

TÜRKİYE'DEKİ ARACI KURUMLARIN PERFORMANS ANALİZİ (1993-1998): KANTİTATİF BİR DEĞERLENDİRME

Lokman GÜNDÜZ*

Celali YILMAZ**

Mustafa Kemal YILMAZ ***

Özet

Bu çalışma, sermaye piyasalarının en önemli aktörlerinden olan aracı kurumların artı ve eksileriyle son yıllarda geçirdiği evrimi, ortaya koyduğu performansı değişik yöntemlerle analiz etmektedir. Türkiye'de faaliyet gösteren aracı kurumların 1993-1998 yıllarını içeren finansal tablolarından hareketle performansları, mali analiz, risk endeksi ve operasyonel etkinlik başlıkları altında oran analizi, veri zarflama yöntemi gibi çeşitli istatistikî analiz yöntemleri kullanılarak incelenmektedir.

Abstract

The performance analysis of stock brokerage houses in Turkey (1993-1998):
A quantitative approach.

This study investigates the quantitative aspect of financial performance of the stock brokerage houses in Turkey for the period of 1993-1998. A number of techniques including ratio analysis, basic statistical techniques and data envelopment analysis are employed to evaluate the risk-return dimension and the efficiency of the securities firms.

Giriş

Türkiye'de son 20 yılda yaşanan ekonomik liberalizasyon politikasındaki gelişime paralel olarak, özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren başlamak üzere, sermaye piyasalarında da önemli gelişmeler olmuş, borsa, ekonomik işlev olarak mülkiyetin (sermayenin) tabana yayılmasında ve bireysel tasarrufların ser-

Bu çalışma, 13-16 Eylül 2000 tarihleri arasında Ortadoğu Teknik Üniversitesi (ODTÜ) nde yapılan 4. Uluslararası İktisat Kongresi'nde tebliğ olarak sunulmuştur.

*) Yrd. Doç. Dr. Beykent Üniversitesi, İşletme Bölümü, Beylikdüzü, Büyükkçekmece 34900 İstanbul, e-mail: lokman@beykent.edu.tr

**) Uzman, SPK.

***) Uzman, İMKB, Vadeli İşlemler Piyasası, İstinye 80860 İstanbul, e-mail: vadeli@imkb.gov.tr

Anahtar Kelimeler: Aracı kurumlar, performans analizi, etkinlik, Türkiye

Keywords: stock brokerage houses, performance, efficiency, Turkey

maye piyasası kanalıyla ekonomiye kazandırılmasında önemli bir rol üstlenmeye başlamıştır. Bunun doğal bir sonucu olarak, sermaye piyasasının en önemli aktörlerinden biri olan aracı kurumlar sektörü gelişmeye başlamıştır. Devam eden bu gelişim süreci içinde, 1991 yılına kadar sayısal olarak hızlı bir artış gösteren aracı kurum sektörü, 1994 yılında ortaya çıkan ekonomik kriz sonrasında bazı aracı kurumların kapanması sonucu daha farklı bir boyut kazanmıştır. Bu tarihi izleyen yıllarda, mali performanslarının doğru olarak ölçümlenebilmesi ve denetlenebilmesi amacıyla aracı kurumlar daha yakından takip edilmeye ve getirilen birtakım hukuki düzenlemelerle mali yapıları güçlendirilmeye çalışılmıştır.

T.C. Merkez Bankası ve Hazine Müsteşarlığı tarafından bankalara ilişkin olarak yapılan mali analiz ve incelemelerin benzerlerinin, aracı kurumlar nezdinde Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından sıkı bir şekilde yürütülmesi sonucu, son yıllarda aracı kurumlar sık sık gündeme gelmeye başlamıştır. Bununla birlikte, bankaların mali performansını ve etkinliğini ölçen çalışmalar literatürde yoğun bir şekilde yer almasına rağmen, aracı kurumların mali performansını ölçen ve bu konuda araştırma yapan çalışmalar bugüne kadar çok nadir yapılmıştır. Bunun en önemli nedenlerinden biri, aracı kurumların mali tablolarının aşırı derecede makyajlı olduğu düşüncesi, bilanço büyüklüklerinin bazen tutmaması gibi basit hatalara rastlanabilmesi (bilanço rakamlarının gerçeği tam olarak yansıtmaması) ve bu tabloların İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ile SPK'na tüm aracı kurumlar tarafından zamanında iletilmemesidir. Tüm bu olumsuzluklara rağmen, aracı kurumların mevcut verilerle finansal performans analizinin yapılması gerektiği inancı bu çalışmanın temelini oluşturmuştur.

Bu çalışmanın birinci bölümünde, aracı kurumların ekonomik sistemdeki önemi ve fonksiyonları kısaca belirtildikten sonra, ikinci ve üçüncü bölümde, 105 adet aracı kurumun ve dolayısıyla da sektörün mali performansı 1993-1998 yılları arasında yayımlanan mali tablolarındaki veriler kullanılmak suretiyle incelenmiş ve sektör hakkında genel bir değerlendirme yapılmıştır. Dördüncü bölümde, sadece 1997 ve 1998 yılı verileri kullanılarak aracı kurumların etkinliği non-parametrik lineer programlama ve veri zarflama yöntemi yaklaşımıyla incelenmeye çalışılmış ve bu ölçümün yapılmasında karşılaşılan zorluklara işaret edilmiştir. Son bölümde ise, aracı kurumların hızla gelişen ve entegre olan mali piyasalar içinde oynayacağı rol çerçevesinde, önümüzdeki dönemlerdeki performansının iyileştirilmesi ve doğru olarak ölçümlenebilmesine ilişkin birtakım önerilerde bulunulmuştur.

I. Aracı Kurumların Ekonomik Sistemdeki Önemi ve Fonksiyonları

En klasik tanımıyla “uzun vadeli fonların karşılaştığı yer” olan sermaye piyasası, ekonomik kalkınmanın temelini oluşturan fiziki yatırımların finansmanına imkan sağlaması nedeniyle ekonomide hayati bir öneme sahiptir. Ancak, fonksiyonel bir sermaye piyasasının temel unsurlarından olan “katılımcılarının düşük maliyetle işlem yapabilmeleri” ve “yatırımların kolaylıkla likide edilmesi” gibi hususlar iyi çalışan bir borsa sayesinde mümkün olmakta, borsanın bu fonksiyonunu ifa edebilmesi ise, ancak iyi örgütlenmiş aracı kurumlar sayesinde gerçekleşebilmektedir. Bu nedenle, rolleri “dolaylı” olmakla birlikte, piyasanın etkin çalışmasında aracı kurumların rolü aslidir.

