

Aracı Kurumlar Sektörü Finansal Analizi

Ali Ulvi Özgül¹

Özet

Aracı kurumlar, işlerlikleri açısından finansal piyasaların vazgeçilmez bileşenleridir. Türkiye’de faaliyet gösteren halka açık aracı kurumlar finansal analiz ile bu bölümde incelenmiştir. Örneklem, 2018-2022 döneminde sektörün ortalamada varlık, işlem hacmi ve satış gelirlerinin sırasıyla %35, %22 ve %40’ını temsil etmektedir. Örneklemdeki tüm firmalar geniş yetkili ve köklü aracı kurumlardır. Sektör geneline kıyasla yüksek kaldıraç, yüksek aktif ve özkaynak devir hızı oranları ile satışlara dayalı kârlılık ölçütlerinde düşük oranlar, örneklemin tipik özellikleri arasındadır. Örneklem firmalarının oranları zaman boyutunda fazlaca değişkendir. Bu bulgu, yoğunlukla pay senedi işlemlerine aracılık eden sektörün piyasaların oynaklığına hassasiyeti ile ilişkilendirilmiştir. Bu nedenle, piyasa riskinin önemi son yıllarda tırmanışa geçen piyasalar ile daha da artmıştır. Örneklem içinde yer alan firmalar özelinde kaldıraçın likidite üzerine olumsuz etkisinin nakit oran ile daha belirgin hale gelmesi, alacak yönetiminin önemini vurgulamaktadır. Borç yönetimi ve etkinlik oranlarının sektörün finansal performansına etkileri bakımından daha fazla öne çıkan ölçütler olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu, sektörün İş Yatırım gibi daha büyük oyuncuları açısından daha anlamlıdır. Artan piyasa hacimleri ile orantılı olarak artan işlem hacimleri hem borcu hem de varlık ile kaynakları etkin yönetmeyi gerekli kılmakta, hacimle artan gelirler ölçek nedeniyle kârları tutar olarak yükseltmektedir. Diğer yandan, örneklemin nispeten küçük aktörleri ve örneklem dışı aracı kurumlar için analiz edilen dönemin son 3 yılı itibarıyla Osmanlı Yatırım, kâr performansı açısından nirengi noktasıdır. Sürdürülebilir büyüme, brüt kârdan başlayarak sonuç hesaplarına yansıyan kâr hedeflerini gerektirir. Bu yolla sağlanacak içsel kaynak birikimi için etkin bir gider yönetimi de ihmal edilmemelidir.

1. Giriş

Bu bölümün konusunu teşkil eden aracı kurumlar sektörü, finansal piyasaların işlerliği, etkinliği ve gelişimi açısından hayati öneme sahiptir. Gerçekten de küresel piyasalara benzer şekilde, ülkemizde sermaye piyasaları araçlarından en önemlisi konumundaki pay senetleri için 28.11.2005 tarihinden itibaren kayden izlenme zorunluluğu getirilmiş olup, kayden izleme ve raporlama ise aracı kurumların da dahil olduğu üye yatırımcı kuruluşlarca yapılabilmektedir (Sermaye Piyasası Kurulu [SPK], 2022)². Bireysel ve kurumsal yatırımcıların pay senedi işlemlerini aracı kurumlar olmaksızın yerine getirememesi, düzenlemenin tabii bir sonucudur. Dahası, günümüzde menkul kıymetlere yönelik işlemler elektronik platformlarda gerçekleşmekte, kayden izlenmekte ve ilgili süreçler finansal araçların uzmanlığını ve faaliyetlerini gerektirmektedir.

1 Dr. Öğr. Üyesi, Ankara Bilim Üniversitesi, a.ulvi.ozgul@outlook.com, ORCID: 0000-0002-1082-2652

2 Benzer şekilde yatırım fonu katılma belgeleri için de kaydıleştirme zorunlu kılınmıştır. Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından kayden izlenen kıymetlere, kayıt ve saklama ile ilgili bilgilere web sitesinden ulaşılabilir (“Biz Kimiz”, 2023).

Doğrudan takas yerine finansal araçların kullanılmasının daha önemli nedeni, yatırımcıların eksik bilgiye sahip olmaları gerçeğidir. Bir aracı, birbirini tanımayan ama emirleri itibariyle birbirleri ile uyumlu ve birbirlerini tamamlayan işlem sahiplerini yine emirleri üzerinden bir araya getirir. Fiziki emtia ticaretine kıyasla bu tür bir aracılıkta aracının kullandığı stok; bilgi birikimi, kolayca gözlenemeyen, örtük sinyalleri yorumlamadaki özel mahareti ve bilgiyi tekraren kullanabilme fırsatıdır (Greenbaum, Thakor ve Boot, 2015:24). Dolayısıyla, finansal aracı kurumların bilgiyi elde etme, saklama ve bunları hazır halde tekraren kullanabilme yetenekleri, bilgi işleme sürelerini ve maliyetlerini önemli ölçüde azaltarak piyasalardaki fon akışlarının daha hızlı ve daha ucuz gerçekleşmesine olanak sağlamaktadır (Fabozzi, Modigliani ve Jones, 2009:23).

Finansal aracılık, literatürde oldukça geniş bir kuruluş yelpazesini ifade eder ve çoğu zaman yatırım bankaları başta olmak üzere yatırım kurumları ve ticari bankacılık kapsamında ele alınır (Greenbaum vd., 2015:29; Stowell, 2010:7). Bu bölümde finansal analiz ile incelenecek aracı kurumları, toplumun geneline hitap etmelerinden ve bir yatırım bankasının sunduğu ürün ve hizmetlerin tamamını sunamamalarından dolayı Stowell'in (2010) tasnifine uygun olarak 'perakende aracılık şirketleri' kapsamında değerlendirmek daha uygundur.

Finansal analizin kapsadığı 2018-2022 yıllarını içine alan 5 yıllık dönem dikkate alındığında, aracı kurumların faaliyetlerinin yoğunlaştığı Borsa İstanbul A.Ş. (BİST) pay piyasası toplam hacmi, 2017 yılında 373,06 milyar Amerikan doları (USD) iken %184,53 artışla 2022 yılında 1.061,48 milyar USD olarak gerçekleşmiştir³. İlgili dönemde USD cinsinden olmak üzere hacimdeki Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (BYBO) %23,26 olarak hesaplanırken Türkiye ekonomisinin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) bakımından BYBO'su %1,07'dir (The World Bank, 2023). Pay piyasasındaki bu gelişim, aracı kurumların hedef kitesinin toplumun tamamı olduğu gerçeği de dikkate alındığında sektöre yönelik çalışmaları daha anlamlı kılmaktadır. Bu yaklaşımla, bölümde Türkiye'de aracı kurumlar sektörü, pay senetleri BİST'te işlem gören sekiz adet firma örneklemini üzerinden finansal analiz ile incelenecektir.

İzleyen kısımda aracı kurumlar sektörü ("sektör") ve örnekleme dahil edilen firmalar tanıtılmış ve temel bilgiler özetlenmiştir. Üçüncü kısımda ise öncül oranlar üzerinden yapılan finansal analize ve bulguların yorumlanmasına yer verilmiştir. Analizin genel sonuçları ve öneriler ise son kısımda sunulmuştur.

