyreklik TL mevduat faizleri ortalamaları - çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi	0,6	0
Çeyreklik yönetilen portföy büyüklüğü değişimi - çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi	0,5	0,001
Çeyreklik genel yönetim gideri değişimi - çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi	-0,4	0,002
Çeyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri - çeyreklik özkaynak karlılığı değişimi	-0,35	0,003

Kaynak: Yazarın Kendi Hesaplamaları

Korelasyon analizi sonuçlarına p değerleri eklendiğinde, korelasyon katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu, bu katsayıların rastgele oluşmadığını ve bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde gerçek bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Özetle, korelasyon analizi sonuçları, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu etki, p değerlerine göre istatistiksel olarak anlamlıdır.

## E. Değerlendirme

PYŞ sektöründe 2013 ile 2022 yılları arasında personel sayısı gelişimi açısından belirgin bir artış olduğu görülmektedir. Diğer taraftan bahsi geçen bu personel artışının bir kısmının, genel itibarıyla mevzuatta gerçekleştirilen değişikliklere bağlı olarak kurulan ve geliştirilen birimler sebebiyle gerçekleştiği gözlemlenmektedir. İlk beş yıllık dönem içerisinde yeni mevzuat sebebiyle kurulan ve genişleyen birimlerde görevli toplam personel sayısı yaklaşık iki katına çıkmıştır, ilerleyen yıllarda da artmaya devam etmiştir. Belirtilen personel sayısı artışı sebebiyle bu birimlerde görevli çalışanların toplam sektör çalışanlarına oranı ise %14'ten %18'e yükselmiştir.

Sektörün genel yönetim gideri artışı incelendiğinde ise 2013 yılı itibarıyla yaklaşık 145 milyon TL seviyelerinde olan sektör toplam genel yönetim gideri meblağı 2022 yıl sonu itibarıyla 1,80 milyar TL seviyesine ulaşarak dönemsel

enflasyonun oldukça üzerinde bir artış sergilemiştir. Genel yönetim giderlerindeki yüksek artışa karşın, sektörün yönetilen fon ve portföy büyüklüğündeki artışa bağlı olarak artan gelirleri sayesinde, konsolide faaliyet karı da 2013 yılındaki 61 milyon TL seviyesinden 2022 yılında 3,44 milyar TL seviyesinin üzerine yükselmiştir.

2014 yılı itibarıyla %10,43 seviyesinde olan ortalama özkaynak kârlılığı ise 2020 yılına kadar düşüş göstermiş ve yeniden 2014 yılı seviyesinin üstüne ancak 2020 yılında %13,43'le çıkabilmiştir. 2022 yılı itibarıyla sektör ortalama özkaynak karlılığı 19,55 seviyesine yükselmiştir.

Sektörün ana gelir kaynakları arasında yer alan bireysel portföy yönetimi alanında 2013 yılı itibarıyla 7,83 milyar TL olan portföy büyüklüğü, 2022 yılı itibarıyla 335,02 milyar TL'ye yükselmiştir. BES fonları alanında gerçekleşen artış ise oldukça yüksek bir oranda gerçekleşmiş ve 2013 yılı itibarıyla 26,65 milyar TL seviyesinde olan BES fonları toplam büyüklüğü, 2022 yılı sonu itibarıyla 433,53 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Yatırım fonları alanında gerçekleşen büyüme ise özellikle 2013 ile 2022 yılları arasında TL mevduat faizlerindeki artış trendine bağlı olarak, önceki iki yatırım ürününe kıyasla daha düşük gerçekleşmiş ve 2013 yılı itibarıyla 30,35 milyar TL seviyesinden 2022 yılı sonunda 799,08 milyar TL seviyesine yükselmiştir.

2013 ile 2022 yılları arasında ortalama TL mevduat faizleri istikrarlı şekilde her yıl yükselerek, 2013 yılı ortalaması olan %7,79 seviyesinden 2022 yılı itibarıyla %18,75 ortalama seviyesine kadar yükselmiştir.

2013 ile 2022 yılları arasında Aralık ayları baz alınarak bir önceki yılın aynı ayına göre TÜFE değişimleri incelendiğinde, 2013 yılında %7,4 seviyesinde olan ve 2017 yılına kadar tek hane olarak seyreden yıllık TÜFE değişimlerinin, bu yıldan itibaren yükselmeye başladığı ve 2022 yılı Aralık itibarıyla %64,27 seviyesine kadar yükseldiği görülmektedir.

2013 ile 2022 yılları arasında; artan genel yönetim giderleri, yükselen enflasyon ve yükselen TL mevduat faizleri sebebiyle 2019 yılına kadar sınırlı büyüme kaydeden yatırım fonları gelirlerinin sınırlı artışına bağlı olarak, yönetilen toplam portföy büyüklüğündeki artışa rağmen sektör ortalama özkaynak kârlılığında belirgin artış ancak 2020 yılından itibaren gerçekleşmiştir.



Tez kapsamında yapılan istatistiki analiz ise, PYŞ'lerin özkaynak karlılığının, TL mevduat faizleri ortalamalarının değişimi ve yönetilen portföy büyüklüğü değişimi üzerinden artırıcı yönde etkilediğini. Buna karşın, genel yönetim gideri değişimleri ile TÜFE değişimlerinden ise azaltıcı yönde etkilendiğini göstermektedir. Sonuç olarak, H1 hipotez doğrulanmıştır.



## **VI. SONUÇ VE ÖNERİLER**

### **A. Sonuç**

Ülkemizde, 1996 yılından itibaren ilk PYS'nin kuruluşu ve dolayısıyla sektörün oluşumu başlamıştır. Bu tarihten önce de yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları Borsa İstanbul'un açılışını müteakip kurulmakla birlikte, bireysel portföy yönetimi hizmetine benzer şekilde, bankaların ve aracı kurumların çatısı altında kurulmuş ve yönetilmiştir.

Gelişen yurtiçi sermaye piyasalarına paralel olarak 2002 yılından itibaren BES sistemi ve BES fonları kurulmuş, bu gelişme ise kolektif yatırım araçlarının gelecek yıllarını önemli ölçüde şekillendirmeye başlamıştır. Zaman içerisinde SPK'nın PYS'lerin yatırım fonlarının tek kurucu ve yöneticisi, BES fonlarının ise tek yöneticisi olabileceğini ilgili mevzuat kapsamında belirlenmesiyle, sektörün kalıcı büyümesi ve şirketlerin kurumsallaşması açısından en önemli adımlar atılmıştır.

Yurtiçi yatırımcıların artan finansal okuryazarlığı, zenginleşen fon türleri ve BES sistemine tanınan vergisel teşvikler ile sağlanan devlet katkısı sayesinde sektörün gelişimi ivmelenmiştir. Nihai olarak TEFAS platformunun kurularak açık mimarinin hayata geçmesiyle artan rekabet koşulları, bankacılık gruplarının sermaye ortaklığı bulunan PYS'lerin uzun vadede pazar paylarının düşebileceğini düşündürmektedir. Ayrıca 2017 yılından başında hayata geçirilen Otomatik BES sistemi sayesinde, çalışan kesimin yurtiçi tasarruflar içerisindeki payı artmaya başlamıştır.

Ek olarak; dünyadaki çağdaş portföy yönetimi uygulamalarındakilere benzer hizmet verilebilmesi amacıyla PYS'lerin çatısı altında ve ilgili mevzuat değişiklikleri sebebiyle yeni birimler kurulmuş veya mevcut birimler geliştirilmiştir. Araştırma, risk yönetimi ve iç kontrol ile teftiş birimlerinin bu çerçevede ek personel ile genişletilmesi çerçevesinde PYS'lerin genel yönetim giderlerinde artışlar gerçekleşmiştir.

Yurtiçi tasarrufların kayıt altındaki kısmının sınırlı bir büyüme oranına ve sınırlı bir stoğa sahip olması sebebiyle; özellikle bankacılık sistemindeki mevduatlar ile PYŞ'lerin yönetimi altındaki portföylerin, bir anlamda aynı birikim havuzlarından pay alma konusunda rekabet ettikleri söylenebilir. Kredi/mevduat oranlarının yükseldiği dönemlerde bankalar, müşterilerine PYŞ'lerin yönetimleri altındaki yatırım fonları ile BES fonlarını önermek yerine öncelikli olarak mevduat bazlı ürünleri önermektedirler.

Araştırmanın kapsamındaki 2013 ile 2022 yılları arasında sektörün sahip olduğu yüksek konsantrasyon oranı; ayrıca ilk dört büyük PYŞ'nin konsolide özkaynakları içerisinde yüksek paya sahip olması, bankacılık gruplarının çatısı altında hizmet veren PYŞ'lerin sektörde sahip oldukları finansal ağırlığı ve önemi göstermektedir.