Piyasaların etkinlik koşullarından birinin işlem maliyetinin olmaması ya da tümüyle sıfırlanamadığı durumlarda mümkün olduğunca düşük tutulabilmesi olduğu hatırlandığında, aracı kurumların faaliyetlerinin ifası sırasında piyasanın etkinliğinin

artırılması konusundaki önemleri daha iyi anlaşılmaktadır. Zira, aracı kurumların faaliyetlerindeki aksaklıklar sadece ticari bir işletme olarak sorunlarla karşılaşmalarına neden olmakla kalmayıp, piyasaya etkinlik kaybı olarak bir maliyet yüklemektedir. Bu nedenle, aracı kurumların gerek kuruluşları, gerekse faaliyet esasları bütün tükelerde sıkı düzenlemelere tabi tutulmuştur.

Sermaye piyasası kurumları konusunda genellikle karıştırılan bir nokta olarak aracı kurum-banka ayırımı, aracı kurumların bankaların küçük bir modeli gibi görülmesine neden olmaktadır. Ancak, çalışma esasları bakımından aracı kurumlar ile bankalar arasında çok temel farklılıklar bulunmaktadır. Diğer farklılıklar bir tarafa bırakıldığında, en önemli fark, bankaların, gizliliğin büyük önem taşıdığı para piyasasında faaliyet göstermesine karşılık, aracı kurumların tam açıklamanın (disclosure) esas olduğu sermaye piyasasında faaliyet göstermesidir. Bu nedenle, bankaların, çalışma esasları tümüyle farklı (ve tamamen zıt) olan sermaye piyasasında faaliyet göstermeleri her zaman şüpheyle karşılanmış, çeşitli sınırlama yöntemleri uygulanmıştır. Bu açıdan aracı kurumlar, pür sermaye piyasası kurumu olarak, bilgilisel etkinliğin sağlanmasında çok önemli bir rol üstlenmektedirler.

II. Veri ve Yöntem

II.1. Örneklem Grubu

Aracı kurumların yıllar itibariyle veya aynı yılda birbirlerine nazaran göstermiş oldukları performansı ölçebilmek, bunların mali yapılarını incelemeyi gerektirmektedir. Bu amaçla çalışmada, 105 adet aracı kurumun 1993-1998 yıllarına ilişkin olarak SPK tarafından yayınlanmış olan mali tabloları (bilanço ve gelir-gider tabloları) ve İMKB bünyesinde yıllar itibariyle gerçekleştirdikleri işlem hacmi bilgileri kullanılmıştır. Çalışmaya, SPK'nun 15 Ağustos 1996 tarihinde almış olduğu ilke kararı uyarınca 1997 yılından sonra bankalar tarafından sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak üzere münhasıran kurulmuş olan aracı kurumlar ile mali tablolarını ilgili yılda İMKB veya SPK'na göndermemiş aracı kurumlar dahil edilmemiştir. Yıllar itibariyle mali tablo verileri çalışmaya dahil edilen aracı kurumlar ekte yer alan Tablo E1'de gösterilmiştir.

II. 2. Mali Oranların Tanımlanması

Aracı kurumlara ilişkin yapılan mali analizin doğru sonuç vermesine yardımcı olmak üzere kullanılacak oranların seçimi, çalışmanın etkin olması açısından büyük önem taşımaktadır. Mali tabloları kullanılan aracı kurumların belli başlı bilanço ve gelir tablosu kalemleri ile mali yapılarının incelenmesi ve değerlendirilmesinde yararlanılan finansal oranlar Tablo 1'de yer almaktadır.

Tablo 1: Aracı Kurumların Mali Performansında Kullanılan Oranlar

Oranlar	Oranların Tanımı
I. Likidite ve Aktif Yapısı	Haz. Değ.+Men.Kıy.+KV Alacaklar / KV Borçlar Dönen Varlıklar / Toplam Aktifler
II. Pasif Yapısı ve Özsermaye	Kısa ve Uzun Vadeli Borçlar / Özsermaye Özsermaye / Toplam Pasifler
III. Karlılık	Net Dönem Karı / Özsermaye Net Dönem Karı / Toplam Aktifler
IV. İşlem Hacmi	İşlem Hacmi / Toplam İşlem Hacmi

III. Analiz Bulguları

Aracı kurumların mali tabloları kullanılarak elde edilen analiz sonuçları; (1) likidite ve aktif yapısı, (2) pasif yapısı ve özsermaye, (3) karlılık, (4) işlem hacmi ve (5) risk endeksi olmak üzere 5 ana başlık altında aşağıda incelenmiştir.

III. 1. Likidite ve Aktif Yapısı

Aracı kurumların likiditesi, onların kısa vadeli aktiflerinin kısa vadeli borçlarını karşılama gücünü göstermesi bakımından önemlidir. Aracı kurumların likidite oranını ölçmek amacıyla [(Hazır Değerler + Menkul Kıymetler + Kısa Vadeli Alacaklar) / Kısa Vadeli Borçlar] oranı kullanılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen ortalama ve standart sapma sonuçları Tablo 2'de özetlenmiştir. Buna göre, aracı kurumların likiditesi, özellikle 1995 yılından sonra istikrarlı bir gelişim göstermiştir. Aracı kurumlar yüksek miktarda atıl fon tutmaması gereken finansal kuruluşlar olarak görüldüğünden dolayı, mevcut oranların firmaların likiditesi açısından yeterli olduğu düşünülmektedir. Diğer taraftan, likidite oranı açısından ortaya çıkan standart sapma rakamlarının yıllar itibarıyla yüksek çıkması, aracı kurumlar arasında likidite oranları açısından önemli farklılıkların olduğunu ve bazı aracı kurumların ciddi likidite problemleri ile karşı karşıya bulunabileceğini de ortaya koymaktadır.

Tablo 2: Aracı Kurumlarda Gerçekleşen Likidite Oranı

Yıllar	Ortalama	Standart Sapma
1993	1.895	1.281
1994	1.894	1.432
1995	2.114	1.216
1996	2.290	2.014
1997	2.602	2.087
1998	2.872	2.118

Likiditeye ek olarak, aracı kurumun sahip olduğu aktif yapısı da, o kurumun finansal açıdan sahip olduğu genel yapıyı ortaya koyması bakımından önemlidir. Aracı kurumların aktif yapısını incelemek için [Dönen Varlıklar / Toplam Aktifler] oranı kullanılmıştır. Elde edilen ortalama ve standart sapma sonuçları Tablo 3'de özetlenmiştir. Buna göre, aracı kurumların dönen varlıkları yıllar itibarıyla her yıl 0.02 puan şeklinde olmak üzere istikrarlı bir azalış göstermiştir. Bu durum, aracı kurumların duran varlıklarının büyüdüğünü göstermekle birlikte, genelde istatistiki anlamda düzgün ve kabul edilebilir bir aktif yapısını yansıtmaktadır. Diğer taraftan, standart sapma rakamlarının yıllar itibarıyla düşük çıkması, aracı kurumlar arasında aktif yapısı açısından farklılıkların alt düzeyde olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 3: Aracı Kurumlarda Gerçekleşen Dönen Varlıklar/T. Aktifler Oranı

Yıllar	Ortalama	Standart Sapma
1993	0.893	0.120
1994	0.829	0.138
1995	0.802	0.143
1996	0.781	0.170
1997	0.763	0.207
1998	0.744	0.188

III. 2 Pasif Yapısı ve Özsermaye Yeterliliği

Aracı kurumların mali yapısını gösteren ve finansal kuruluşların mali yükümlülüklerini karşılaması açısından önemli bir gösterge olarak kabul edilen oranlardan biri de sahip oldukları kaldıraç miktarıdır. Bu oran, aynı zamanda aracı kurumların pasif yapısını göstermesi açısından da büyük önem taşımaktadır. Tablo 4, aracı kurumların kullandığı kısa ve uzun vadeli borçların özsermayeye olan oranını yıllar itibarıyla göstermektedir.