2. Dünyada ve Türkiye'de Aracı Kurumlar Sektörü

2.1. Dünyada Aracı Kurumlar Sektörü

Finansal aracılık sektörüne yönelik Allied Market Research [AMR] (2022) tarafından yayınlanan küresel pazar araştırması raporunun özet bilgilerine göre, pay senedi pazarının hasılat bakımından 2021 yılı büyüklüğü 38,5 milyar USD olarak değerlendirilmiş ve %11,7 BYBO ile 2031 yılında 112,7 milyar USD'ye ulaşacağı öngörülmüştür. Dolayısıyla rapor, BİST pay piyasasında son yıllarda görülen pozitif ivmenin küresel ölçekte devam edeceğini salık vermektedir. Sektör faaliyetleri; emir iletimi ve gerçekleştirilmesi, danışmanlık, özel hizmetler ve diğerleri olmak üzere 4 kesitte ele alınmış ve ilk kesitin hem günümüzde hem de gelecek projeksiyonlarında en yüksek paya sahip olduğu vurgulanmıştır. COVID-19 salgınının sektöre

3 BİST ana, yıldız ve alt pazarları yıllık hacim verileri ve ortalama kurlar kullanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır. 2022 yılı için daha net rakam Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) tarafından 975 milyar USD olarak açıklanmıştır (TSPB: 2023a).

etkisinin, teknolojinin sunduğu pay piyasası işlemleri çözümlerinin öngörülemez şartlara bağlı olarak artan hızda benimsenmesinden dolayı düşük kaldığının vurgulandığı raporda robot danışmanlar boyutundaki değerlendirmeler finansal inovasyon bakımından dikkat çekmektedir (AMR, 2022).

En gelişmiş piyasaların yer aldığı Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) sektörün düzenleyicisi Finans Sektörü Düzenleme Kurumu'dur (Financial Industry Regulatory Authority [FINRA]). FINRA, kuruma kayıtlı oldukça fazla sayıda firma ve profesyonel hakkında toplumsal farkındalık ve finansal bilgi düzeyinin artırılması amacıyla yıllık raporlar sunmaktadır. Kurumun güncel raporuna göre 2022 yılında faaliyet gösteren kayıtlı profesyonellerin sayısı 637.037 olup, bunların sırasıyla %82,3'ü 500 ve üzeri; %8'i 150-499 ve %9,7'si 150'den az profesyonelin bulunduğu 165 adet büyük, 192 adet orta ve 3.021 adet küçük ölçekte firmalarda çalışmaktadır (FINRA, 2023:3,14). Aracı kuruluşların 2022 yılı toplam gelirleri 350,5 milyar USD, giderleri 308,2 milyar USD düzeyindedir⁴ (FINRA, 2023:37).

2.2. Türkiye'de Aracı Kurumlar Sektörü

6362 sayılı mer'i Sermaye Piyasası Kanunu (Kanun), 3. maddesinde yatırım kuruluşlarını, aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları ve bankalar olarak tanımlamıştır. Ayrıca tanımı yapılan aracı kurumlar ise öncelikle ve özellikle sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak ya da bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi faaliyetlerini yürütürler (Sermaye Piyasası Kanunu, 2012). Kanunun 43. maddesinde aracı kurumun kuruluşuna Sermaye Piyasası Kurulunca (Kurul) izin verilebilmesi için gerekli koşullar sıralanmış olup, diğer yatırım kuruluşları gibi aracı kurumlar da Kurulun düzenleme ve denetimine tabidir.

Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1) ile Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1) başlıklı Kurul düzenlemeleri diğer yatırım kuruluşlarını kapsayacak şekilde aracı kurumlara yönelik öne çıkan kanuni düzenlemelerdir. İkinci tebliğin 8. maddesi, aracı kurumları üç ana grupta sınıflandırmaktadır:

- Dar yetkili (kapsamlı) aracı kurumlar; emir iletimi ve/veya yatırım danışmanlığı faaliyetini,
- Kısmi yetkili aracı kurumlar; işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı, sınırlı saklama hizmeti ve portföy yöneticiliği faaliyetlerinden herhangi birini ya da hepsini,
- Geniş yetkili aracı kurumlar ise portföy aracılığı faaliyeti, genel saklama hizmeti ve aracılık yüklenimi faaliyetlerinden herhangi birini ya da hepsini yürütürler (İlgili Tebliğ [III-37.1], 2013).

Bu maddede belirtilen yatırım faaliyetleri ve hizmetleri ile yan hizmetlerin kapsamı aynı tebliğde detaylı olarak açıklanmıştır. Aracı kurum faaliyetleri, Avrupa Topluluğu'ndaki Ekonomik Faaliyetlerin İstatistiksel Sınıflandırması (NACE) sisteminin yürürlükte olan Rev. 2 versiyonunda finans ve sigortacılık faaliyetlerine ilişkin K bölümünde 66.12 koduyla listelenmiştir. Bu sınıf,

4 Bu rakamların sabit getirili menkul kıymetler, türev ürünler ile ilgili aracılık hizmetlerini ve başkaca yan faaliyetleri içerdiği dikkate alınmalıdır.

başkaları adına finansal piyasalarda pay senedi işlem aracılığı, diğer finansal araçlara yönelik aracılık, emtia sözleşmeleri aracılığı ve döviz bürosu faaliyetlerini kapsamaktadır. Yukarıda belirtilen işlem yetkisine dayalı gruplama çerçevesinde sektör faaliyetlerinin bir kısmı da 66.19 kodlu sınıfta yer almaktadır (European Community, 2008).

Tablo 1: Yıllar itibariyle toplam aracı kurum ve çalışan sayıları

Yıllar	2002	2007	2012	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aracı Kurum Sayısı	119	99	97	65	63	65	60	61	64
Çalışan Sayısı	6627	5861	5258	4751	4916	4964	5533	6179	6771
Yüksekokul ve üzeri dereceli çalışan oranı ⁵ (%)	68	74	81	89	89	90	92	93	93