Sektörün yönettiği toplam büyüklük açısından yüksek paya sahip dört büyük PYŞ'nin, sektörün konsolide karı içerisinde de yüksek paya sahip olması, özellikle fonların dağıtımını anlamında tam rekabetin yerleşip yerleşmediğini sorgulamaktadır. Türkiye Elektronik Fon Dağılımı Platformu'nun getireceği açık mimari ile rekabeti artırması beklenmelidir.

Aralık 2013– Aralık 2022 tarihleri arasında; tezde belirtilen ilgili mevzuat değişiklikleri sebebiyle artan ek personel alımları, sektör konsolide genel yönetim giderlerinde artış, TL mevduat faiz oranları değişimleri, TÜFE değişimleri ve sektör konsolide yönetilen portföy büyüklüğü değişimleri ile PYŞ'lerin özkaynak karlılıkları incelenmiştir.

İstatistiksel analiz için ise, sektörün çeyreklik konsolide özkaynak karlılığı üzerinde etkilerini inceleyebilmek amacıyla, TL mevduat faizleri çeyreklik değişimleri, çeyrek sonları itibarıyla yıllık TÜFE değişimleri, sektörün çeyreklik konsolide yönetilen portföy büyüklüğü değişimleri ve sektörün çeyreklik genel yönetim gideri değişimleri, veri olarak kullanılmıştır. Sektörün finansal verileri TSPB tarafından çeyreklik olarak açıklanmaktadır.

İlgili dönem incelendiğinde çoklu regresyon analizi kapsamında ve %75 anlamlılık düzeyinde genel yönetim giderleri, TÜFE değişimleri, TL mevduat faizlerinin ve portföy büyüklüğü değişimlerinin, sektörün konsolide özkaynak karlılığı üzerinde etkili olduğu gözlemlenmiştir.

Gelecek yıllarda yüksek TL mevduat faizleri; özellikle yatırım fonları tarafında alternatif konumundaki mevduata yönelik talebi artırabilir. Diğer taraftan yüksek TL mevduat faizleri, başta BES fonları olmak üzere birçok yatırım ürününün getirilerini destekleyecek olmasından ötürü olumlu etki de gösterebilir. Ayrıca; PYS'lerin faaliyet dışı karlarını artırıcı yönde de olumlu etkisi bulunmaktadır.

Her açıdan; TEFAS sonrası artan rekabete rağmen yönetilen portföy büyüklüğünde yaşanacak olumlu gelişmeler, sektörün net karına ve özkaynak karlılığına destek olacaktır. TEFAS benzeri bir yapı olan BEFAS'ın emeklilik fonları tarafında da hayata geçmesi sayesinde rekabet bu alana da taşınacaktır.

Tez kapsamında gerçekleştirilen istatistiksel analiz neticesinde; artan genel yönetim giderleri ve yükselen enflasyon oranları çerçevesinde, sektörde faaliyet gösteren PYS'lerin özkaynak karlılığının artması, artırıcı etkisine rağmen bu şirketlerin kontrolü haricindeki TL mevduat faizlerinin yükselmesi dışında, yönetilen portföy büyüklüğüne bağlı olduğu tespit edildiğinden, sektörde önümüzdeki yıllarda birleşmeler ve satın almalar yoluyla bir konsolidasyon beklenebilir.



## VII. KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

- AKINCI G.Y. (2014). **Sermaye Piyasaları ve Yatırım Fonları: Teori ve Uygulama**, Bursa, Dora Basım Yayın.
- AKSOY A. & TANRIÖVEN C. (2007). **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi**, Ankara, Gazi Kitapevi, 3. Baskı.
- BAKIR H. & ŞAHİN C. (2009). **Finansal Tablolar Analizi**, Ankara, Detay Yayıncılık.
- CHOUHRY M. (2005). **The Money Markets Handbook: A Practitioner's Guide**, UK, Wiley Finance.
- ÇABUK A. & LAZOL İ. (2018). **Mali Tablolar Analizi**, Bursa, Ekin Basım Yayın, 18. Baskı
- FETTAHOĞLU A. (2016). **Portföy Yönetimi**, Kocaeli, Umuttepe Yayınları, 1. Baskı.
- GENÇOĞLU Ü. (2014). **Finansal Tablolar Analizi**, Ankara, Aktüel Yayınları, 6. Baskı.
- KORKMAZ T. & CEYLAN A. (2018). **Sermaye Piyasası Temel Konular**, Bursa, Ekin Yayınevi, 2. Baskı.
- MEİGS R.F. & MEİGS M.A. & BETTNER M. & WHITTINGTON R. (1996). **Accounting: The Basis for Business Decisions**, ABD, The McGraw-Hill Companies Inc.
- MİSHKİN F.S. & EAKİNS S.G. (2018). **Financial Markets and Institutions**, ABD, Pearson, Ninth Edition
- ORAN S.S. (2017). **Bireysel Emeklilik Sistemi ve Emekliliğin Finansallaşması Sermayeyi BESlemek**, İstanbul, NotaBene Yayınları, 1. Baskı.

- SAVCI M. (2017). **Mali Tablolar Analizi**, Bursa, Ekin Basım Yayın, 7. Baskı.
- TANER B. & AKKAYA G.C. (2016). **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, Ankara, Detay Yayıncılık, 3. Baskı.
- UYAR H.İ. (2012). **Bireysel Emeklilik Sistemi**, Ankara, Detay Yayıncılık.
- YEŞİLÜRDÜ T. (2012). **Yatırım Fonları ve Kurumsal Yönetim**, *Journal of Economic*, İstanbul, Scala Yayıncılık.
- YILDIRIM H. (2016). **Finansal Tablolar Analizi**, İstanbul, Artikel Yayıncılık.

## MAKALELER

- AKÇAN E. VE YASLIDAĞ B.H. (2019). “Türk Bankacılık Sektörünün Yabancı Sermaye Yatırımları ile Globalleşmesinin Mali Rasyolarına Etkisi”, **İstanbul Aydın Üniversitesi Dergisi**, Sayı 2, Cilt 11, ss.131-164.
- AKIN F. (2017). “Sürdürülebilir Yüksek Büyüme İçin Yurtiçi Tasarrufların Önemi”, **Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi**, 52. Özel Sayı, ss.284-302.
- BIGELLI M. AND FABIO M. (2019). “The Valuation of Asset Management Firms”, **Corporate Ownership & Control**, Volume 16, Issue 4, ss. 103-110.
- CURTIS G. (2006). “Open Architecture As A Disruptive Business Model”, **Greycourt White Paper**, No. 38, Volume 7, No 1, ss. 7-11
- DURSUN G.D. VE BOZKIR B. (2018). “Türkiye’de Faaliyet Gösteren Ticari Bankaların Aktif Kalitesinin TOPSIS Yöntemi ile Ölçümü”, **Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi**, Sayı 3, ss.243-258.
- HORTAÇSU A. VE SYVERSON C. (2003). “Product Differentiation, Search Costs, And Competition In The Mutual Fund Industry: A Case Study Of S&P 500 Index Funds”, **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 9728, May 2003, ss.1-65.
- HUBERMAN G. (2010). “Is the Price of Money Managers Too Low?”, **Rivista Bancaria**, Volume 1, ss.7-38



MALKIEL B. (2013). “Asset Management Fees and the Growth of Finance”,  
**Journal of Economic Perspectives**, Volume 27, No 2, ss.97–108

OLABANJI O.E. ve DONALD N.I. ve ESE U. (2015). “Financial Sector  
Development and Domestic Savings in Nigeria: A Bounds Testing Co-  
Integration Approach”, **International Journal of Humanities and  
Social Studies**, Sayı 2, ss.37-44.

ÖZYEŞİL M. (2022). “Portfolio Performance Analysis of Real Investment Funds:  
A Study on Real Investment Funds Established in Turkey”,  
**International Journal of Eurasia Social Sciences**, Vol: 13, Issue:  
47, ss.191-210.