Tablo 4: Aracı Kurumlarda Gerçekleşen Kaldıraç Oranı

Yıllar	Ortalama	Standart Sapma
1993	4.03	7.45
1994	2.00	3.68
1995	1.04	1.04
1996	0.85	1.74
1997	1.03	1.15
1998	0.74	1.44

Analiz sonucunda elde edilen ortalama ve standart sapma sonuçları Tablo 4’de özetlenmiştir. Buna göre, aracı kurumların kullandığı kaldıraç miktarı 1993 yılında çok yüksek bir seviyede olmasına rağmen, bu yılı takip eden yıllarda azalmaya başlamış, 1998 yılında ise en düşük seviyesine inmiştir. Bu durumun ortaya çıkmasında, aracı kurumların dışarıdan kullandıkları borçların azalması kadar, özellikle SPK tarafından sermaye yeterliliğinin sağlanmasına yönelik olarak getirilen yeni kanuni düzenlemeler çerçevesinde aracı kurumların özsermayelerinde ortaya çıkan artışın da önemli bir rol oynadığı düşünülmektedir. Bu durum, aracı kurumlar açısından olumlu bir gelişme olarak algılanmalıdır. Diğer taraftan, standart sapma rakamları 1993 ve 1994 yılındaki çok yüksek seviyelerinden önemli ölçüde düşüşler göstermesine rağmen, aracı kurumlar arasında, kullanılan kaldıraç miktarı açısından önemli farklılıkların olduğu işaret etmektedir.

Aracı kurumların toplam pasif içinde sahip oldukları özsermaye miktarı da aracı kurumun mali gücünü göstermesi açısından önemli bir faktördür. Tablo 5, aracı kurumların sahip olduğu özsermaye miktarının toplam pasif içinde aldığı payı göstermektedir.

Tablo 5: Aracı Kurumlarda Gerçekleşen Özsermaye/Toplam Aktifler” Oranı

Yıllar	Ortalama	Standart Sapma
1993	0.41	0.25
1994	0.51	0.24
1995	0.56	0.18
1996	0.55	0.20
1997	0.58	0.20
1998	0.63	0.20

Yapılan analiz sonuçları incelendiğinde, aracı kurumların sahip olduğu özsermayenin toplam pasif içinde aldığı pay yıllar itibarıyla istikrarlı bir artış (% 41’den % 63’e) göstermiştir. Bu durumun ortaya çıkmasında, yukarıda belirtildiği üzere, SPK tarafından sermaye yeterliliğinin sağlanmasına yönelik olarak getirilen yeni kanuni düzenlemelerin önemli bir rolü bulunmaktadır. Bunun yanı sıra dikkati çeken bir başka nokta da, özsermaye/toplam aktif oranına ilişkin hesaplanan standart sapma rakamlarının yıllar itibarıyla % 20 gibi düşük bir seviyede olmasıdır. Bu

durum, bir önceki rasyonun (kısa ve uzun vadeli borçlar/özsermaye) hesaplanması sonucunda ortaya çıkan yüksek standart sapma rakamının, aracı kurumların farklı özsermaye kompozisyonuna sahip olmasından ziyade, aracı kurumların borçlanma politikaları arasındaki farklılıktan kaynaklandığını ortaya çıkarmakta ve yukarıda hesaplanan kaldıraç oranına ilişkin standart sapma rakamlarının daha doğru yorumlanmasına yardımcı olmaktadır.

III. 3 Karlılık

Aracı kurumların mali performansını gösteren oranlardan belki de en önemlisi özsermaye ve aktif karlılığıdır. Tablo 6, yıllar itibariyle gerçekleşen özsermaye ve aktif karlılığını göstermektedir. Aracı kurumlar için özsermaye karlılığının 1995 yılına kadar çok yüksek olduğu (%50-60), 1995 yılından sonra ise özellikle 1996 ve 1998 yıllarında oldukça büyük bir azalma gösterdiği görülmektedir. Söz konusu yıllarda standart sapma artışı ile desteklenmeyen bu düşüşlerin, 1994 krizi sonrası ihtiyaç duyulan sermaye artışları ve SPK'nun asgari özsermayeye ilişkin düzenlemelerinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Zira 1994 krizi sonrasında SPK, aracı kurumların sahip olmaları gereken asgari sermaye büyüklüklerine ilişkin yeni düzenlemeler getirmiştir. 1998 yılında yaşanan düşüşün önemli bir nedeninin ise, tüm dünyayı etkisi altında bırakan Güneydoğu Asya krizi olabileceği düşünülmektedir. Diğer taraftan, bu oranda ortaya çıkan azalma, aracı kurumların özellikle son yıllarda gerçekleştirdikleri sermaye artışı sonucunda özsermayelerinde ortaya çıkan büyümeye de bağlanabilir. Nitekim aktifin getirisi incelendiğinde, bu faktörün etkili olduğu ortaya çıkmaktadır. Özsermaye getirisinin standart sapması incelendiğinde ise, Türkiye'de ekonomik krizin yaşandığı 1994 yılında karlılık açısından aracı kurumlar arasında önemli bir farklılaşmanın yaşandığı, diğer yıllarda ise çok büyük bir farklılaşmanın olmadığı görülmektedir.

Aktif getirisi açısından bakıldığında ise, karlılık açısından daha istikrarlı bir serinin olduğu ve standart sapmanın daha düşük seviyelerde olduğu gözlemlenmektedir. Aktifin getirisi yıllar itibariyle, 1996 ve 1998 yılları hariç, % 10-15 seviyesinde seyretmiştir. Standart sapma açısından bakıldığında ise, aktif getirisi açısından aracı kurumlar arasında ciddi bir farklılaşmanın olmadığı görülmektedir.