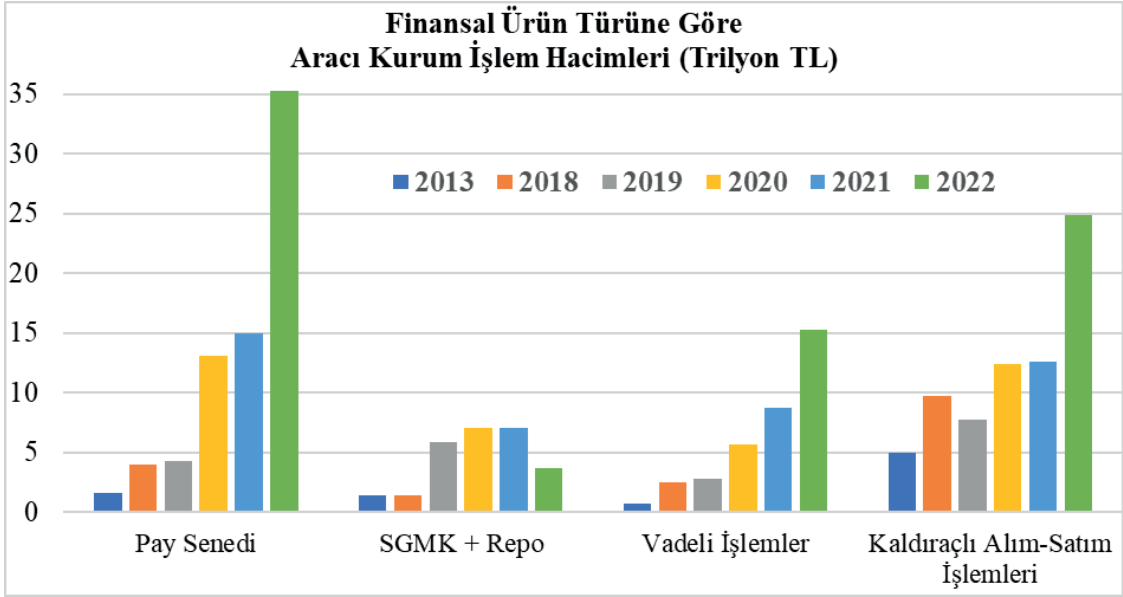
Kaynak: *Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği* (<https://tspb.org.tr/>) verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

Türkiye’de aracı kurumların kökeni, 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) adıyla kurulan BİST’e uzanmaktadır. İlgili yılda faaliyet gösteren 10 aracı kurum varken 2001 yılında bu sayı 130’a kadar yükselmiştir (Kadıoğlu ve Günalp, 2019). Analiz dönemini de kapsayacak şekilde Türkiye’de faaliyet gösteren aracı kurum ve çalışanları sayıları Tablo 1’de sunulmuştur.

Kadıoğlu ve Günalp (2019), 1997’den itibaren pazara giriş engelinden dolayı aracı kurum sayısının artmadığını belirtmiştir. Gerçekten de aracı kurum sayısı yıllar itibariyle azalış göstermiş, özellikle 2002-2007 ve 2012-2017 arası 5’er yıllık iki dönemde sırasıyla %17 ve %33 düşüş yaşanmıştır. 2017’den günümüze bu sayı, daha dar bir aralıkta, 60-65 bandında seyretmektedir. Bu bulgu, piyasanın olgunlaştığı ya da piyasa gelişmeleri ve teknolojik gelişmelere uyum bağlamında daha profesyonel yapıların yatırım faaliyetlerini idame ettirdiği şeklinde de yorumlanabilir. Tablo 1’den okunan diğer bir gelişme, aracı kurum sayısı azalırken sektörde çalışan ve neredeyse tamamı nitelikli çalışan sayısında gözlenen artıştır. 2002 yılında kurum başına ortalama çalışan sayısı 56 iken son yıl itibariyle bu sayı neredeyse iki katına, 106’ya ulaşmıştır. Son yıllarda BİST hacmindeki yükselişle birlikte çalışan sayısındaki artış ilişkilidir, ancak işlem hacimlerindeki trend, verimlilik artışlarını da öne çıkarmaktadır.

Aracı kurumlar sektörünün 2013 yılıyla birlikte finansal analize konu olan son 5 yıllık ürün bazında işlem hacimleri Şekil 1’de izlenmektedir. Göreceli olarak düşük seyreden varant-sertifika ile opsiyon işlemleri grafiğe dahil edilmemiştir. Son üç yıl itibariyle Sabit Getirili Menkul Kıymet (SGMK) ve Repo pazarı işlem hacimleri diğer ürün/pazar işlem hacimlerindeki yukarı yönlü ivmeyi yakalamaktan uzaktır. Bu husus, faiz oranlarının seyriyle birlikte değerlendirilmelidir. Son yıl itibariyle pay senedi ve kaldıraçlı alım-satım işlemlerindeki artış özellikle dikkat çekmektedir.

5 Lisans ve üstü dereceli çalışan oranları da bu oranların % 5-6 dolaylarındadır.



Şekil 1: Aracı kurumların yıllara göre ürün bazında toplam işlem hacimleri

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (<https://tspb.org.tr/>) verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

Ürün bazında faaliyet artışı oranları, içerisinde bulunduğumuz enflasyonist ortam dikkate alınarak USD temelli hacimler ile Tablo 2’de ele alınmıştır. İnceleme dönemi itibariyle analize konu olan sekiz şirketin pay senedi işlem hacimlerindeki artış sektörün geneliyle uyumlu olup, varant-sertifika ile SGMK ve repo işlem hacimleri genelin üzerinde artış göstermiştir. Yine, vadeli işlemlere ilişkin hacim, genele yakın ama bir miktar altında büyüme sergilemiştir. Kaldıraçlı işlemlerde USD bazında daralma ele alınan beşer yıllık dönemler itibariyle sektör genel seviyesindedir.

Tablo 2: Aracı kurumlar ürün işlem hacmi USD temelli Bileşik Yıllık Büyüme Oranları (BYBO)

Dönem	Pay Senedi	Varant-Sertifika	SGMK + Repo	Vadeli İşlemler	Opsiyon	Kaldıraçlı Alım-Satım İşlemleri
<i>A. Aracı Kurumlar Sektörü Geneli</i>						
2013-2018	(%0,89)	-	(%17,54)	%5,60	-	(%5,00)
2017-2022	%23,52	%13,12	(%10,26)	%15,83	(%15,70)	(%7,75)
<i>B. Finansal Analize Dabil Edilen Örneklem (8 şirket)</i>						
2013-2018	%0,15	-	(%18,00)	%1,86	-	(%5,53)
2017-2022	%23,26	%20,10	%6,70	%12,23	(%21,50)	(%7,60)

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (<https://tspb.org.tr/>) verileri ve ortalama Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) USD döviz alış kurları ile yazar tarafından hazırlanmıştır. Negatif rakamlar, yatık ve parantez içinde gösterilmiştir.

Sektöre yönelik olarak diğer bir önemli husus, FINRA’ya benzer şekilde yatırım kuruluşlarının Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (Birik, TSPB) çatısı altında örgütlenmiş olmalarıdır. Birlik, Kanun ile 11.02.2001’de kurulmuş, Nisan 2001’de faaliyete geçmiş, kamu kurumu niteliğinde, öz düzenleyici bir meslek kuruluşudur (“Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği”, 2023). Üyeler,

sermaye piyasalarında faaliyette bulunan tüm banka, aracı kurum, portföy yönetim şirketleri ve yatırım ortaklıklarıdır. SPK denetimi altında olan Birlik, analize konu dönemin son 3 yılı itibariyle ve güncel verilere göre 71 aracı kurum üyeye sahiptir. Sermaye piyasasında faaliyet gösterebilmek için üyelik zorunludur (TSPB, 2023b). Sermaye piyasasına yönelik bu yapılanma biçimi, ABD’de düzenleyici otorite olan FINRA’nın ABD Kongresi tarafından yetkilendirilmiş ve ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) gözetimine tabi olması bakımından benzerlik arz etmektedir (“About FINRA”, 2023; “Trading and Markets”, 2023).