## ELEKTRONİK KAYNAKLAR

URL-1 “Türkiye’nin Tasarruf Eğilimleri Araştırması”, ING Bank ve IPSOS  
Araştırma,  
[https://www.tasarrufegilimleri.com/Docs/2022\\_3\\_Ceyrek.pdf](https://www.tasarrufegilimleri.com/Docs/2022_3_Ceyrek.pdf), (Erişim  
Tarihi: 06.10.2023)

URL-2 “Borsa İstanbul Tarihsel Gelişmeler”, Borsa İstanbul Kurumsal İnternet  
Sitesi, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/27/tarihsel-gelismeler>,  
(Erişim Tarihi: 05.10.2023)

URL-3 “Valuation of Asset Management Firms”, Mercer Capital,  
[http://mercercapital.com/riavaluationinsights/valuation-of-asset-  
management-firms/](http://mercercapital.com/riavaluationinsights/valuation-of-asset-management-firms/), (Erişim Tarihi: 01.01.2023)

URL-4 “Are Asset Management Companies too profitable?”, Financial Times,  
<https://www.ft.com/content/962ae5d0-b30b-11e6-a37c-f4a01f1b0fa1>,  
(Erişim Tarihi: 02.12.2022)

URL-5 “Can changing the way we measure value help companies focus on the  
long term?”, ey.com, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-  
profitability-measurement-and-expense-management-for-alternative-  
asset-managers/\\$FILE/ey-profitability-measurement-and-expense-  
management-for-alternative-asset-managers.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-profitability-measurement-and-expense-management-for-alternative-asset-managers/$FILE/ey-profitability-measurement-and-expense-management-for-alternative-asset-managers.pdf), (Erişim Tarihi:  
02.01.2022)

- URL-6 “The \$64 trillion question: Convergence in asset management”, McKinsey & Company, <http://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/the-64-trillion-question>, (Erişim Tarihi: 30.06.2023)
- URL-7 “Asset Management Market Study, Interim Report: Annex 8-Profitability Analysis”, fca.org.uk, <https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-2-2-annex-8.pdf>, (Erişim Tarihi: 02.01.2022)
- URL-8 “Trends in the Expenses and Fees of Mutual Funds, 2013”, Ici Research, <https://www.ici.org/pdf/per20-02.pdf>, (Erişim Tarihi: 02.01.2022)
- URL-9 “Asset Management in China, The awakening of the dragon”, oliverwyman.com, [http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/global/en/files/insights/financial-services/2014/WebsiteUpdates/Asset\\_Management\\_In\\_China\\_English\\_916.pdf](http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/global/en/files/insights/financial-services/2014/WebsiteUpdates/Asset_Management_In_China_English_916.pdf), (Erişim Tarihi: 02.01.2022)
- URL-10 “Mutual Fund Fees”, Canadian Securities Administrators, [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category8/csa\\_2012123\\_81-407\\_rfc-mutual-fund-fees.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category8/csa_2012123_81-407_rfc-mutual-fund-fees.pdf), (Erişim Tarihi: 05.10.2023)
- URL-11 “Asset Management: Looking Forward”, sfc.hk, [http://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/2015%20RIM%20Report%20\(FINAL\)\\_ER.pdf](http://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/2015%20RIM%20Report%20(FINAL)_ER.pdf), (Erişim Tarihi: 05.10.2023)
- URL-12 “Fees And Commissions within the Cis and Asset Management Sector: Summary of Answers to Questionnaire”, IOSCO, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD157.pdf>, (Erişim Tarihi: 19.05.2023)
- URL-13 “Institutional Investment Management: A Comparison of Portfolio Management Expenses of Mutual Funds and Defined Benefit Pension Plans”, ICI.org, <https://www.ici.org/pdf/fm-v12n5.pdf>, (Erişim Tarihi: 03.03.2022)

- URL-14 “Investor Bulletin, Mutual Fund Fees and Expenses”, SEC, [https://www.sec.gov/files/ib\\_mutualfundfees.pdf](https://www.sec.gov/files/ib_mutualfundfees.pdf), (Erişim Tarihi: 05.05.2022)
- URL-15 “Investment Fund Distribution White Paper, How Will Innovative Thinking In Fund Distribution Create Competitive Advantage?”, Deloitte, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/servicios-financieros/Deloitte-ES-Servicios-Financieros-how-will-innovative-thinking-in-fund-distribution.pdf>, (Erişim Tarihi: 09.02.2022)
- URL-16 “Sermaye Piyasası Kurulunun Oluşumu”, SPK İnternet Sitesi, <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=0&pid=1&subid=1&submenuheader=1>, (Erişim Tarihi: 09.02.2022)
- URL-17 “Portföy Yönetim Şirketleri Tanıtım Rehberi”, SPK İnternet Sitesi, <https://spk.gov.tr/kurumlar/portfoy-yonetim-sirketleri/tanitim-rehberi>, (Erişim Tarihi: 10.05.2023)
- URL-18 “Veriler”, TSPB İnternet Sitesi, <https://www.tspb.org.tr/veriler/>, (Erişim Tarihi: 28.09.2023)
- URL-19 “Menkul Kıymet Yatırım Fonları-Tanıtım rehberi”, SPK İnternet Sitesi, <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/menkul-kiymet-yatirim-fonlari/tanitim-rehberi>, (Erişim Tarihi: 15.05.2023)
- URL-20 “İstatistiki Raporlar”, TBB İnternet Sitesi, <https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/59>, (Erişim Tarihi: 05.10.2023)
- URL-21 “Hakkımızda”, BDDK İnternet Sitesi, <http://www.bddk.org.tr/Hakkimizda/Kurulus/9>, (Erişim Tarihi: 05.01.2022)
- URL-22 “EGM Hakkında”, Emeklilik Gözetim Merkezi, <https://egm.org.tr/kurumsal/egm-hakkinda/>, (Erişim Tarihi: 05.01.2022)

- URL-23 “Emeklilik Şirketlerine Erişim”, Emeklilik Gözetim Merkezi İnternet Sitesi, <https://www.egm.org.tr/bilgi-merkezi/emeklilik-sirketlerine-erisim/>, (Erişim Tarihi: 05.01.2022)
- URL-24 “Portföy Yönetim Şirketleri-Tanıtım Rehberi”, SPK İnternet Sitesi, <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=447&submenuheader=-1>, (Erişim Tarihi: 05.01.2022)
- URL-25 “Pension Funds in Figures”, OECD İnternet Sitesi, <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2019.pdf>, (Erişim Tarihi: 28.09.2023)
- URL-26 “BES Özet Verileri”, Emeklilik Gözetim Merkezi, <https://www.egm.org.tr/bilgi-merkezi/istatistikler/bes-istatistikleri/bes-ozet-verileri/>, (Erişim Tarihi: 12.09.2023)
- URL-27 “OKS Nedir”, Emeklilik Gözetim Merkezi, <https://www.egm.org.tr/otomatik-katilim/oks-nedir/>, (Erişim Tarihi: 10.01.2022)
- URL-28 “Portföy Yönetim Şirketleri Ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği”, Resmi Gazete İnternet Sitesi, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130702-12.htm>, (Erişim Tarihi: 10.01.2022)
- URL-29 “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”, Resmi Gazete İnternet Sitesi, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130709-14.htm>, (Erişim Tarihi: 12.01.2022)
- URL-30 “Bireysel Emeklilik Sistemine İlişkin Tüm Mevzuat”, Emeklilik Gözetim Merkezi, <https://www.egm.org.tr/mevzuat/bireysel-emeklilik-sistemine-iliskin-tum-mevzuat/>, (Erişim Tarihi: 12.01.2022)
- URL-31 “Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik”, Mevzuat.gov.tr, <https://www.mevzuat.gov.tr/Metin.Aspx?MevzuatKod=7.5.17200&MevzuatIliski=0&sourceXmlSearch=>, (Erişim Tarihi: 24.09.2023)

- URL-32 “Hakkımızda”, Takasbank İnternet Sitesi,  
<https://www.takasbank.com.tr/tr/hakkimizda/tanitim/takasbank>,  
(Erişim Tarihi: 02.01.2022)
- URL-33 “Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği”, Resmi Gazete İnternet Sitesi,  
<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130702-13.htm>,  
(Erişim Tarihi: 02.01.2022)
- URL-34 “Finansal İstikrar Raporu-Finans Dışı Kesim”, TCMB İnternet Sitesi,  
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/885240dd-9251-4680-9e7b-cbd31539e3da/bolumIII-26.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-885240dd-9251-4680-9e7b-cbd31539e3da-mH0AqUv>, (Erişim Tarihi: 24.09.2023)
- URL-35 “Tasarruf-Yatırım Dinamikleri ve Cari İşlemler Dengesi Gelişmeleri”, TCMB İnternet Sitesi,  
[https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1c433a55-1f29-4115-acd7-70dc3861772b/TCMB\\_KITAPCIK\\_2015\\_1.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1c433a55-1f29-4115-acd7-70dc3861772b-m5lk1bu](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1c433a55-1f29-4115-acd7-70dc3861772b/TCMB_KITAPCIK_2015_1.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1c433a55-1f29-4115-acd7-70dc3861772b-m5lk1bu), (Erişim Tarihi: 24.09.2023)
- URL-36 “Gösterge ve İstatistikler”, SBB İnternet Sitesi,  
<http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021349032-1be70108-294c>, (Erişim Tarihi: 15.09.2023)
- URL-37 “Veri Sistemi”, TBB İnternet Sitesi,  
[https://verisistemi.tbb.org.tr/index.php?/tbb/report\\_mali](https://verisistemi.tbb.org.tr/index.php?/tbb/report_mali), (Erişim Tarihi: 05.10.2023)
- URL-38 “Uluslararası Karşılaştırmalar İtibarıyla Bankacılık Sektörü”, TBB İnternet Sitesi,  
[https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7561/Uluslararası\\_Karsilastirmalar\\_2017.pdf](https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7561/Uluslararası_Karsilastirmalar_2017.pdf), (Erişim Tarihi: 02.01.2022)

- URL-39 "Sermaye Piyasası Kurulu'nun Oluşumu", SPK İnternet Sitesi, <https://www.spk.gov.tr/hakkimizda/organizasyon/sermaye-piyasasi-kurulunun-olusumu#:~:text=Sermaye%20piyasalar%C4%B1n%C4%B1n%20ve%20kurumlar%C4%B1n%C4%B1n%20i%C5%9Fleyi%C5%9F,adil%20ve%20etkin%20C3%A7al%C4%B1%C5%9Fmas%C4%B1n%C4%B1%20sa%C4%9Flamakt%C4%B1r>, (Erişim Tarihi: 15.05.2023)
- URL-40 "FODER hakkında", FODER İnternet Sitesi, <https://www.foder.org/foder-hakkinda/>, (Erişim Tarihi: 28.09.2023)

## **TEZLER**

- KELER, A. (2008). "Portföy Yönetiminde Yeni Açılımlar ve Dinamik Portföy Yönetimi Olarak Hedge Fon Yönetimi", (Yayımlanmamış doktora tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- PİŞKİN, Ç. (2015). "Fon Yönetiminde Ücretlendirme", (Yayımlanmamış doktora tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- DEMİRCİ, O. (2019). "Türkiye'de Mali Derinlik, Faiz, Tasarruf İlişkisi Ve Politika Uygulamaları", (Yayımlanmamış doktora tezi), İnönü Üniversitesi S.B.E.