Tablo 6: Aracı Kurumlarda Gerçekleşen Özsermaye ve Aktif Getirisi

Yıllar	Özsermaye Getirisi		Aktif Getirisi	
	Ortalama	Standart Sapma	Ortalama	Standart Sapma
1993	0.57	0.68	0.10	0.12
1994	0.59	1.15	0.09	0.22
1995	0.50	0.63	0.12	0.17
1996	0.19	0.47	0.05	0.15
1997	0.48	0.55	0.15	0.13
1998	0.22	0.40	0.05	0.26

III. 4 İşlem Hacmi

Aracı kurumların en önemli göstergelerinden biri de yıl içinde gerçekleştirdikleri işlem hacmidir. Her bir aracı kurumun toplam işlem hacmi içinde aldığı pay yıllar itibariyle ortalama % 1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Aracı kurumlar arasında bu konuda farklılaşma çok düşük seviyededir. İşlem hacmine sadece İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda gerçekleştirilen işlem hacminin dahil edilmesi ile bu rakama İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda gerçekleştirilen işlem hacminin ilave edilmesi

arasında, ortaya çıkan sonuç açısından, önemli bir farklılık bulunmamaktadır.

Çalışmada ayrıca, aracı kurumun aktif büyüklüğünün, o aracı kurumun karlılığı üzerinde etkili olup olmadığı hususu da araştırılmıştır. Bu ilişkiyi incelemek için, her bir yılda aracı kurumlar, toplam aktif büyüklüklerine göre, iki gruba ayrılmıştır: (1) toplam aktifleri, o yılda tüm aracı kurumların toplam aktifleri dikkate alınarak hesaplanan medyan seviyesinden yüksek olan aracı kurumlar ve (2) toplam aktifleri, o yılda tüm aracı kurumların toplam aktifleri dikkate alınarak hesaplanan medyan seviyesinden düşük olan aracı kurumlar. Bu iki gruba dahil olan aracı kurum sayısı Tablo 7'de gösterilmiştir.

Tablo 7: Aracı Kurumların Toplam Aktif Büyüklüklerine Göre Gruplandırılması

Yıllar	Büyük Aracı Kurumların Sayısı	Küçük Aracı Kurumların Sayısı	Toplam Aracı Kurum Sayısı
1993	53	52	105
1994	53	52	105
1995	50	50	100
1996	47	47	94
1997	47	47	94
1998	46	45	91

Tanımlanan bu aracı kurum gruplarına ilişkin gerçekleşen her bir yıldaki ortalama özsermaye getiri oranı (ROE) ve ortalama aktif getirisi (ROA) Tablo 8 ve 9'da gösterilmiştir. Buna göre, 1993 yılı hariç, diğer yıllarda ortalama özsermaye ve aktif getirisinin büyük aracı kurumlarda, küçük aracı kurumlara nisbetle daha yüksek olduğu, bu farkın özellikle son yıllarda daha çarpıcı hale geldiği görülmektedir. Diğer taraftan, her iki grup arasında istatistiki olarak anlamlı bir farklılığın ortaya çıkıp çıkmadığını ortaya koymak amacıyla t-testi yapılmış ve çıkan sonuçlar iki grup arasında 1993 ve 1994 yılı hariç % 95 güven aralığında (1.671) anlamlı bir farklılığın olduğunu ortaya koymuştur.

Tablo 8: Aracı Kurumların Büyüklüklerine Göre Ortalama Özsermaye Getirisi

Yıllar	Büyük Aracı Kurumlar	Küçük Aracı Kurumlar	Ortalamalar Arasındaki Farklılık İçin T-Testi
1993	0.499	0.644	1.35
1994	0.608	0.582	-0.16
1995	0.628	0.387	-1.91*
1996	0.322	0.058	-2.83*
1997	0.660	0.311	-3.26*
1998	0.324	0.098	-2.70*

(*) % 95 seviyesinde anlamlıdır.

Tablo 9: Aracı Kurumların Büyüklüklerine Göre Ortalama Aktif Getirisi

Yıllar	Büyük Aracı Kurumlar	Küçük Aracı Kurumlar	Ortalamalar Arasındaki Farklılık İçin T-Testi
1993	0.090	0.126	1.57
1994	0.100	0.085	-0.41
1995	0.167	0.082	-2.66*
1996	0.089	0.012	-3.02*
1997	0.176	0.128	-2.08*
1998	0.089	0.016	-1.08

(*) % 95 seviyesinde anlamlıdır.

Bu çerçevede, aracı kurumların sahip olduğu özsermayenin toplam aktif içinde aldığı pay da değerlendirilmiştir. Tanımlanan aracı kurum gruplarına ilişkin gerçekleşen her bir yıldaki ortalama özsermaye/toplam aktifler oranı Tablo 10'da verilmiştir. Buna göre, 1995 ve 1996 yılı hariç, diğer yıllarda ortalama özsermaye/toplam aktifler oranı büyük aracı kurumlarda, küçük aracı kurumlara nisbetle daha düşük gerçekleşmiş, fark özellikle son yıllarda daha çarpıcı hale gelmiştir. Bu gelişmenin ortaya çıkmasında, özellikle küçük aracı kurumların son yıllarda yapmış oldukları sermaye arttırmalarının da etkisi olduğu düşünülmektedir.

Diğer taraftan, her iki grup arasında istatistiki olarak anlamlı bir farklılığın ortaya çıkıp çıkmadığını ortaya koymak amacıyla t-testi yapılmış ve çıkan sonuçlar iki grup arasında özellikle 1997 ve 1998 yıllarında % 95 güven aralığında (1.671) anlamlı bir farklılığın olduğunu ortaya koymuştur. Diğer yıllarda ise, 1993 yılı hariç her iki grup arasında anlamlı bir farklılığa rastlanmamıştır.

Tablo 10: Aracı Kurumların Büyüklüklerine Göre Özsermaye/Toplam Aktifler Oranı

Yıllar	Büyük Aracı Kurumlar	Küçük Aracı Kurumlar	Ortalamalar Arasındaki Farklılık İçin T-Testi
1993	0.350	0.473	2.691*
1994	0.508	0.521	0.247
1995	0.563	0.563	-0.002
1996	0.575	0.538	-0.869
1997	0.503	0.673	4.706*
1998	0.562	0.699	3.781*

(*) % 95 seviyesinde anlamlıdır.

Küçük ve büyük aracı kurumlar arasında sermayenin aktiflere bağlanan kısmına ilişkin olarak ortaya çıkan eğilim farkı, trend olarak küçük aracı kurumların kendi kaynaklarından kredi kullandırma imkanlarının daraldığını, sermayelerinin büyük kısmının aktiflerin finansmanına tahsis edildiğini, diğer bir bakış açısıyla, piyasadaki kredili işlemlerde büyük aracı kurumların mukayeseli bir avantaja sahip oldukları sonucuna varılmasını da sağlamaktadır.