2.3. Finansal Analize Konu Aracı Kurumlar Örnekleme

Kitabın diğer bölümlerine benzer şekilde bu bölümde de pay senetleri BİST’te işlem gören aracı kurumlar, diğer bir ifadeyle halka açık aracı kurumlar örneklem olarak alınmıştır. Diğer taraftan başka birçok sektörün aksine, aracı kurumlar sektöründe firmalar finansal piyasalara yönelik kamusal hizmet sundukları için kamuyu aydınlatma düzenlemelerine tabidir. Kurulun Aracı Kuruluşların Kamuyu Aydınlatma Esaslarına İlişkin Tebliği (V-77) uyarınca aracı kurumlar Tebliği’de detaylandırılan mali tablo bilgilerini belirtilen formlar ile Birliğe raporlamakla, Birlik de bunları yayınlamakla yükümlüdür (İlgili Tebliğ [V-77], 2004). Bu bilgiler ışığında analizde sektöre yönelik detay bilgiler de kısmen kullanılmıştır.

Ağustos 2023 dönemi itibariyle pay senetleri BİST’te işlem gören ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) web sitesinde aracı kurumlar sektörü altında listelenen sekiz adet şirket finansal analiz örneklemini oluşturmaktadır. Sektör şirketlerinin unvanları, BİST’teki sembolleri ile izleyen bölümde metin içinde atıflarına yönelik kısaltmalar, Tablo 3’de sunulmuştur.

Tablo 3: Örneklemede yer alan şirketlere ilişkin bilgiler

BİST sembolü	Şirket Unvanı	Metin İçi Kısaltma	Kuruluş Tarihi
AICAP	A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	A1 Capital	16.11.1990 ⁶
GEDİK	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Gedik	02.05.1991
GLBMD	GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Global	31.10.2001 ⁷
INFO	İNFÖ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	İnfö	21.12.1990 ⁸
ISMEN	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	İş Yatırım	18.12.1996
OSMEN	OSMANLI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Osmanlı	19.12.1996 ⁹
OYYAT	OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Oyak	14.05.1982
TERA	TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Tera	15.11.1990 ¹⁰

Tablodan şirketlerin BİST’in kuruluşunu takiben 10 yıl içerisinde faaliyete başlamış köklü aracı kurumlar olduğu görülmektedir. Bunun istisnası olan Global de sektörün kıdemli firmalarındandır. Oyak ise BİST’ten daha uzun geçmişi ile dikkat çekmektedir. Şirketlerden Oyak, Tera ve A1 Capital, sırasıyla 2021, 2022 ve 2023 yıllarında halka arz edilmiştir. Dolayısıyla analiz döneminin başı itibariyle halka açık anonim şirket statüsünde değildiler, ancak son beş

6 Form Menkul Değerler A.Ş. unvanı ile kurulmuştur.

7 Eczacıbaşı-UBP Portföy Yönetimi A.Ş. unvanı ile kurulmuştur.

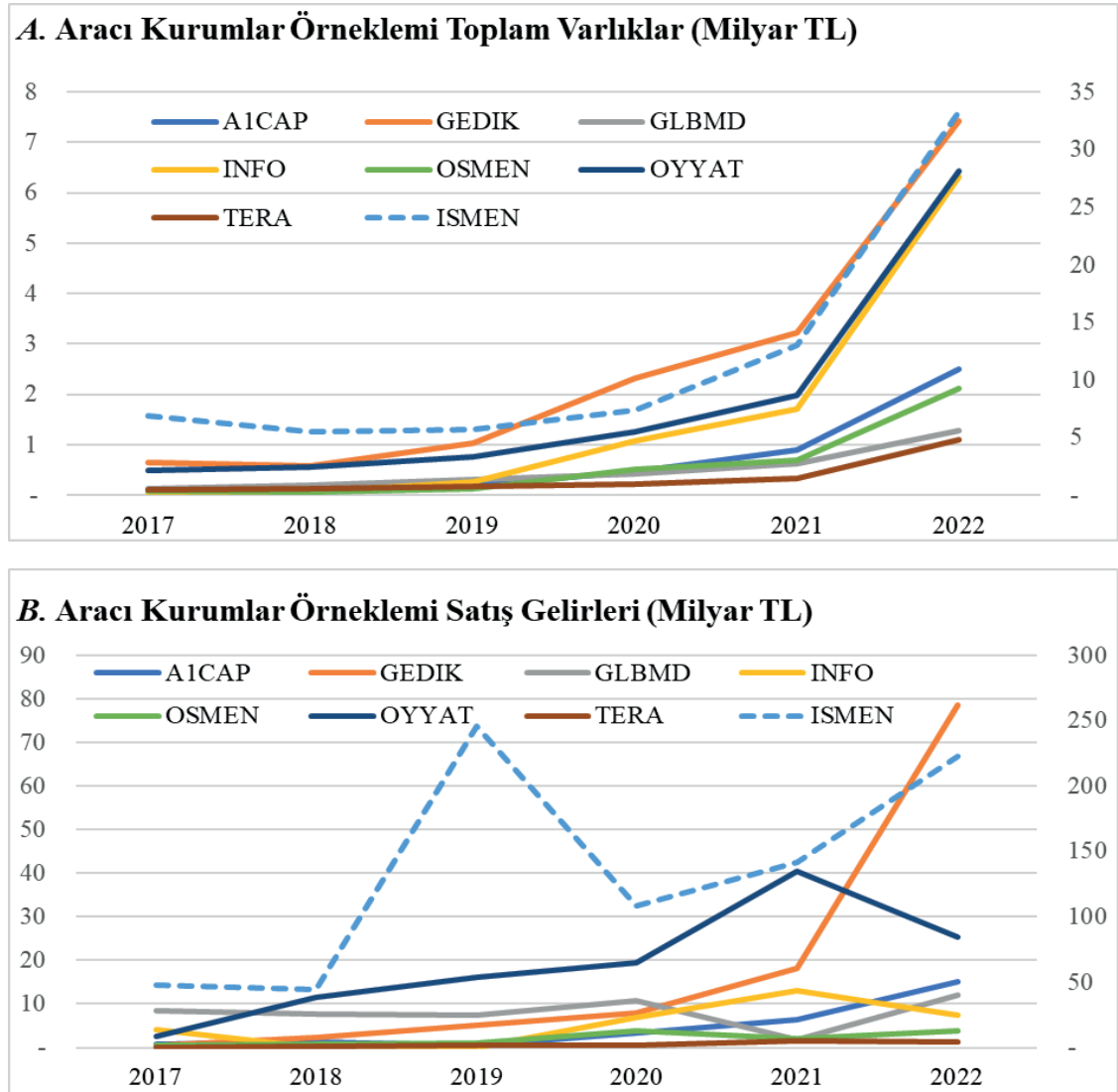
8 Lider Menkul Değerler A.Ş. unvanı ile kurulmuştur.

9 İktisat Menkul Değerler A.Ş. unvanı ile kurulmuştur.