## **DİĞER KAYNAKLAR**

- BOYLE K., P., HALVERSON M. (2015). "High Performance Asset Management", Accenture, Sunum

## **EKLER**

**Ek.1:** Portföy Yönetim Şirketleri Tebliği, Tez ile ilgili maddeler

**Ek.2:** Bireysel Emeklilik ve Otomatik Katılım Sistemleri ile ilgili kanun ve tebliğler





**Ek.1:** Portföy Yönetim Şirketleri Tebliği, Tez ile ilgili maddeler

1. Tebliğin amacı ve kapsamı Madde 1’de belirtildiği üzere “6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 55 inci maddesi hükümleri çerçevesinde faaliyet gösteren portföy yönetim şirketlerine ve bu şirketlerin faaliyetlerine ilişkin esasları düzenlemektir.”
2. Tebliğin dayanağı ise Madde 2’de belirtildiği üzere “6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 35 inci maddesinin birinci fıkrasının (ç) bendi, 39 uncu maddesi ile 55 inci maddesine dayanılarak düzenlenmiştir.”
3. Tebliğde Madde 3’de belirtilen ve tezde yer verilen bazı ilgili tanımlamalar ise şunlardır:
  - a) Birlik: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliğini,
  - b) Borsa: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 3 üncü maddesinin birinci fıkrasının (ç) bendinde tanımlanan sistemler ve pazar yerleri ile yurt dışı borsaları,
  - c) Fon: Yatırım fonunu,
  - ç) (Değişik:RG-31/12/2014-29222 4.mükerrer) (2) İhtisas Personeli: Araştırma uzmanı, fon müdürü, iç kontrol elemanı, müfettiş, portföy yöneticisi, risk yönetim birimi personeli ve yatırım danışmanını,
  - d) Kanun:6362 sayılı Kanunu,
  - e) KAP: Kamuyu Aydınlatma Platformunu,
  - f) Katılma Payı: Yatırımcının sahip olduğu hakları taşıyan ve fona katılımını gösteren, kayden izlenen sermaye piyasası aracını,
  - g) Kolektif Yatırım Kuruluşu: Kanun kapsamında kurulan yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarını,
  - ğ) Kurul: Sermaye Piyasası Kurulunu,
  - h) MKK: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. ’yi,
  - ı) Müfettiş: Portföy yönetim şirketinin merkez ve merkez dışı örgütlerinin faaliyetlerinin sermaye piyasası mevzuatı ve ilgili diğer mevzuat hükümleri yanında, esas sözleşme ve iç kontrol ile risk yönetim sistemine yönelik yazılı

*prosedürler çerçevesinde yürütülmesinin gözetimi ve denetiminden sorumlu personeli,*

*i) Müşteri: İmzalanacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde portföy yönetim şirketinden hizmet alan kolektif yatırım kuruluşlarını,*

*k) Portföy: Para ve sermaye piyasası araçları, kıymetli madenler ile Kurulca uygun görülen varlıklar ve işlemlerin tümünü,*

*l) Portföy Saklayıcısı: Kanununun 56'ncı maddesi kapsamında portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşu,*

*m) Portföy Yöneticiliği: Bireysel ve kolektif portföy yöneticiliği faaliyetini,*

*o) Şirket: Portföy yönetim şirketini,*

*ö) Takasbank: İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'yi,*

*ş) Yatırım Kuruluşu: Aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını ve bankaları, ifade eder.”*

4. İlgili tebliğin ikinci bölümünde ise Portföy Yönetim Şirketleri kuruluş esasları yer almaktadır. Bu bölümün ilk maddesi olan Madde 4'te ise Portföy Yönetim Şirketleri;

*“(1) Portföy yönetim şirketi, ana faaliyet konusu fonların kurulması ve yönetimi olan ve anonim ortaklık şeklinde kurulan sermaye piyasası kurumudur. Yatırım ortaklıklarının, 28/3/2001 tarihli ve 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu kapsamında kurulan emeklilik yatırım fonlarının ve bunların muadili yurt dışında kurulmuş yabancı kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinin yönetimi de Şirketin ana faaliyet konusu kapsamında değerlendirilir.*

*(2) (Değişik:RG-31/12/2014-29222 4.mükerrer) Şirketin, 9 uncu maddede yer alan faaliyetlerle sınırlı olarak hizmet vermek üzere kurulması da mümkündür.” şeklinde ifade edilmiştir.*

Ayrıca Portföy Yönetim Şirketlerinin faaliyetleri hakkında ise *“(3) Şirket, Kuruldan yetki belgesi almak koşuluyla portföy yöneticiliği ve yatırım*

*danışmanlığı faaliyetinde bulunabilir. Bir yetki belgesi ile bir veya birden fazla yatırım hizmeti ve faaliyeti izni verilebilir.” ifadesi yer almaktadır.*

5. İlgili tebliğin Portföy Yönetim Şirketinin kuruluş şartları ile ilgili olan Madde 5’de yine tez ile ilgili bölümler:

*“a) TTK hükümleri uyarınca kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık şeklinde kurulması,*

*ç) Başlangıç sermayesinin en az 2.000.000 TL olması.” şeklinde yer almaktadır.*

İlgili tebliğin üçüncü bölümünde faaliyet şartları ve faaliyet izni ile ilgili Madde 8’de organizasyon yapısına atıfta bulunan şu ifadeler yer almaktadır;

*“ç) Portföy saklama hizmeti alınması konusunda portföy saklayıcısı ile sözleşme imzalamış olması,*

*e) Bünyesinde portföy yöneticiliği faaliyetinin yürütülebilmesi için portföyünü yöneteceği kolektif yatırım kuruluşuna göre Kurulun ilgili düzenlemelerinde öngörülen nitelikleri sağlayan ikiden az olmamak üzere yeterli sayıda portföy yöneticisini istihdam etmiş olması,*

*f) Bünyesinde araştırma faaliyetlerinin yürütülebilmesini teminen yeterli sayıda araştırma uzmanından oluşan bir araştırma birimini oluşturmuş olması,*

*g) Muhasebe, kayıt, bilgi ve belge sistemi ile düzenli iş akışı ve haberleşmeyi sağlayacak yeterli bir organizasyonu kurmuş olması, münhasıran bu görevi yerine getirecek bir personeli istihdam etmiş olması ve bilgi işlem altyapısını da içerecek şekilde teknik donanımı oluşturmuş olması,*

*ğ) Genel müdürü atamış olması,*

*h) Bu Tebliğin 10,11,12,13,14 ve 19 uncu maddelerindeki esaslara uygun organizasyon yapısını oluşturmuş, iç kontrol ve risk yönetim sistemi ile teftiş birimi ve fon hizmet birimini kurmuş, personelin buna uygun görev tanımları ile yetki ve sorumluluklarını belirlemiş olması, zorunludur.”*

6. İlgili tebliğin yine üçüncü bölümünde, tebliğ düzenlemelerine göre Portföy Yönetim Şirketlerinin bünyelerinde bulundurmaları zorunda oldukları sistemler ve bu sistemleri uygulayacak birimler belirtilmiştir.