III.5 Performansa İlişkin Risk Endeksi

Aracı kurumların göstermiş olduğu karlılığın istikrarını ölçmek açısından kullanılabilir ölçüm yöntemlerinden biri de, Hannan ve Hanweck (1988) tarafından bankaların batık olma olasılığını ölçmek amacıyla geliştirilip kullanılan "Risk Endeksi" ölçüm sistemidir. "Risk Endeksi" aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$RI = \frac{ROA + (EQ/TA)}{\sigma}$$

RI = Risk endeksi

\overline{ROA} = Aktifin ortalama getirisi

EQ = Özsermaye

TA = Toplam Aktifler

σ = Aktif getirisinin standart sapması

Buna göre, bir aracı kurumun batma olasılığı, risk endeksinin büyüklüğü ile negatif bir ilişki içindedir. Yani risk endeksi küçüldükçe aracı kurumun riski artmaktadır. Yapılan çalışmada, Hannan ve Hanweck tarafından geliştirilen risk endeksi Türkiye'deki aracı kurumlar için hesaplanmıştır. Risk endeksi hesaplanırken, her yıl için aracı kurum bazında gerçekleşen özsermaye ve toplam aktif rakamı ile beklenen aktif getirisini ve bunun standart sapmasını hesaplamakta kullanılan son 6 yılın aktif getirisi rakamı veri olarak kullanılmıştır. Risk endeksinin ölçümü sonucunda elde edilen sonuçlar Tablo 11'de gösterilmiştir.

Tablo 11: Yıllar İtibariyle Aracı Kurumlar İçin Hannan ve Hanweck Risk Endeksi

Yıllar	Ortalama Risk Endeksi	Risk Endeksinin Standart Sapması
1993	4.23	2.03
1994	2.75	1.07
1995	3.99	1.04
1996	4.06	1.32
1997	5.71	1.61
1998	2.65	0.79

Tablo 11'deki sonuçlar incelendiğinde, özellikle 1994 ve 1998 yıllarında ortalama risk endeksinin oldukça bozulduğu, diğer yıllarda ise istikrarlı bir seyir izlediği görülmektedir. Özellikle, 1993 yılında gerçekleşen ortalama risk seviyesi ile karşılaştırıldığında, 1994 yılında, Türkiye'de gerçekleşen mali krizin de etkisiyle aracı kurumların oldukça olumsuz etkilendiği ve risk endeksinde önemli bir düşüşün gerçekleştiği görülmektedir. Bundan sonraki 3 yılda sektör kendini toparlayıp, istikrarlı bir iyileşmenin içine girmesine rağmen, 1998 yılında gerçekleşen Güneydoğu Asya krizi sonucunda, diğer gelişen piyasalardaki olumsuz gelişmelere paralel olarak, sektör 1994 yılında gerçekleşen seviyesinin bile altına incek bir risk endeksi ile karşı karşıya kalmış ve krizden oldukça olumsuz bir şekilde etkilenmiştir.

Buna karşılık, risk endeksinin standart sapması açısından Tablo 11 incelendiğinde, aracı kurumların karşı karşıya kaldıkları risk endeksinin standart sapması açısından yıllar itibariyle ciddi bir farklılaşmanın olmadığı, ancak ekonomik gelişmeler sonucu ortaya çıkan iniş ve çıkışlardan tüm aracı kurumların aynı ölçüde etkilenmedikleri gözlemlenebilmektedir.

Diğer taraftan, borsada işlem yapan yatırımcılar, genellikle büyük aracı kurumların küçük aracı kurumlara nisbetle daha güvenilir olduğunu kabul etmektedirler. Çalışmada, ortalama risk endeksi, toplam aktif büyüklüğüne göre "büyük" ve "küçük" olmak üzere ikiye ayrılan aracı kurumlar için ayrı ayrı hesaplanmış ve sonuçlar Tablo 12'de gösterilmiştir. Yapılan analiz sonucunda, yatırımcılar tarafından kabul gören algılamının gerçekte çok doğru olmadığı ortaya çıkmıştır.

Tablo 12: Aracı Kurumların Büyüklüklerine Göre Hannan ve Hanweck Risk Endeksi

Yıllar	Büyük Aracı Kurumlar	Küçük Aracı Kurumlar	Ortalamalar Arasındaki Farklılık İçin T-Testi
1993	3.73	4.75	2.691*
1994	2.74	2.76	0.247
1995	3.99	3.99	-0.002
1996	4.18	3.93	-0.860
1997	5.10	6.42	4.700*
1998	2.42	2.92	3.780*

(*) % 95 seviyesinde anlamlıdır.

Tablo 12'deki sonuçlar incelendiğinde, büyük aracı kurumlar ile küçük aracı kurumlar arasında hesaplanan ortalama risk endeksi açısından 1994-1996 yılları arasında hemen hemen hiçbir farkın olmadığı, 1993, 1997 ve 1998 yıllarında ise 0.5 ile 1.5 puan arasında farkların olduğu görülmektedir. Bu durum, Tablo 12'deki t-testi sonuçlarına bakılarak da yorumlanabilir. Buna göre, ortaya çıkan sonuçlar, 1993, 1997 ve 1998 yılları için istatistiki açıdan anlamlı, diğer yıllar için ise anlamsız çıkmıştır.

IV. Aracı Kurumlarda Operasyonel (Teknik) Etkinliğin Ölçümü

Finansal kuruluşların etkinliğini ölçmek konusunda dünyada bugüne kadar birçok çalışma yapılmış olmasına rağmen, bunlar içinde aracı kurumlara yönelik olarak yapılan çalışma sayısı son derece sınırlıdır. Bu çalışmada da, mevcut çalışmalar değerlendirilerek Türkiye'de faaliyet gösteren ve bankalar tarafından kurulmamış olan aracı kurumların etkinliği mevcut verilerden hareketle araştırılmaya çalışılmıştır.

IV. 1. Veri ve Yöntem

Çalışmada, aracı kurumların etkinlik değerlerini ölçmek için, parametrik olmayan bir etkinlik ölçme yöntemi olan veri zarflama yöntemi (data envelopment analysis-DEA) kullanılmıştır. DEA, Charles, Cooper ve Rhodes (1978) tarafından geliştirilmiş bir lineer programlama yaklaşımıdır ve herhangi bir karar biriminin nisbi manada operasyonel (teknik) etkinliğini ölçmektedir. Çalışmada, bir aracı kurumun teknik açıdan etkinlik seviyesini ölçmek için aşağıdaki girdi yönlü lineer programlama formülü kullanılmıştır:

$$K(u) = \{x: zM \geq u, zN \leq x, z \in R_+^k\}$$

Kısıtlar	$zM \geq u_0$	Çıktı
	$zN \leq \lambda x$	Girdi

$$z \in R_+^k$$

$$\lambda \in R_+$$

Bu formülde; "x" girdi vektörünü gösterirken, "u" örnekleme grubu içine dahil edilen k sayıda aracı kurumun çıktı vektörünü göstermektedir. Bu yaklaşım, "ölçeğe göre sabit getiri modeli" olarak isimlendirilmekte olup, hesaplamalar ölçeğe göre sabit getiri olduğu varsayılarak yapılmış, ölçeğe göre değişen getiri varsayımı altında hesaplamalara yer verilmemiştir.