10 Günyal Günay Yalavaç Menkul Değerler A.Ş. unvanı ile kurulmuştur.

yıllık (2018-2022) bağımsız denetim raporlarına ulaşılabildiği için bütünlük açısından analize dahil edilmişlerdir. Örneklem şirketlerden Global ve Osmanlı pay senetleri BİST Ana Pazarda, diğer altı şirketin pay senetleri BİST Yıldız Pazarda işlem görmektedir. Örneklem tüm şirketleri geniş kapsamlı aracı kurum statüsündedir.

Örneklemi oluşturan firmaların toplam varlıklarının ve satış gelirlerinin beş yıllık gelişimi Şekil 2'de görülmektedir. Bilançoların özellikle son üç yıl itibariyle büyüme trendinde olduğu, son yıl ise İş Yatırım, İfo, Oyak ve Gedik'in oldukça yüksek oranda büyüme gösterdiği görülmektedir. Gedik'in satış gelirlerinde de benzer trendi yakaladığı alt paneldeki grafikten okunabilmektedir. Oyak'ın son yıl itibariyle varlıklarındaki artışa karşın satış gelirlerindeki azalışı kâr politikası ile ilgili olabilir. Diğer firmalarda da izlenen satış gelirlerindeki değişkenlik de benzer şekilde satış politikaları ile ilişkilendirilebilir.



Şekil 2: Aracı kurumlar örnekleme 2017-2022 yılları toplam varlıklar ve satış gelirleri gelişimi

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (<https://tspb.org.tr/>) verileri ile yazar tarafından hazırlanmış olup, tutarlar milyar TL cinsinden belirtilmiştir. Ölçek farkı nedeniyle İş Yatırım değerleri kesikli çizgi ile ve sağ ekseninde gösterilmiştir.

Gerek aktif büyüklüğü gerekse satış gelirleri tutarlarına bakıldığında ölçek farkından dolayı öncelikle İş Yatırım, sonrasında Gedik ve Oyak ile kısmen İno sektörün önemli oyuncularını olarak değerlendirilebilir.

Tablo 4: Analiz dönemi sektör toplam varlıkları ve şirketlerin yüzde cinsinden payları

Şirket / Yıl	2018	2019	2020	2021	2022
Sektör Toplam Varlıkları (Milyon TL)	21.878,33	27.194,65	41.348,62	61.386,30	152.442,60
AICAP	0,58	0,72	1,13	1,46	1,64
GEDIK	2,69	3,79	5,60	5,27	4,87
GLBMD	0,86	1,16	1,04	1,00	0,84
INFO	0,25	0,93	2,63	2,79	4,14
ISMEN	25,19	21,08	17,89	21,21	21,82
OSMEN	0,30	0,51	1,24	1,13	1,39
OYYAT	2,50	2,78	3,06	3,22	4,22
TERA	0,54	0,64	0,54	0,53	0,72
Örneklem Toplamı	32,89	31,62	33,12	36,61	39,64

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (<https://tspb.org.tr/>) verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

Tablo 4’de örneklem şirketlerinin varlıklarının sektör varlıkları içerisindeki payları yüzde cinsinden verilmiştir. Örneklem toplam varlıkları, sektör içerisinde yaklaşık %35 paya sahiptir. Bu yönden örneklemde yer alan firmaların sektörü önemli ölçüde temsil ettiği söylenebilir. Büyüme trendinde olan sektörün özellikle son yılı, içerisinde bulunduğumuz enflasyonist ortama rağmen dikkat çekmektedir. İş Yatırım, sektörün önemli bir kuruluşudur. Varlıkları itibarıyla sektörün beşte birini ifade eden aracı kurum hem örneklem hem de sektörün lideri konumundadır. Gedik ve Oyak da sonrasında gelen örneklem öncüleri arasındadır.

Sektöre göre örneklemi benzer şekilde işlem hacimleri üzerinden ele alan Tablo 5’e göre, örneklem firmaları hacmin yaklaşık beşte birini sağlamaktadır. İş Yatırım’ın payı bu ölçüte göre yaklaşık %9’a düşmekte, Gedik varlıklar bazındaki payına yakın izlenmekte, Oyak ise yine varlıklara kıyasen daha düşük pay almaktadır. Tera’nın hem varlık hem de işlem hacmi bakımından örneklem en düşük ölçekli firması olduğu görülmektedir. A1 Capital ve İno ise toplam hacim içerisindeki payları, toplam varlıklar içerisindeki paylarını aşan, birim varlık başına daha fazla işlem hacmi üreten firmalar olarak öne çıkmaktadır. Osmanlı ve Global firmaları da aktif büyüklüğü ve işlem hacmi payları yıllar içerisinde değişmekle beraber bu ikisine yakın izlenen aracı kurumlardır.

Tablo 5: Analiz dönemi sektör toplam işlem hacimleri ve şirketlerin yüzde cinsinden payları

Şirket / Yıl	2018	2019	2020	2021	2022
Sektör İşlem Hacmi (Milyar TL)	17.553,98	20.622,36	38.330,91	43.522,94	79.250,44
AICAP	2,27	2,55	1,88	1,84	1,85
GEDIK	5,02	3,65	4,04	3,84	3,30
GLBMD	0,56	0,61	0,84	0,82	0,67
INFO	1,15	2,15	3,51	4,81	6,41
ISMEN	9,19	10,14	10,02	8,85	7,95
OSMEN	0,38	0,43	1,00	1,03	1,28
OYYAT	0,79	1,13	1,45	1,57	1,49
TERA	0,18	0,15	0,23	0,21	0,21
Örneklem Toplamı	19,54	20,82	22,98	22,96	23,16

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (https://tspb.org.tr/) verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

Satış gelirleri içerisindeki pay da işlem hacmine benzer şekilde pazar payı olarak okunabilir. İş Yatırım'ın bu ölçüt bakımından varlık payına benzer şekilde ve daha çok öne çıktığı Tablo 6'da izlenmektedir. Hacimdeki pay düşüşüne karşılık satış gelirlerindeki pay artışı fiyat politikaları, hedef müşteri kitlesi bağlamında ayrıca incelenebilir. İstisna yıl olan 2020, hedeflere göre satışın zorlaştığı bir yıl olabilir. Yine, Oyak 2019 ve 2022 hariç tutulduğunda gelirlerden ciddi pay almıştır. Gedik dışındaki kalan diğer firmaların gelirlerdeki göreceli düşük payları ölçüğe, hacimden benzer düzeyde gelir üretmedeki zorluklarına bağlanabilir. Tablo 5 ve Tablo 6 tutarları birlikte ele alındığında sektörde aracılık işlemleri komisyonlarının yıllar itibarıyla ortalamada yüzdeler cinsinden 0,9 ile 2,8 arasında değişkenlik gösterdiği, üst sınıra yakın olmak üzere yaklaşık 1 – 1,50 bandında gerçekleştiği söylenebilir.