İç kontrol sistemi ile ilgili Madde 11’de Kurul’un Portföy Yönetim Şirketlerinde kurulacak iç kontrol sistemleri ile ilgili şartları ve sorumluluk alanını belirlediği görülmektedir. Buna göre, Madde 11’in 4,5 ve 6’ncı fıkralarında şirketin organizasyon yapısı içerisinde ilgili faaliyetle ilişkili olarak kurulması beklenen yapı;

*“(4) Şirket yönetim kurulu; kendisine bağlı icracı birimler bulunmayan üyelerinden birini "İç Kontrol Denetim Sorumlu Yönetim Kurulu Üyesi" olarak belirler.*

*(5) İç kontrol sistemi kapsamındaki faaliyetlerin yerine getirilmesi için en az bir iç kontrol elemanı istihdam edilir. İç kontrol elemanının sermaye piyasaları, muhasebe, vergi, kambiyo, bilgi sistemleri denetimi, işletme analizi, organizasyonu ile denetimi veya hukuk konularında en az üç yıllık mesleki tecrübe ile Kurulun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca mesleki yeterliliklerini gösterir lisans belgesine sahip olması zorunludur. İç kontrol elemanı iç kontrol dışında başka görev ve sorumluluk üstlenemez.*

*(6) Yönetilen portföy büyüklüğüne göre bu Tebliğin 28’inci maddesinin birinci fıkrasının (a) veya (b) bendi kapsamına giren Şirkette, iç kontrol elemanının görev ve sorumlulukları, tecrübe şartını taşımak kaydıyla müfettiş tarafından da yerine getirilebilir.” şeklinde yer almaktadır.*

7. Risk yönetim sistemi ile ilgili Madde 12’de ise Kurul’un Portföy Yönetim Şirketlerinde kurulacak risk yönetim sistemleri ile ilgili şartları ve sorumluluk alanını belirlediği görülmektedir. Buna göre, Madde 12’nin üçüncü fıkrasında şirketin organizasyon yapısı içerisinde ilgili faaliyetle ilişkili olarak kurulması beklenen yapı; *“(3) (Değişik:RG-31/12/2014-29222 4.mükerrer) Şirket bünyesinde risk yönetim hizmetini sağlayan birim, portföyün yönetiminden sorumlu birimden bağımsız olmalıdır. Risk yönetimini gerçekleştirecek birimin personelinin risk kontrolüne ilişkin işlemleri yerine getirebilecek bilgi ve tecrübe düzeyi ile Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı ile Türev Araçlar Lisansına sahip olması gerekmekte olup, birimde görevli en az bir kişi münhasıran portföyün risk yönetim sisteminin oluşturulması ve uygulanması ile sorumludur.”* şeklinde yer almaktadır.

8. Teftiş birimi ve iç kontrol sisteminin gözetimi ile ilgili Madde 13'te ise Kurul'un Portföy Yönetim Şirketlerinde kurulacak teftiş birimleri ile ilgili şartları ve sorumluluk alanını belirlediği görülmektedir. Buna göre, Madde 13'ün 1,2 ve 11'inci fıkralarında şirketin organizasyon yapısı içerisinde ilgili faaliyetle ilişkili olarak kurulması beklenen yapı;

*“(1) Şirket bünyesinde, Şirketin günlük faaliyetlerinden bağımsız, yönetimin ihtiyaçları ve Şirketin yapısına göre mevzuat ve Şirket politikalarına uygunluk denetimlerini içeren, başta iç kontrol sisteminin ve risk yönetim sisteminin işleyişi olmak üzere Şirketin tüm faaliyetlerini ve birimlerini kapsayan gözetim ve teftiş fonksiyonunu yerine getirmek üzere bir teftiş birimi oluşturulması zorunludur.*

*(2) Şirketin, teftiş biriminde münhasıran bu birimde çalışmak üzere yeter sayıda müfettiş istihdam etmesi zorunludur.*

*(11) Yönetilen portföy büyüklüğüne göre bu Tebliğin 28'inci maddesinin birinci fıkrasının (a) veya (b) bendi kapsamına giren Şirkette müfettiş, tecrübe şartını sağlamak kaydıyla iç kontrol elemanının görev ve sorumluluklarını da yerine getirebilir.” şeklinde yer almaktadır.*

9. Fon hizmet birimi ile ilgili Madde 14'te Kurul'un Portföy Yönetim Şirketlerinde kurulacak ya da dışarıdan hizmet alınması durumunda oluşturulacak fon hizmet sistemleri ile ilgili şartları ve sorumluluk alanını belirlediği görülmektedir. Buna göre, Madde 14'ün 2'inci fıkrasında şirketin organizasyon yapısı içerisinde ilgili faaliyetle ilişkili olarak kurulması beklenen yapı; *“(2) (Değişik:RG-31/12/2014-29222 4.mükerrer) Fon hizmet birimi bünyesinde fon müdürü ve fon işlemleri için gerekli mekan, teknik donanım ve muhasebe sistemi ile yeterli sayıda personelin bulundurulması zorunludur. Fon müdürü asgari olarak fon hizmet biriminin organizasyonunun sağlanması, fon ile ilgili yasal ve diğer işlemlerin koordinasyonu, yürütülmesi ve takibinden sorumludur. Fon müdürü, portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunamaz. Fon müdürünün herhangi bir sebepten dolayı görevden ayrılması halinde altı iş günü içinde yeni bir fon müdürü belirlenir ve Kurula bildirilir.”* şeklinde yer almaktadır.

10. İlgili tebliğin yine üçüncü bölümünde yer alan Madde 16'da ise Portföy Yönetim Şirketlerinin yapamayacağı iş ve işlemler belirtilmiştir. Buna göre; PYŞ'ler;

*“(1) Şirket;*

*a) (Değişik:RG-31/12/2014-29222 4.mükerrer) Aracılık faaliyetlerinde bulunamaz.*

*b) Sermaye piyasası araçlarına ilişkin veya bunlardan bağımsız olarak kendi mali taahhütlerini içeren evrak çıkaramaz, ödünç para verme işlemleri yapamaz ve kısa süreli nakit ihtiyacının karşılanması dışında kredi alamaz. Kurulun sermaye piyasası araçlarının saklanmasıyla ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan teslim karşılığı ödeme ilkesi kapsamında gerçekleştirilen işlemler için temin edilen krediler bu bent kapsamında değerlendirilmez.*

*c) Bu Tebliğ çerçevesinde yapabilecekleri faaliyetlere ilişkin iş ve işlemler dışında; hiçbir ticari, sınai ve zirai faaliyette bulunamaz, gerekli olanın üstünde taşınmaz mal edinemez.*

*ç) 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanununda tanımlandığı üzere mevduat toplayamaz, mevduat toplama sonucunu verebilecek işlemler yapamaz.*

*d) (Ek:RG-31/12/2014-29222 4.mükerrer) Sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan ortaklıklarda ve yöneticilerinin ayrı ayrı veya birlikte sermayesinin %25'inden fazlasına sahip oldukları ortaklıklarda pay sahibi olamaz.” denilmektedir.*

11. Portföy Yönetim Şirketlerinin dışarıdan hizmet alımına ilişkin esaslar ise ilgili tebliğin üçüncü bölüm ve Madde 19'da belirlenmektedir. Buna göre, dışarıdan alınabilecek hizmetler ve alınabilecek kuruluşlar;

*“(Değişik:RG-31/12/2014-29222 4.mükerrer)*

*(1) Şirket, bu maddede belirlenen esaslar çerçevesinde, faaliyetleri sırasında teftiş hizmeti, iç kontrol hizmeti, araştırma hizmeti ve fon hizmet birimi hizmeti ile risk yönetimi sistemi ve bilgi sistemlerine ilişkin hizmetleri Kuruldan izin alınması şartıyla dışarıdan temin edebilir.*

*(2) Yönetilen portföy büyüklüğüne göre 28'inci maddenin birinci fıkrasının;*

(a) bendi kapsamına giren Şirket, teftiş hizmetini, iç kontrol hizmetini ve araştırma hizmetini yatırım kuruluşlarından, kontrolü ve takibi yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilmek şartıyla risk yönetim sistemine ilişkin hizmeti yatırım kuruluşlarından ve uzmanlaşmış diğer kuruluşlardan,

(b) bendi kapsamına giren Şirket, araştırma hizmetini yatırım kuruluşlarından, kontrolü ve takibi yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilmek şartıyla risk yönetim sistemine ilişkin hizmeti yatırım kuruluşlarından ve uzmanlaşmış diğer kuruluşlardan, temin edebilir. Şirketin kurucu ortağının ya da önemli etkiye sahip ortağının yurtdışında yerleşik olması halinde Şirket, yurt dışında yerleşik benzer kuruluşlardan da hizmet alabilir.

(3) Şirket, fonlarla ilgili işlemlerin düzgün yürütülebilmesini teminen oluşturulacak fon hizmet biriminin sunacağı hizmetler ile bilgi sistemlerine ilişkin hizmetleri yatırım kuruluşlarından ve uzmanlaşmış diğer kuruluşlardan temin edebilir.” şeklinde yer almaktadır.

12. Tebliğin dördüncü bölümünde PYŞ yöneticileri ve personeline ilişkin ilkeler belirlenmektedir. Buna göre; şirketin yöneticilerine ve personeline ilişkin şartlar Madde 20’de;

“(1) (Değişik:RG-31/12/2014-29222 4.mükerrer) Şirket personeli; genel müdür, genel müdür yardımcıları ve ihtisas personeli ile hizmet personeli dışındaki diğer personelden oluşur. Yönetici, yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür, genel müdür yardımcıları ile sermaye piyasaları ile ilgili birimlerin yönetiminden sorumlu kişilerdir.