Çalışmaya, 1997 ve 1998 yılları arasında sermaye piyasasında faaliyet gösteren ve bankalar tarafından kurulmamış olan 91 aracı kurum dahil edilmiş ve bu aracı kurumların SPK tarafından yayınlanan mali tablolarında yer alan bilgiler veri olarak kullanılmıştır. Çalışmada daha önceki yıllar için bir etkinlik analizinin yapılmamasının nedeni, o yıllar için 1997 ve 1998 yıllarında olduğu gibi çok detaylı bir bilanço ve kar/zarar bilgisine sahip olunamamasıdır.

Örnekleme kapsamına giren aracı kurumlar da ayrıca kendi arasında, sektör için-

deki ağırlıkları, toplam aktif büyüklükleri içindeki payları dikkate alınarak iki gruba ayrılmıştır. Birinci grupta, her 2 yılda da sektörün yaklaşık % 60'ını temsil eden 11 büyük aracı kurumun etkinlik analizi yapılırken, sektör içindeki payları göreceli olarak çok düşük olan 80 aracı kurum ise ikinci bir grup olarak ele alınmış ve ayrı bir etkinlik analizi yapılmıştır.

IV. 2. Girdi ve Çıktıların Tanımlanması

Aracı kurumların etkinliğinin ölçülmesinde girdi ve çıktılara ilişkin değişkenlerin belirlenmesi oldukça zor bir süreçtir. Genelde, finansal kuruluşların çıktısını ölçmek için 3 tip yaklaşım kullanılmaktadır (Berger ve Humphrey, 1997). Bunlar; aracılık yaklaşımı (intermediation approach), kullanıcı-maliyet yaklaşımı (user-cost approach) ve katma değer yaklaşımı (value added approach) olarak isimlendirilmektedir.

Aracılık yaklaşımında, finansal kuruluşlar tasarruf sahipleri ile yatırımcılar arasında fon transferi yapan kuruluşlar olarak ele alınmaktadır. Bu yaklaşım, aracı kurumlar için uygun değildir. Kullanıcı-maliyet yaklaşımında, bir finansal ürün, finansal kuruluşların gelirlerine olan net katkısı bazında bir girdi veya çıktı kalemi olarak değerlendirilmektedir. Katma değer yaklaşımı ise, tüm aktif ve pasif kalemlerinin hepsinin çıktı karakterine sahip olabileceğini benimsemektedir.

Aracı kurumların etkinliğinin ölçülmesine ilişkin fazla çalışma yapılmamış olmakla birlikte, genellikle yapılan çalışmalarda aracılık komisyonları çıktıyı ölçmekte kullanılmaktadır (Fukuyama ve Weber, 1999). Bu çalışmada da, aracı kurumların aracılık komisyonları çıktı olarak kullanılmıştır.

Genellikle, etkinlik ölçümlerinde kullanılan girdiler emek ve sermaye gibi değişkenlerdir. Emek, çıktının elde edilmesinde en önemli girdi faktörünü teşkil etmektedir. Elde edilen veriler nedeniyle, çalışmada personel giderlerini temsil ettiği kabul edilen "genel yönetim giderleri" girdi olarak kullanılmıştır.

Finansal kurumlara ilişkin etkinlik analizlerinde kullanılan başka bir girdi de, sermayedir. Finansal kuruluşların mali yetersizlik durumuna düşmesi durumunda hissedarların alacaklarını tahsil etmek için başvuracağı en önemli ve öncelikli kaynak kurum sermayesidir. Çalışmada ise, toplam kaynakları ifade etmesi açısından, Fukuyama ve Weber'in (1999) yaklaşımı gözönüne alınarak toplam aktif büyüklüğü girdi olarak kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan girdi ve çıktıya ilişkin değişkenlerin uygun olup olmadığını görmek için, en küçük kareler (EKK) yöntemiyle bir regresyon modeli tahmin edilmiştir. Ortaya çıkan sonuçlara göre; girdi olarak kullanılan 2 değişkenin (genel yönetim giderleri ve toplam aktifler) t istatistiği anlamlı bulunmuştur. Ayrıca her iki girdinin çıktıyı açıklama oranı da ortalama % 80'lere yakındır (R^2 1997 yılı için % 76, 1998 yılı için ise % 88 çıkmıştır).

IV. 3. Analize İlişkin Bulgular

Etkinlik ölçümüne ilişkin bulgular Tablo 13 ve 14'de gösterilmiştir. "Ölçeğe göre sabit getiri modeli" yaklaşımı ile yapılan etkinlik analizi sonucunda, ikinci grupta yer alan 80 aracı kurum içinde 1997 yılında 47, 1998 yılında ise 42 tanesinin toplam aktif içinde aldıkları pay % 10 civarında olduğundan ve aralarında oluşan ciddi farklılıklardan dolayı bu aracı kurumların etkinlik analizi mevcut girdi ve çıktılar kul-

lanılarak anlamlı sonuçlar üretmekte yetersiz kaldığından, elde edilen bulgular içine dahil edilmemiştir'. Bu nedenle, elde edilen sonuçların değerlendirilmesi, aktif büyüklüğü itibarıyla sistemde % 60'lık bir paya sahip olan 11 aracı kurum üzerinde yoğunlaştırılmıştır.

Sonuçlar, aktif büyüklüğü içinde % 60'lık paya sahip olan 11 aracı kurum içinde 1998 yılında 6. 1997 yılında ise 4 tanesinin etkin olduğunu ortaya çıkarmıştır. Etkin olarak nitelendirilebilecek aracı kurumların toplam aktif büyüklüğü içinde aldıkları pay 1998 ve 1997 yılı için sırasıyla % 16.39 ve % 9.33 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, elde edilen sonuçları, "Net Satışlar/Toplam Aktifler" (aktif devir hızı) veya "Komisyon Gelirleri/Toplam Aktifler" gibi geleneksel performans ölçüm oranları ile karşılaştırmak genelde problem yaratabilmekte ve uyumlu sonuçlar elde edilemeyebilmektedir. Örneğin, 1998 yılında etkin çıkan aracı kurumlardan Oyak Menkul Değerler, aynı yıl 11 firma içinde en düşük Komisyon Gelirleri/Toplam Aktifler payına (% 1) sahip bulunmaktadır. Aynı şekilde, Gedik Menkul Değerler de 1997 yılında etkin aracı kurumlardan biri olarak görünmesine rağmen, Net Satışlar/Toplam Aktifler oranı (27.57) itibarıyla 11 aracı kurum içinde en son sırada yer almaktadır. Bu nedenle, etkinliği tek başına performansla ilişkin oranlarla karşılaştırmak, hangi oranlar kullanılırsa kullanılsın, doğru bir bakış açısı oluşturamayabilmektedir. Kaldı ki, çalışmada kullanılan etkinliğin, diğer birçok etkinlik çeşitleri içinde, sadece operasyonel etkinliği ele aldığı da unutulmamalıdır.