Tablo 6: Analiz dönemi sektör toplam satış gelirleri ve şirketlerin yüzde cinsinden payları

Şirket / Yıl	2018	2019	2020	2021	2022
Sektör Satış Gelirleri (Milyon TL)	162.827,12	570.604,22	577.847,63	645.668,37	810.198,62
AICAP	0,72	0,10	0,56	0,99	1,87
GEDIK	1,37	0,92	1,37	2,82	9,71
GLBMD	4,74	1,30	1,87	0,26	1,49
INFO	0,02	0,02	1,19	2,04	0,93
ISMEN	27,18	43,08	18,83	21,92	27,45
OSMEN	0,40	0,19	0,69	0,33	0,47
OYYAT	7,07	2,85	3,39	6,26	3,14
TERA	0,10	0,08	0,10	0,22	0,17
Örneklem Toplamı	41,60	48,54	28,00	34,84	45,23

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (https://tspb.org.tr/) verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

3. Aracı Kurumlar Sektörü Finansal Analizi

Kısa tanıtımı yapılan örneklem aracı kurumlar sektörü şirketlerinin 2018 yılından cari yıla uzanan beş mali dönemi, oran (rasyo) analizine tabi tutulmuştur. Şirket finansal verileri ve bağımsız denetim raporları KAP üzerinden temin edilmiştir. Literatürü (Brigham ve Houston, 2019; Ross, Westerfield, Jaffe ve Jordan, 2022 vb.) ve uygulamayı takiben şirketlerin aynı/benzer amaçları gözeten finansal oranları, dört grup altında farklı alt kısımlarda incelenmiştir. Bu kısımlarda en temel oran ve örneklem ortalama değerlerine yer verilmiş, sektörün daha önce açıklanan kamuyu aydınlatma yükümlülükleri gereği toplu verileri ile sektör genel ortalama oranları da tablolarda sunulmuştur¹¹. Bir şirketin oranının örnekleme göre konumu, oranın anlamı gözetilerek olumludan olumsuz tablonun ilgili hücrelerinde yeşilden pembe tonlarına doğru ifade edilmiştir.

3.1. Likidite Oranları

Örneklemin borç ödeme kapasitesi sektörün geneline göre tüm dönemler itibariyle düşük izlenmektedir. Tablo 7'nin A panelinde sunulan cari oran değerlerine göre; tüm dönem itibariyle sektördeki ortalama bir şirketin 1 TL Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları (KVYK) karşılığında 2,10 TL dönen varlığı bulunmakta iken, örneklem firmaları için birim KVYK başına dönen varlık ortalama 1,30 TL'dir. Yıllar itibariyle genel ortalamadan sapmalar değişse de bu tespit, tüm dönem için geçerlidir. Cari oranın düşük seyretmesi borç ödeme gücü bakımından olumsuz görülebilirse de kârlılık ve likidite arasındaki negatif ilişki de dikkate alınmalıdır. Nitekim, örneklem firmaları Tablo 12'de sunulan aktif kârlılığı (ROA), özkaynak kârlılığı (ROE) ve ekonomik rantabilite oranları bakımından sektör ortalamasından çok daha iyi performans sergilemişlerdir. Diğer taraftan, cari oranlarla ilgili tespit örneklemin genelden daha fazla KVYK kullandığı, yani mali kompozisyon itibariyle kısa vadeli borcun yoğunluğu ile ilişkilendirilebilir. Tablo 8'de sunulan mali yapı (borçluluk) oranları örneklemin kaldıraçtan, borcun maliyet ve vergi avantajından yararlanma politikası güttüğünü teyit etmektedir. Artan borç düzeyinin örneklemini daha riskli hale getirdiği de göz önünde tutulmalıdır.

11 Sektör genel ortalama rasyoları hesaplanırken uç değerlerin etkisini azaltmak amacıyla yukarı yönlü %10 kırma uygulanmıştır. Uç değerler, arzi mahiyet arz edebileceğinden genel hakkında daha sağlıklı fikir edinmek üzere bu uygulama tercih edilmiştir. Mali yapı ile ilgili olanlar başta olmak üzere oranları değerlendirmede bu durum dikkate alınmalıdır.

Tablo 7: Aracı kurumlar sektörü örneklem firmaları likidite oranları (2018-2022)

Likidite Oranları					
A. Cari Oran					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	1,51	1,43	1,39	1,45	1,56
GEDİK	1,20	1,14	1,15	1,14	1,11
GLBMD	1,30	1,15	1,16	1,11	1,09
INFO	2,35	1,11	1,14	1,16	1,09
ISMEN	1,21	1,20	1,32	1,27	1,26
OSMEN	1,99	1,45	1,20	1,23	1,19
OYYAT	1,23	1,21	1,22	1,31	1,30
TERA	1,38	1,35	1,33	1,34	1,35
<i>Ortalama</i>	<i>1,52</i>	<i>1,26</i>	<i>1,24</i>	<i>1,25</i>	<i>1,24</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>2,63</i>	<i>2,37</i>	<i>1,69</i>	<i>2,01</i>	<i>1,81</i>
B. Asit-test Oranı					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
ISMEN	1,19	1,19	1,31	1,27	1,25
C. Nakit Oranı					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	0,25	0,21	0,07	0,32	0,51
GEDİK	0,57	0,45	0,39	0,36	0,36
GLBMD	0,14	0,10	0,09	0,15	0,11
INFO	0,93	0,43	0,43	0,40	0,35
ISMEN	0,78	0,55	0,36	0,41	0,55
OSMEN	1,59	1,06	0,74	0,78	0,45
OYYAT	0,47	0,70	0,40	0,48	0,45
TERA	0,75	0,69	0,58	0,65	0,49
<i>Ortalama</i>	<i>0,69</i>	<i>0,52</i>	<i>0,38</i>	<i>0,45</i>	<i>0,41</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>1,33</i>	<i>1,06</i>	<i>0,66</i>	<i>0,88</i>	<i>0,93</i>

Örneklem içerisine bakıldığında, A1 Capital'in cari oranlar açısından kreditorlerine daha fazla güven verdiğini, Tera ile ilk yılı hariç tutulduğunda İş Yatırım'ın bu doğrultuda A1 Capital'i izlediğini ifade etmek mümkündür. Gedik, Global ve Info hem örneklem hem de genel içerisinde borç ödeme kapasitesi düşük firmalar olarak öne çıkmaktadır.

Aracı kurumlar sektörü için asit-test oranı (hızlı oran), faaliyetleri gereği stoklar hesap grubu altında yer alan ticari mal, hammadde, malzeme vb. fiziki maddeler bulundurmadıkları için anlam ifade etmemektedir. İş Yatırım haricinde örneklemin hiçbir firmasında stok bakiyesi bulunmamakta, adı geçen firma ise 2022 dönemi bağımsız denetim raporunda yer alan bilgilere göre bilişim, tıbbi aletler, spor malzemeleri ve gıda sektörlerinde faaliyet gösteren grup firmalarını kontrol etmekte ve konsolide raporlama yapmaktadır. Bağlı ortaklıklardan yansıyan stok kaleminin önemlilik düzeyi, İş Yatırım'ın asit-test ve cari oranları kıyaslandığında oldukça düşüktür. Dolayısıyla, alacakları dikkate almaksızın daha ihtiyatlı bir yaklaşımla borç ödeme kapasitesini ele alan nakit oranlara bakmak daha uygundur.