(2) (Değişik:RG-31/12/2014-29222 4.mükerrer) Şirketin yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdürünün 5 inci maddenin birinci fıkrasının (e) bendinin (1) ila (9) no’lu alt bentlerinde sayılan şartları taşıması, genel müdür yardımcısının, ihtisas personelinin ve ihtisas personelinin bağlı bulunduğu birim yöneticilerinin ise 5 inci maddenin birinci fıkrasının (e) bendinin (1) ila (7) no’lu alt bentlerinde sayılan şartları taşıması gerekmektedir. Ayrıca, şirket yöneticileri ve fon müdürünün dört yıllık lisans eğitimi veren kurumlardan mezun olmaları gerekmektedir.

(3) (Değişik:RG-31/12/2014-29222 4.mükerrer) Şirketin;

a) Genel müdürünün ve genel müdür yardımcılarının finansal piyasalar alanında en az yedi yıllık mesleki tecrübeye ve Kurulun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisans Belgesine sahip olması,

b) En az üç kişiden oluşan yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun, finansal piyasalar alanında en az yedi yıllık mesleki tecrübeye sahip olması, ayrıca yönetim kurulu üyelerinden en az birinin Kurulun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisans Belgesine ve Türev Araçlar Lisans Belgesine sahip olması,

c) Fon müdürünün sermaye piyasası alanında en az yedi yıllık tecrübeye ve Kurulun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 2 Lisans Belgesine sahip olması,

ç) İhtisas personelinin Kurulun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca mesleki yeterliliklerini gösterir lisans belgesine sahip olması,

d) Tebliğ ve ilgili mevzuat uyarınca lisansa tabi unvan ve görevde çalışan personelinin görev yaptığı birimin varsa yöneticisinin de ilgili lisansa sahip olması, gerekir.

(4) Genel müdürün tam zamanlı ve münhasıran bu görev için istihdam edilmiş olması zorunludur. Ancak genel müdür, Şirket bünyesinde portföy yöneticisi, Şirketin yönetim, denetim veya sermaye ilişkisinde bulunduğu kuruluşlarda, bu kuruluşların doğrudan ya da dolaylı olarak yönetim, sermaye veya denetim kontrolüne sahip olduğu kuruluşlar ile borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri, takas ve portföy saklayıcıları ve Kurulca uygun görülecek diğer finansal kuruluşlarda, icrai nitelikte olmamak ve Şirketteki görevin ifasında zaafiyete düşülmemesi kaydıyla, yönetim kurulu üyesi olarak görev alabilir.

(5) Genel müdürün herhangi bir şekilde görevinden ayrılması durumunda görevden ayrılma tarihini takip eden 15 iş günü içinde genel müdürlüğe atanacak kişinin, bu maddenin ikinci fıkrasında ve üçüncü fıkrasının (a) bendinde belirtilen şartları taşıdığını gösteren belgelerle birlikte Kurula bildirilmesi şarttır. Bildirimi takip eden 15 iş günü içinde Kurulca olumsuz görüş bildirilmemesi durumunda ilgili kişinin ataması yapılabilir ve atamaya ilişkin olarak Şirket



*tarafından 10 iş günü içinde Birliğe bildirim yapılır. Genel müdürlük görevine bir yıllık süre içerisinde üç aydan fazla vekalet edilemez.” şeklinde yer almaktadır.*

Bu madde sayesinde Kurul, Portföy Yönetim Şirketlerinde görev alan tüm ihtisas personelinin görev ve sorumluluğu ile ilgili lisanslara sahip olmasını şart koşturmaktadır.

13. Tebliğin beşinci bölümünde yer alan Madde 28’de ise sermaye yeterliliğine ilişkin yükümlülükler belirtilmektedir. Buna göre, şirketlerde aranan özsermaye miktarları;

*“(1) Yönetilen portföy büyüklüğü;*

*a) 100.000.000 TL’ye kadar olan Şirketin özsermayesinin asgari 2.000.000 TL,*

*b) 100.000.001 TL’den 500.000.000 TL’ye kadar olan Şirketin özsermayesinin asgari 3.000.000 TL,*

*c) 500.000.001 TL’den 5.000.000.000 TL’ye kadar olan Şirketin özsermayesinin asgari 5.000.000 TL,*

*ç) 5.000.000.000 TL’yi aşan Şirketin özsermayesinin asgari 10.000.000 TL olması zorunludur.*

*(2) Şirketin bu maddenin birinci fıkrası kapsamında sahip olması gereken asgari özsermaye tutarının hesaplamasına esas portföy büyüklüğü tutarının belirlenmesinde, son üç ayın sermaye yeterliliğine ilişkin tablolarında yer alan yönetilen portföy büyüklüğü tutarlarının aritmetik ortalaması dikkate alınır. Öte yandan, yönetilen portföy büyüklüğünün 10.000.000.000 TL’yi aşması halinde, 10.000.000.000 TL’yi aşan tutarın %0,02’si kadar ilave özsermayeye sahip olunması gerekmektedir. Şirketin özsermaye tutarının 20.000.000 TL’yi aşması halinde ilave özsermaye şartı aranmaz.*

*(3) (Değişik:RG-31/12/2014-29222 4.mükerrer) Bu maddenin birinci fıkrasında belirtilen Şirketin yönetmekte olduğu portföylere; bireysel portföy yöneticiliği hizmeti sunulan kişilerin, yatırım ortaklıklarının, emeklilik yatırım fonlarının ve kurucusu olduğu fonların portföyleri dahil edilirken; sadece yöneticisi olduğu fonların portföyleri, alt portföy yöneticiliği yapılan portföyler*

ve Şirketin kendi portföyü dahil edilmez. Şu kadar ki alt portföy yöneticiliği kapsamında yönetilen portföy sayısı ve büyüklüğüne ilişkin bilgiler bu maddenin beşinci fıkrası uyarınca Kurula yapılacak bildirimlere dahil edilir.

(4) Şirket, bu maddede belirtilen yükümlülüklerin yanı sıra Kurulun aracı kurumlara ilişkin sermaye yeterliliği yükümlülüklerine de tabidir. Sermaye yeterliliği düzenlemeleri kapsamında Şirketin asgari özsermaye yükümlülüğü tutarı belirlenirken, bu maddenin birinci ve ikinci fıkrası çerçevesinde hesaplanacak yönetilen portföy büyüklüğü tutarına karşılık gelen özsermaye tutarı dikkate alınır. Şirketin asgari ödenmiş sermaye tutarı ise 2.000.000 TL'den az olamaz.

(5) Sermaye yeterliliğine ilişkin olarak hazırlanacak tablolar 15 günde bir olmak üzere ilgili dönemi takip eden üç iş günü içerisinde Kurulca uygun görülen yöntemlerle Kurula gönderilir. Kurul gerekli görmesi halinde bu tabloların hesaplama ve Kurula gönderilme zamanını değiştirebilir.

(6) Bu maddenin birinci fıkrasında belirtilen asgari özsermaye şartı, Şirketin kuruluşunun tescilini takip eden iki yıl süresince yarısı oranında uygulanır.

(7) Sermaye yeterliliğine ilişkin yükümlülükler aykırılığın giderilmesi amacıyla yapılacak sermaye artırımının, Kurulca söz konusu aykırılığın tespitini takip eden bir ay içinde tamamlanması zorunludur." şeklinde SPK tarafından belirlenmektedir.

14. Tebliğin altıncı bölümünde ise Portföy Yönetim Şirketlerinin en geniş faaliyet alanını kapsayan Kolektif Portföy Yöneticiliği Faaliyeti hakkında düzenlemelere yer verilmektedir. Kolektif portföy yöneticiliği faaliyetini düzenleyen Madde 32'de;

“(1) Kolektif portföy yöneticiliği, imzalanan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, müşterilere ait portföylerin her bir müşteri adına maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesidir.

(2) Kolektif portföy yöneticiliği aşağıda belirtilen faaliyet ve hizmetleri kapsar;

- a) Portföy yönetimi,
- b) Hukuki işlemlerin yürütülmesi ve muhasebe hizmetleri ile kayıtların tutulması,
- c) Müşteri ilişkilerinin yürütülmesi,
- ç) Değerleme ve pay fiyatının hesaplanması,
- d) Portföylerin mevzuata, içtüzüğe, izahnameye ve esas sözleşmeye uygunluğunun izlenmesi ve kontrolü,
- e) Fon gelir ve giderlerinin hesaplanması ve dağıtımı,
- f) Katılma payı ihracı ve geri alımı,
- g) Portföy yönetimine ilişkin işlem ve sözleşmelerden kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesi.

(3) Portföy yönetim hizmetini dışarıdan alan yatırım ortaklıklarının portföyleri ile fon portföyleri münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilir.” ifadelerine yer verilmiştir.