Diğer taraftan, etkinlik açısından bakıldığında, aracı kurumların performansı genellikle referans birimleri (etkinliği 1.00 çıkan aracı kurumlar) ile karşılaştırılmakta ve bu çerçevede yorum yapılmaktadır. Örneğin, 1998 yılında en yüksek zararı gösteren Global Menkul Değerler, referans birimi olan Tacirler Menkul Değerler ile karşılaştırıldığında, bu kurumun ancak % 25.5'i kadar etkin çalışmış olduğu görülmektedir

Tablo 13: Aracı Kurumların 1997 Yılı Etkinlik Sonuçları

Aracı Kurum	X ₁	Toplam Aktif İçindeki Payı	Etkinlik Sonuçları	Referans Birimleri
Global	1	0.2698	0.0008	X ₅
Ata	2	0.0590	0.0008	X ₅
Tacirler	3	0.0532	0.0007	X ₅
Finanscorp	4	0.0406	0.0012	X ₅
Alfa	5	0.0338	1.0000	X ₅
Meksa	6	0.0302	0.4111	X ₅
Evgin	7	0.0224	0.6031	X ₅
Eczacıbaşı	8	0.0217	0.0017	X ₅
Oyak	9	0.0204	0.9219	X ₅
Garanti	10	0.0201	0.9615	X ₅
Gedik	11	0.0190	1.0000	X ₅

1) Her iki grup için operasyonel etkinlik analizi, başka farklı değişkenlerden oluşan girdi-çıkıtı kombinasyonları kullanılmak suretiyle de yapılmış. fakat tüm sektörü içine alacak manada anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır.

Tablo 14: Aracı Kurumların 1998 Yılı Etkinlik Sonuçları

Aracı Kurum	X _i	Toplam Aktif İçindeki Payı	Etkinlik Sonuçları	Referans Birimleri
Global	1	0.2117	0.2553	X ₄ , X ₉
Ata	2	0.0719	0.3714	X ₄ , X ₉
Alfa	3	0.0667	0.4453	X ₄ , X ₉
Tacirler	4	0.0631	1.0000	X ₉
Finanscorp	5	0.0563	0.5306	X ₄
Evgin	6	0.0318	0.6455	X ₄ , X ₉
Garanti	7	0.0301	0.9140	X ₄ , X ₉
Oyak	8	0.0241	1.0000	X ₈
Gedik	9	0.0199	1.0000	X ₄
Meksa	10	0.0182	0.9432	X ₉ , X ₁₁
Eczacıbaşı	11	0.0165	1.0000	X ₁₁

V. Sonuç

Sağlıklı ekonomik kalkınmanın gerektirdiği yatırımların finansmanını mümkün kılan uzun vadeli fonların sağlanmasında hayati öneme sahip olan sermaye piyasasının sağlıklı çalışmasının en önemli unsurlarından biri aracı kurumlardır. Bununla birlikte, aracı kurumların faaliyetlerinin etkinliğinin araştırılması konusundaki akademik çalışmalar, bu kurumların ekonomi için taşıdığı önemle karşılaştırıldığında oldukça yetersiz kalmaktadır. Aracı kurumlara ilişkin veri yetersizliği ve mevcut verilerin güvenilirlik dereceleri dikkate alındığında, sözkonusu araştırma yetersizliğinin nedenlerini anlamak mümkündür. Ancak, bütün zayıflıklarına rağmen mevcut verilerle de analiz yapılması gerektiği düşüncesiyle başlanılan bu çalışmada, sektörün durumunun mali tablo verilerinden hareketle analizi amaçlanmıştır.

Likidite ve aktif yapısı bakımından değerlendirildiğinde, yıllar itibariyle likidite sektör ortalamasının yükseldiği, ancak buna paralel olarak standart sapmanın da artmakta olduğu, diğer bir ifadeyle sektör ortalamasında bir iyileşme sözkonusu olsa da, standart sapmanın yüksekliği dikkate alınınca bazı aracı kurumlar için likidite probleminin büyümüş olabileceği anlaşılmaktadır.

Diğer taraftan, kaldıraç (toplam borç/özsermaye) oranı incelendiğinde de, 1993 yılında çok yüksek olan bu oranın 1998 yılına gelindiğinde büyük ölçüde düştüğü, standart sapmasının da azaldığı görülmektedir. 1993 yılındaki yüksek kaldıraç ve yüksek standart sapmanın 1994 yılındaki kriz sırasında batan aracı kurumlara işaret ettiği düşünüldüğünde, özsermaye olarak aracı kurumların sektör olarak daha iyi durumda olduğu sonucuna varılmaktadır. Daha önceki bölümlerde de belirtildiği üzere, kaldıraç oranındaki düşüşte SPK'nun asgari özsermaye büyüklüklerine ilişkin getirdiği düzenlemelerin etkisi bulunmaktadır. Ancak, kaldıraç oranındaki düşüşün yükselen piyasada kârlılık üzerinde olumsuz etkisi bulunduğunun da hatırlanması gerekmektedir. Nitekim kârlılık rakamlarındaki gelişmeler de kaldıraç oranındaki değişimleri genel trend olarak doğrulamaktadır.

Aracı kurumun aktif büyüklüğü ile karlılığı arasında bir korelasyon bulunup bulunmadığının araştırılması çalışmanın önemli hususlarından biridir. Zira, bir tarafta küçük sermayeli, dar işlem hacimli, kurumsallaşma kaygısı olmayan şirketler yanında, yabancı veya yerli sermaye desteği ile, yaygın hizmet hedefleyen, halka açık aracı kurumların birarada bulunduğu heterojen bir sektörde, hangi tür yak-

laşımın daha kârlı olduğu sorusunun cevaplandırılması gerekmektedir. Çalışmada bu soruya verilen cevap (1993 yılı hariç) büyük aracı kurumların özsermaye ve aktif kârlılığının küçük aracı kurumlardan daha yüksek olduğudur. İstatistiksel test sonuçları da elde edilen bulguların güvenilirliğini desteklemektedir. Sonuç olarak; aracı kurumlar sektöründe büyümenin kârlılığı arttırdığını söylemek mümkün görünmektedir.

Risk endeksi bulguları da tarihi verilerle uyumludur. Endeksin yüksek risk gösterdiği 1994 yılında ülkemizde ekonomik kriz yaşanmış, 1998 yılında da Güneydoğu Asya'da başlayıp bütün dünyaya kısa sürede hızla yayılan uluslararası krizin bulaşıcı etkileri hissedilmiştir. Ancak, risk endeksi ve standart sapma hareketlerinin ortaya koyduğu bir başka sonuç da, 1994 yılında "çürüklerin ayıklanması" ihtiyacına işaret eden rakamların, 1998 yılındaki düşük risk endeksi ve düşük standart sapma ile "sistemin rehabilite edilmesi" ihtiyacını gündeme getirir hale gelmesidir.

Ancak, yapılan bütün bu değerlendirmeler için belirtmek gerekir ki, analizler, incelenen dönemde aracı kurumlar tarafından açıklanan mali tabloların gerçek durumu tam olarak yansıttığı varsayımını içermektedir. Oysa bilinmektedir ki, özellikle 1994 yılında yaşanan finansal kriz sonrasında çok sayıda aracı kurum, mali tablolarından sözkonusu durum öngörülemediği halde mali yetersizlik içine düşerek faaliyetlerine son vermek zorunda kalmıştır.