Nakit oran, nakit ve benzeri varlıklar ile likit finansal yatırımları dikkate aldığından bir acil durum rasyosu olarak değerlendirilebilir. Örnekleme, cari oranla uyumlu şekilde sektör geneline göre daha düşük nakit oranlara sahiptir. Cari oranla karşılaştırmalı inceleme yapıldığında, A1 Capital'in cari oran penceresinden olumlu durumu, nakit oranla daha olumsuz hale dönmektedir. Dönemin ilk dört yılı itibariyle örnekleme ortalamasının altında seyreden rasyolar, ticari ve ticari olmayan nitelikteki alacakların dönen varlıklar içerisindeki yoğunluğunun göstergesidir. Varlık yönetimi oranları ile ilgili Tablo 10'a bakıldığında firmanın alacak yönetimi ile ilgili verimsizliği açığa çıkmaktadır. A1 Capital, son yıl itibariyle nakit oranında örnekleme bazında oldukça iyi performans sergilemiştir. Şirketin, hacimden aldığı pay yaklaşık olarak sabit kalırken, Tablo 6'dan izlendiği gibi satış payını artırması ve alacak yönetimindeki verimlilik, son yıl itibariyle başarılı bir finansal yönetim stratejisi izlediğini göstermektedir. Osmanlı ve Tera borçlarını nakden karşılama gücü noktasında örneklemin öne çıkan firmalarıdır. Gedik, cari oranlarına kıyasla nakit oranda daha fazla güven vermektedir. Ortalamalarda seyreden oran, cari oran da dikkate alındığında alacak yönetiminin göreceli etkinliğini salık vermektedir. Global ve Oyak'ın ilki düşük ikincisi ortalama olmak üzere örnekleme nakit oran seyri, cari oranları ile uyumludur. A1 Capital firmasına benzer şekilde İş Yatırım da hem satış gelirleri bazında pazar payını önemli ölçüde artırmış hem de nakit oranda örnekleme lideri olarak öne çıkmıştır. Bu durum, son yıl itibariyle firmanın daha kaliteli hizmet sunarak yatırımcı nezdinde kısa vadeler de sunulsa daha çok tercih edildiğine işaret etmektedir.

3.2. Mali Yapı Oranları

Örnekleme, sektör geneline göre daha yüksek oranda borç kullanmasıyla ayrılmaktadır. Tablo 8'de sunulan finansal kaldıraç oranları, ilk dönemler itibariyle sektör ortalama değerlerinin 1,5 katı düzeylerinde seyretmektedir. Zaman boyutunda sektör genelinde borçlanma oranlarındaki artış diğer bir önemli bulgudur. Sektör geneli için son yıllar itibariyle özellikle pay piyasalarındaki "rallilerden" yararlanmak üzere borçlanma yoluna başvurulduğu söylenebilir. Örnekleme firmaları bu hususta yine daha agresif bir tutum sergilemiştir. Örnekleme içerisinde sırasıyla Global, İfo ve Gedik finansal kaldıraçları en yüksek firmalardır. İfo için bu durum 2018 sonrasında geçerlidir. Örnekleme içerisinde pazar payı en yüksek olan İş Yatırım'ın zımnen %80'e yakın olmak üzere %75-80 bandında borçlanma oranına dayalı bir politika izlediği söylenebilir. Benzer durum, Oyak için de bir ölçüde geçerlidir. A1 Capital ve Tera, sırasıyla örneklemin en az dış kaynak kullanan firmalarıdır.

Yakından ilişkili olan borçların özkaynaklara oranı için de kaldıraç oranı ile ilgili değerlendirmeler aynen geçerlidir. Tablo 8 gösteriminde borçla artan risk düzeyi gözetilmiştir, dolayısıyla şirket ortaklarının varlıklar üzerindeki payını/hakkını ifade eden özkaynakların artışını renklendirmeye olumlu olarak yansımıştır. Şüphesiz marjinal borç ve özkaynak maliyetlerinin göreceli konumu borcu daha cazip kılabilmektedir.

Tablo 8'in alt panelinde sunulan KVK'nın varlıklar ya da pasifler içerisindeki payı mali yapı kompozisyonunu tamamlar niteliktedir. Örneklemin kısa vadeli borçlandığı, sektörde de aynı durumun uzun vadeli borçlanma yönünde birkaç puan yukarıda olmak üzere geçerliliğini koruduğu, ilk panel ile kıyaslama neticesinde ulaşılan sonuçtur.

Menkul kıymetlerin el değiştirmesine aracılık eden sektör, yapısı gereği ve yüksek işlem hacimleri nedeniyle likit varlıkları barındırmaktadır. Bunun sonucunda duran varlıkların bilanço/finansal durum tablosunda ağırlığının az olması beklenir. Tablo 9'un ilk paneli, bu beklenti ile uyumludur. Örnekleme, genele göre yüzde cinsinden 2-3 puan aşağıda duran varlık oranına sahiptir. A1 Capital firması ilk iki yılı ile Osmanlı'nın son üç yılı örneklemeden ayrılmaktadır.

Aynı durum, İş Yatırım'ın ikinci yılı için söz konusudur. Yazılım teknolojisi, şube ağı yatırımları başta olmak üzere duran varlık yatırımları şirket bağımsız denetim raporlarından izlenebilir.

Borçlanma ve likidite oranları ile bağlantılı olmak üzere ele alınması gereken önemli bir rasyo olan faiz kazanılma sayısı oranları incelendiğinde İş Yatırım'ın özellikle son yılı göze çarpmaktadır. Genel itibarıyla İş Yatırım'ın finansman giderleri öncesi faaliyet kârı (FVÖK, EBIT), son yıl hariç tutulduğunda ortalamada finansman giderlerinin 8 katıdır. Son yıla ait mali tablo bilgilerine göre kısa vadeli finansal borçlar 4,6 milyar TL'den 10,4 milyar TL'ye tırmanırken finansman giderleri 142,5 milyon TL'den 115,3 milyon TL'ye gerilemiştir.

Tablo 8: Aracı kurumlar sektörü örneklem firmaları mali yapı oranları- I (2018-2022)