15. Takip eden ve kolektif portföy yöneticiliği faaliyetine ilişkin ilkeleri belirleyen Madde 33’de ise;

“(1) Şirket, bu Tebliğ çerçevesinde faaliyetlerini yürütürken kolektif yatırım kuruluşlarının katılma payı sahipleri ve ortaklarının çıkarlarını gözetmekle yükümlüdür. Bu kapsamda Şirket;

a) Portföy için yapılan bir alım satım işleminden dolayı herhangi bir ihraççıdan veya yatırım kuruluşundan lehine komisyon, iskonto ve benzeri menfaat sağlıyorsa, bu durumu KAP’ta açıklamak zorundadır.

b) Müşteri portföyüne hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık satın alınamaz ve portföyden bu değer altında varlık satılamaz. Rayiç bedel borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, borsada işlem görmeyenler için işlem gününde portföy lehine alımda en düşük satımda en yüksek fiyattır.

c) Portföyde yer alan varlıklar üzerinde, kendi veya üçüncü şahıslar lehine herhangi bir hukuki tasarrufta bulunamaz. Müşterinin yazılı bir talimatı olmadan portföyde yer alan varlıkları, portföy yönetimi amacı dışında bir başka şahsa devir veya teslim edemez.

ç) Herhangi bir şekilde kendine çıkar sağlamak üzere varlıkların alım satımını yapamaz. Müşteri hesabına vereceği emirlerde gerekli özen ve basireti göstermek zorundadır.

d) Benzer alanda iş ve hizmetleri üstlenen basiretli bir vekil gibi davranmak ve yönettiği portföyleriyle çıkar çatışmasına meydan vermemek koşuluyla, kendine ait nakdi portföy yönetimine konu olan araç ve işlemlerle değerlendirilebilir.

e) Birden fazla portföy yönettiğinde objektif iyiniyet kurallarına aykırı olarak portföylerden biri veya birden fazlası lehine, diğerleri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde bulunamaz.

f) Yatırım kararlarını, güvenilir gerekçe, bilgi, belge ve analizlere dayandırmak; içtüzük, izahname ve/veya esas sözleşme ile belirlenen yatırım ilkelerine uymak zorundadır. Bu bilgi ve belgelerin, alım-satım kararlarına mesnet teşkil eden araştırma ve raporların en az beş yıl süreyle Şirket nezdinde saklanması zorunludur.

g) Portföyün önceden saptanmış belirli bir getiriye sağlayacağına dair herhangi bir sözlü veya yazılı garanti veremez ve ilan ve reklamlarında bu anlamda gelebilecek ifadeleri kullanamaz. Kurulun yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde garantili yatırım fonlarında garantiye veya koruma amaçlı yatırım fonlarında hedeflenen korumaya ve getiriye ilişkin olarak izahnamede belirlenenlerin ötesinde bir açıklamada bulunamaz.

ğ) Müşteri portföyünün menfaatleriyle kendi menfaatleri arasında çatışma olan durumlarda portföy lehine davranmak zorundadır.

h) Portföyleri, kolektif yatırım kuruluşunun içtüzük, izahname ve esas sözleşmesinde belirtilen yatırım stratejisine uygun oluşturmak ve yönetmek zorundadır.

ı) Kendi lehine kazanç sağlamak amacıyla, gereksiz alım-satım yapamaz ve bu fiilin üçüncü şahıslar tarafından gerçekleştirilmesine herhangi bir şekilde yardımcı olamaz.

i) Müşteri portföylerine ilişkin olarak portföy yöneticiliği dışında kalan faaliyeti çağrıştıracak isim ve ifadeler kullanamaz, tasarruf sahiplerini

*oluşturulmuş bir portföye iştirak ettiremez ve bu yönde ifadeler içeren ilan ve reklam yapamaz.*

*j) Herhangi bir şekilde yanında çalışan kişilerin, olağan müşteri-şirket ilişkisi dışında kurumun imkanlarından yararlanmak suretiyle kendi nam ve hesaplarına işlem yapmalarına olanak sağlayamaz.*

*k) Yatırıma yönelik araştırma sonuçlarını müşterilerinden önce kendileri veya üçüncü şahıslar lehine kullanamaz.*

*l) Portföy yönetimi sırasında elde ettiği bilgileri kendileri veya üçüncü bir tarafın menfaati doğrultusunda kullanamaz.*

*m) Müşteri portföyüne ilişkin pay alım-satım işlemlerinde, işlemi gerçekleştiren aracı kurumun, müşteri numarasıyla borsada işlem yapmasını temin etmek zorundadır.” ifadelerine yer verilmektedir.*

Yukarıda belirlenen ilkeler çerçevesinde PYS’lerinin kolektif portföy yöneticiliği faaliyeti esnasında tabi oldukları etik ilkeler de tespit edilmektedir.

16. Kurul’un tebliğ ile hayata geçirdiği önemli değişikliklerden biri olarak tanımlanabilecek alan ise müşteri varlıklarının saklanması ile ilgili yapılan düzenlemelerdir. Bu konuda tebliğde yer alan Madde 35’te yapılan düzenlemeler şu şekilde yer almaktadır;

*“(1) (Değişik:RG-22/6/2014-29038) Müşteri portföyünde yer alan varlıkların, Kurulun portföy saklama hizmeti ve bu hizmette bulunacak kuruluşlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde saklanması zorunludur. Yabancı kolektif yatırım kuruluşlarının portföyünde yer alan varlıkların ilgili ülke mevzuatı çerçevesinde yetkilendirilmiş bir saklama kuruluşu nezdinde saklanması halinde de bu yükümlülüğün yerine getirilmiş olduğu kabul edilir.*

*(2) Şirket, Kanunda ve Kurulun portföy saklama hizmeti ve bu hizmette bulunacak kuruluşlara ilişkin düzenlemelerinde yer alan hükümlerin ihlali nedeniyle doğan zararların giderilmesini portföy saklayıcısından talep etmekle yükümlüdür.”*

17. Tebliğin yedinci bölümünde ise Portföy Yönetim Şirketlerinin diğer ana faaliyet alanları ile ilgili düzenlemelere yer verilmiştir. Bu faaliyetler sırasıyla; yatırım fonu katılma payı pazarlama ve dağıtım faaliyeti, yatırım

danışmanlığı faaliyeti ve bireysel portföy yöneticiliği faaliyetidir. İlgili olarak Madde 37’de yatırım fonu katılma payı pazarlama ve dağıtım faaliyetine ilişkin esaslar;

*“(1) Şirketin, kurucusu olduğu fonların katılma payları dahil olmak üzere fon katılma payları ile değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının paylarının pazarlanması ve dağıtılması faaliyetinde bulunabilmesi için bu faaliyete ilişkin Kuruldan izin alması, esas sözleşmesinde buna ilişkin hüküm bulunması ve bu faaliyet ile ilgili iş ve işlemlerin yürütülmesini sağlayabilecek, bu faaliyetlere elverişli mekan, teknik donanım ile yeterli sayıda personele sahip bulunması gereklidir.*

*(2) Şirketin diğer Şirketlerin kurucusu olduğu fon katılma paylarının pazarlaması ve dağıtımını yapabilmesi için diğer Şirketler ile sözleşme imzalaması zorunludur. Söz konusu sözleşmede asgari olarak aşağıdaki hususların bulunması gerekir;*

*a) Sözleşmenin tarafları ile katılma payları sözleşmeye konu olan fonun unvanı,*

*b) Sözleşmenin süresi,*

*c) Katılma paylarının pazarlamasını ve dağıtımını yapacak Şirkete ödenecek ücret ve ödeme esasları,*

*ç) Katılma paylarının alım-satım esasları,*

*d) Günlük alım-satım sonuçlarının kurucu Şirkete bildirilme esasları,*

*e) Kurul tarafından gerekli görülecek diğer hususlar.*

*(3) Katılma paylarının pazarlanması ve dağıtımının borsalar ve/veya takas kurumları nezdinde kurulmuş Kurulca uygun görülen merkezi bir fon dağıtım platformu aracılığıyla gerçekleştirilen işlemlerle yapılması halinde Kurulca farklı esaslar belirlenebilir.*

*(4) (Değişik:RG-22/6/2014-29038)(1) Şirket, fon katılma payı alım satım talimatlarını ancak talimat veren kişiler ile sözleşme imzalamak koşuluyla kabul edebilir. Portföy yönetim sözleşmesi imzalamadığı kişilere ait nakitlerin ve fon paylarının da Kurulca yetkilendirilmiş portföy saklayıcıları nezdinde Kurulun yatırım hizmetleri ve faaliyetlerine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde saklanması*

zorunludur. Yurt dışında yerleşik ya da yabancı ülke vatandaşı olan, fon dağıtım ve pazarlama sözleşmesi imzaladığı kişilere ait nakit ve fon paylarının ilgili ülke mevzuatı çerçevesinde yetkilendirilmiş bir saklama kuruluşu vasıtasıyla saklanması halinde de bu yükümlülüğün yerine getirilmiş olduğu kabul edilir.” olarak belirtilmiştir.