Aracı kurum performansının değerlendirilmesinde kullanılan yaklaşımlardan birisi de sektör içinde göstermiş oldukları etkinlik derecesinin belirlenmesidir. Birçok etkinlik çeşidi içinde, operasyonel etkinliğin ölçümü önem taşımaktadır. Bununla birlikte, Türkiye gibi ölçek büyüklüğü ve faaliyet girdi çıktıları itibariyle aracı kurumlar arasında ciddi farklılaşmaların olduğu bir ortamda, bu tip bir ölçüm her zaman tüm aracı kurumlar için doğru sonucu veremeyebilmektedir. Nitekim, veri zarflama yöntemi kullanılarak yapılan etkinlik ölçümünde de, ülkemizde sistemin yaklaşık % 40'ını temsil eden 80 tane aracı kurum için sağlıklı sonuçlara erişilemezken, daha homojen bir yapı gösteren ve 1997 ve 1998 yıllarında sistemde yaklaşık % 60'lık bir paya sahip olan 11 aracı kurum için nisbi olarak daha sağlıklı sonuçlara ulaşılmış ve yıllar itibariyle sırasıyla 4 ve 6 tanesinin etkin çalıştığı gözlemlenmiştir. Bununla birlikte, ileriki yıllarda operasyonel etkinliğin daha doğru olarak ölçümlenebilmesi, ancak aracı kurumlar için elde edilen bilginin daha detaylı ve sağlıklı olmasına bağlı bulunmaktadır.

Sonuç olarak, zaman içinde gerek mali tablo standartlarında yapılan düzenlemeler ve gerekse aracı kurumlar sektörüne ilişkin olarak SPK, İMKB ve Takasbank gibi kuruluşlarda üretilen bilgilerin artmasıyla, daha detaylı ve tutarlı sonuçlara ulaşan analizlerin yapılması mümkün olabilecektir.

EKLER

Tablo E1: Yıllar İtibariyle Yapılan Mali Analizde Mali Tabloları Kullanılan Aracı Kurumlar

Aracı Kurum	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Acar	√	√	√	√	√	√
Akdeniz	√	√	√	√	√	√
Aks	√	√	√	√	√	√
Aktif	√	√	√	√	√	√
Alan	√	√	√	√	√	√
Alfa	√	√	√	√	√	√
Ali Alpay	√	√	√	√	√	√
Altay	√	√	√	√	√	√
Altun	√	√	√	√	√	√
Ar	√	√	√	√	√	√
Arı	√	√	√	√	√	√
Argil	√	√	√	√	√	√
Artı	√	√	√	√	√	√
Arz	√	√	√	√	√	√
As	√	√	√	√	√	√
Ata	√	√	√	√	√	√
Ayborsa	√	√	√	√	√	√
BAB	√	√	√	√	√	√
Bahadır	√	√	√	√	√	√
Bahar	√	√	√	√	√	√
Baran	√	√	√	√	√	√
Başak	√	√	√	√	√	√
Başkent	√	√	√	√	√	√
Bayındır	√	√	√	√	√	√
Bender	√	√	√	√	√	√
Birikim	√	√	√	√	√	√
Boğaziçi	√	√	√	√	√	√
Boyut	√	√	√	√	√	√
Bumerang	√	√	√	√	√	√
Camış	√	√	√	√	√	√
Can	√	√	√	√	√	√
Censa	√	√	√	√	√	√
Çağdaş	√	√	√	√	√	√
Çağrı	√	√	√	√	√	√
Data	√	√	√	√	√	√
Değer	√	√	√	√	√	√
Deha	√	√	√	√	√	√
Delta	√	√	√	√	√	√
Derborsa	√	√	√	√	√	√
Dünya	√	√	√	√	√	√
Eczacıbaşı	√	√	√	√	√	√
Egemen	√	√	√	√	√	√
Ekinciler	√	√	√	√	√	√
Ekol	√	√	√	√	√	√
Emper	√	√	√	√	√	√
Entez	√	√	√	√	√	√
Erciyes	√	√	√	√	√	√
Evgin	√	√	√	√	√	√
Evis	√	√	√	√	√	√
Finanscorp	√	√	√	√	√	√
Form	√	√	√	√	√	√
Garanti	√	√	√	√	√	√
Gedik	√	√	√	√	√	√
Genborsa	√	√	√	√	√	√
Genel Yatırım	√	√	√	√	√	√
GFC	√	√	√	√	√	√

Kaynaklar

Balaban, E. (1996), "Aracı Kurumlar Sermaye Yeterliliği ve Finansal Kurumlar Sigorta Sistemi Önerisi", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, Ocak-Nisan 1, Ankara, 165-229.

Berger, A.N. ve Humphrey, D.B. (1997), "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions For Future Research", *European Journal of Operational Research* 98, 175-212.

Donni, O. ve Fecher, F. (1997), "Efficiency and Productivity of the Insurance Industry in the OECD Countries", *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 22 , No. 84, 523-535.

Fukuyama, H., ve Weber, W.L. (1999), "The Efficiency and Productivity of Japanese Securities Firms, 1988-93", *Japan and the World Economy* 11, 115-133

Gürbüz, O., Tantan, S. ve Yolsal, H.(2000), "Efficiency in the Turkish Life Insurance Industry (Using DEA Approach)", paper presented at European Financial Management Association Meeting, Athens, July

Hannan, T.H. ve Hanweck, G.A.(1988), "Bank Insolvency Risk and the Market for Large Certificates of Deposit", *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 20, No. 2, 203-11

Pastor, J.M., Perez, F. ve Quesada, J. (1997), "Efficiency Analysis in Banking Firms: An International Comparison", *European Journal of Operational Research* 98, 395-407

Saunders, A. (1993), "Panel Discussion of the Efficiency of Financial Institutions Around the Globe", *Journal of Banking and Finance* 17, 551-557

SPK (1994), Aracı Kurumlar - 1994 Özet Bilgiler, Bilançolar, Gelir Tabloları, Yayın No: 18

SPK (1995) , Aracı Kurumlar - 1995 Özet Bilgiler, Bilançolar, Gelir Tabloları, Yayın No: 45

SPK (1996), Aracı Kurumlar - 1996 Özet Bilgiler, Bilançolar, Gelir Tabloları, Yayın No: 72

Taşkıran, S., ve Erkan, N. (1995), "Aracı Kurumların Performansının Değerlendirilmesi" SPK-Araştırma Dairesi, Yayın No: 17, 161-202

Uygun, B.(1996), "1986-1995 Döneminde İMKB'deki Piyasalarda En Çok İşlem Hacmini Gerçekleştiren Aracı Kurumlar Üzerine Bir Değerlendirme", *Öneri Dergisi*, Haziran, 209-217