18. Madde 38’de ise yatırım danışmanlığı faaliyetine ilişkin esaslar; “(1) Şirket, Kurulun yatırım hizmetleri ve faaliyetlerine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde Kuruldan yetki belgesi almak şartıyla yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunabilir.” olarak belirtilmiştir.

19. Madde 39’da ise bireysel portföy yöneticiliği faaliyetine ilişkin esaslar;

“(1) Şirketin Kurulun yatırım hizmetleri ve faaliyetlerine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde bireysel portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunması için bu Tebliğde belirtilen faaliyet şartlarını sağlaması yeterlidir. (2) (Değişik:RG-22/6/2014-29038)(1) Bireysel portföy yöneticiliği hizmeti sunulan kişilerin portföyünde yer alan varlıklar Kurulca yetkilendirilmiş portföy saklayıcıları nezdinde Kurulun yatırım hizmetleri ve faaliyetlerine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde saklanır. Yurt dışında yerleşik ya da yabancı ülke vatandaşı olan, bireysel portföy yöneticiliği hizmeti alan kişilerin portföyünde yer alan varlıkların ilgili ülke mevzuatı çerçevesinde yetkilendirilmiş bir saklama kuruluşu vasıtasıyla saklanması halinde de bu yükümlülüğün yerine getirilmiş olduğu kabul edilir.” şeklinde yer almaktadır.





**Ek. 2:** Bireysel Emeklilik Ve Otomatik Katılım Sistemleri İle İlgili Kanun ve Tebliğler

İlgili Kanunlar;

1. 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu,
2. 4697 sayılı Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun,
3. 5684 sayılı Sigortacılık Kanunu,
4. 6327 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf Ve Yatırım Sistemi Kanunu İle Bazı Kanun Ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun,
5. 6456 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun,
6. 6655 sayılı Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun,
7. 6740 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun,
8. 6770 sayılı Türkiye Cumhuriyeti Emekli Sandığı Kanunu ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun,
9. 7103 sayılı Vergi Kanunları ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun,
10. 700 sayılı Anayasada Yapılan Değişikliklere Uyum Sağlanması Amacıyla Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname.

İlgili Yönetmelikler;

1. Bireysel Emeklilik Danışma Kurulunun Çalışma Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik,
2. Sigorta ve Reasürans Şirketleri İle Emeklilik Şirketlerinin Finansal Raporlamaları Hakkında Yönetmelik,

3. Sigorta ve Reasürans Şirketleri İle Emeklilik Şirketlerinin Mali Bünyelerine İlişkin Yönetmelik,
4. Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yaratacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelik,
5. Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yaratacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
6. Emeklilik Şirketleri Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik,
7. Emeklilik Gözetim Merkezi Çalışma Esasları Yönetmeliği,
8. Sigorta ve Reasürans Şirketleri İle Emeklilik Şirketlerinin Finansal Raporlamaları Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
9. Sigorta ve Reasürans İle Emeklilik Şirketlerinin İç Sistemlerine İlişkin Yönetmelik,
10. Sigorta ve Reasürans İle Emeklilik Şirketlerinin Mali Bünyelerine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
11. Sigorta ve Reasürans İle Emeklilik Şirketlerinde Bağımsız Denetim Yapılmasına İlişkin Yönetmelik,
12. Sigortacılık Bağımsız Denetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik,
13. Dernek, Vakıf, Sandık ve Diğer Kuruluşlardan Bireysel Emeklilik Sistemine Aktarım Hakkında Yönetmelik,
14. Emekliliğe Yönelik Taahhütte Bulunan Kuruluşların Aktüeryal Denetimi Hakkında Yönetmelik,
15. Sigorta ve Reasürans İle Emeklilik Şirketlerinin Mali Bünyelerine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
16. Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinde Bağımsız Denetim Yapılmasına İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,

17. Sigortacılık Bağımsız Denetim İlkelerine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
18. Emeklilik Şirketleri Kuruluş ve Çalışma Esaslarına İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
19. Bireysel Emeklilik Aracıları Hakkında Yönetmelik,
20. Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinde Bağımsız Denetim Yapılmasına İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
21. Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yatırılacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
22. Sigorta ve Reasürans İle Emeklilik Şirketlerinin İç Sistemlerine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
23. Sigorta ve Reasürans İle Emeklilik Şirketlerinin Mali Bünyelerine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
24. Emekliliğe Yönelik Taahhütte Bulunan Kuruluşların Aktüeryal Denetimi Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
25. Sigortacılık ve Özel Emeklilik Sektörlerinin Gözetim ve Denetimine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik,
26. Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yatırılacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
27. Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik,
28. Bireysel Emeklilik Aracıları Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
29. Emeklilik Şirketleri Kuruluş ve Çalışma Esaslarına İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,

30. Dernek, Vakıf, Sandık ve Diğer Kuruluşlardan Bireysel Emeklilik Sistemine ve Yıllık Gelir Sigortasına Aktarım Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
31. Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik,
32. Sigorta Ve Reasürans İle Emeklilik Şirketlerinin Mali Bünyelerine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
33. Sigortacılık ve Özel Emeklilik Sektörlerinin Gözetim ve Denetimine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
34. Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Mali Bünyelerine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
35. Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Mali Bünyelerine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
36. Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
37. Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik (Ekler),
38. Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Mali Bünyelerine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
39. Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yatırılacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
40. Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Sermaye Yeterliliklerinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik,
41. Sigortacılık Destek Hizmetleri Hakkında Yönetmelik,
42. Bireysel Emeklilik Sisteminde Devlet Katkısı Hakkında Yönetmelik,

43. Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Finansal Raporlamaları Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
44. Emekliliğe Yönelik Taahhütte Bulunan Kuruluşların Aktüeryal Denetimi Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
45. Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
46. Bireysel Emeklilik Sisteminde Devlet Katkısı Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
47. Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
48. Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik (Ekler),
49. Çalışanların İşverenleri Aracılığıyla Otomatik Olarak Emeklilik Planına Dahil Edilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik,
50. Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Sermaye Yeterliliklerinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
51. Bireysel Emeklilik Sisteminde Devlet Katkısı Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
52. Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,
53. Çalışanların İşverenleri Aracılığıyla Otomatik Olarak Emeklilik Planına Dahil Edilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik,

## İlgili Tebliğler;

1. Sermaye Piyasası Bağımsız Denetim Tebliği,
2. 2004/2 sayılı Emeklilik Şirketlerindeki Birikimli Hayat Sigortalarından Bireysel Emeklilik Sistemine Aktarımlara İlişkin Tebliğ,
3. Seri:VII, No:29 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ,
4. 2007/1 sayılı Sigorta Branşlarına İlişkin Tebliğ,
5. Emeklilik Şirketleri Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Tebliğin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Tebliğ,
6. Bireysel Emeklilik Aracılığı Faaliyetinde Bulunacak Kişilere İlişkin Tebliğin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Tebliğ,
7. Emeklilik Planları Hakkında Tebliğin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Tebliğ,
8. 2008/1 sayılı Finansal Tabloların Sunumu Hakkında Tebliğ,
9. Sigorta ve Reasürans Şirketleri İle Emeklilik Şirketlerinin Konsolide Finansal Tablolarının Düzenlenmesine İlişkin Tebliğ,
10. Sigorta ve Reasürans İle Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarının Yatırılacağı Yabancı Varlıklara İlişkin Tebliğ,
11. Seri:VII, No:44 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ,
12. Finansal Tabloların Sunumu Hakkında Tebliğ Tebliğ No: (2008/1)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ,

## ÖZGEÇMİŞ

**Ad-Soyad :** Tolga Macit GÜSAR

### Öğrenim Durumu

**Yüksek Lisans:** : Yeditepe Üniversitesi MBA 1998-2003

**Lisans:** : Boğaziçi Üniversitesi İşletme 1993-1997

**Lise:** : Özel Doğu Lisesi 1986-1993

### Mesleki Deneyim

**TEB A.Ş. İstanbul:** Özel Bankacılık, Yatırım Hizmetleri ve İş Gel. Grup Direktörü  
Ekim 2021-

**TEB A.Ş. İstanbul:** Bireysel Bankacılık Satış Grup Direktörü  
Ocak 2020-Eylül 2021

**TEB A.Ş. İstanbul:** Özel Bankacılık Satış Direktörü  
Nisan 2018-Aralık 2020

**ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş. İstanbul:** Genel Müdür  
Şubat 2018-Mart 2018

**T.Garanti Portföy Yönetimi A.Ş:** Genel Müdür Yardımcısı  
Ocak 2012-Aralık 2017

**T.Garanti Portföy Yönetimi A.Ş:** Stratejist  
Aralık 2009-Aralık 2011

**EFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş.:** Direktör  
Şubat 2008-Kasım 2009

**T.Garanti Portföy Yönetimi A.Ş :** Fon Yöneticisi  
Eylül 1997-Ocak 2008