Mali Yapı (Borç Yönetimi) Oranları- I					
<i>A. Finansal Kaldıraç (Borç) Oranı (%)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	61,03	66,70	70,31	66,80	65,34
GEDİK	81,37	84,69	86,56	84,51	87,38
GLBMD	73,57	84,22	85,50	89,35	90,85
INFO	41,48	85,86	86,04	84,67	88,30
ISMEN	82,97	79,26	75,11	78,39	79,70
OSMEN	49,44	68,07	80,51	75,68	79,36
OYYAT	80,17	79,18	78,16	76,08	74,64
TERA	68,21	70,86	73,23	71,59	72,07
<i>Ortalama</i>	<i>67,28</i>	<i>77,36</i>	<i>79,43</i>	<i>78,38</i>	<i>79,71</i>
Genel ortalama	42,07	45,76	55,42	54,17	60,28
<i>B. Borçların Özkaynaklara Oranı</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	1,57	2,00	2,37	2,01	1,89
GEDİK	4,37	5,53	6,44	5,45	6,93
GLBMD	2,78	5,34	5,89	8,39	9,93
INFO	0,71	6,07	6,16	5,52	7,55
ISMEN	4,87	3,82	3,02	3,63	3,93
OSMEN	0,98	2,13	4,13	3,11	3,85
OYYAT	4,04	3,80	3,58	3,18	2,94
TERA	2,15	2,43	2,73	2,52	2,58
<i>Ortalama</i>	<i>2,68</i>	<i>3,89</i>	<i>4,29</i>	<i>4,23</i>	<i>4,95</i>
Genel ortalama	1,20	1,38	1,94	1,92	2,49
<i>C. Kısa Vadeli Yükümlülüklerin Varlıklara Oranı (%)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	60,51	65,29	69,71	65,83	62,49
GEDİK	80,64	82,86	85,82	84,19	87,10
GLBMD	72,29	83,27	84,61	88,71	89,60
INFO	40,28	85,10	85,84	84,46	87,98
ISMEN	80,57	77,91	73,84	77,13	78,60
OSMEN	48,36	66,27	78,77	72,69	78,24
OYYAT	79,02	78,47	77,24	73,35	74,07
TERA	67,84	69,65	72,65	71,05	71,78
<i>Ortalama</i>	<i>66,19</i>	<i>76,10</i>	<i>78,56</i>	<i>77,18</i>	<i>78,73</i>
Genel ortalama	39,68	43,39	52,71	50,65	58,14

Tablo 9: Aracı kurumlar sektörü örneklem firmaları mali yapı oranları- II (2018-2022)

Mali Yapı (Borç Yönetimi) Oranları- II					
D. Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı (%)					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	8,63	6,45	3,22	4,71	2,59
GEDİK	3,47	5,21	1,73	3,68	3,63
GLBMD	6,17	3,99	1,91	1,49	1,91
INFO	5,23	5,54	1,82	2,12	3,74
ISMEN	2,76	6,66	2,49	1,90	1,26
OSMEN	3,64	3,70	5,36	10,80	6,80
OYYAT	2,71	5,20	5,60	4,27	3,94
TERA	6,27	5,79	3,67	5,05	2,92
<i>Ortalama</i>	4,86	5,32	3,22	4,25	3,35
<i>Genel ortalama</i>	8,34	8,01	5,82	5,90	5,76
E. Faiz Kazanılma Sayısı (TIE) Oranı					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	4,01	1,87	7,58	3,41	5,53
GEDİK	1,57	2,63	6,69	2,82	1,55
GLBMD	1,63	0,95	3,65	1,20	2,68
INFO	1,24	2,08	5,25	2,98	3,48
ISMEN	2,68	5,16	12,90	11,28	45,93
OSMEN	0,01	1,74	8,81	1,31	3,63
OYYAT	1,58	2,28	5,95	7,46	6,13
TERA	0,33	0,22	0,81	1,42	0,75
<i>Ortalama</i>	1,63	2,12	6,46	3,98	8,71
<i>Genel ortalama</i>	6,58	7,93	12,96	4,94	5,39

Borçlanmada izlenen artış dönem sonu gerçekleşmiş olabilir. Hacimdeki ve bununla bağlantılı olarak satış gelirlerindeki artış, tutarsal olarak FVÖK'ü artırmış, ancak finansman giderleri aynı doğrultuda değişmemiştir. Örneklem, genel anlamıyla FVÖK ile faiz karşılama gücü bakımından sektörün gerisindedir. İş Yatırım'ın son yıla ait değeri bir önceki yıl ile eşit gerçekleşmiş olsaydı ya da arızı bir durum olarak ihmal edilseydi, örneklem için ortalama 4,34 olarak hesaplanacak ve sektör genelinden daha da geride olarak değerlendirilecekti. Dolayısıyla, sektöre göre daha fazla borçlanan örneklem aracı kurumlar, borçlanma oranlarının maliyetler üzerindeki etkisini değerlendirmelidir. Faiz karşılama kapasitesi bakımından Tera örneklemin en zayıf, İş Yatırım en güçlü şirkettir. Tera'nın örneklem özelinde daha düşük seviyede borçlanması dikkate alındığında, kâr üretmede sıkıntı yaşadığı sonucuna varılabilir.

3.3. Varlık Yönetimi (Etkinlik) Oranları

Bu gruptaki oranlar varlıkların faaliyet sonuçları bakımından etkin kullanımını ölçtükleri için faaliyet oranları olarak da bilinir. Tablo 10'un ilk iki paneli alacak yönetimine ilişkin oranları içermektedir. Bu oranlar bakımından örneklem, alacak yönetiminde sektör genelinden daha etkindir. Örneklem bazında ise İfo'nun oranlarının fazlaca değişkenlik göstermesi detay analiz gerektirmektedir. İfo satış gelirlerinin 2020 ve 2021 yıllarında hem sektörel pay hem de bunun gereği tutarsal olarak artış gösterdiği Şekil 2 ve Tablo 6'dan izlenmektedir. Bu dönemlerde sektöre göre tahsilat süreleri ortalama düzeylerde iken faaliyetin yavaşladığı yıllarda olumsuz seyretmektedir. Dolayısıyla varlıkların etkin kullanımı bakımından 2018, 2019 ve 2022 yılları daha detaylı bir analizle ele alınmalıdır, çünkü aynı verimsizlik aktif ve özkaynak devir hızlarında da söz konusudur. Geneli itibariyle Global, varlık ve özkaynaklarını en etkin kullanan, alacak yönetiminde başarılı performans sergileyen aracı kurum olarak öne çıkmakta, onu İş Yatırım izlemektedir. Gedik, Tablo 6'da görüldüğü gibi son yılda satış gelirlerindeki payını yaklaşık 3 kat artırmakla birlikte alacak yönetiminde de beş yılın en iyi performansını sergilemiştir. Bu başarının sürdürülebilir kılınması aracı kurumu, sektöründe önemli yerlere taşıyacaktır. Tera'nın ise kârlılık yanında alacak performansına yönelik strateji üretmesi gereği, Tablo 10'dan okunabilen bir diğer bulgudur.

Örneklemin aktif ve özkaynak kullanım etkinliği, ikincisinde çok daha açık olmak üzere sektör genelinin üzerindedir. 2019 sonrası aktif devir hızındaki pozitif farkın daraldığı izlenebilmektedir. Global, etkinlik bakımından örneklemin lider kuruluşudur ve bu tüm yıllar için geçerli genel bir durumdur. Tera'nın kâr üretmeye yönelik yukarıda belirtilen güçlükleri her iki devir hızı oranına da yansımıştır. Oranlarda dikkat çeken bir diğer husus, İş Yatırım'ın 2019 yılındaki fevkalade yüksek devir hızıdır. Bununla doğrudan bağlantılı olarak firma, Tablo 6'dan izlenebildiği gibi, aynı yıl satış gelirlerindeki sektör payını neredeyse toplam satış hacminin yarısına, % 43'e çıkarmıştır. Bu durum, arızı bir mahiyettedir ve kârlılığa olumlu yansımamıştır. Dolayısıyla maliyet ve gider kalemleri de detay bir inceleme konusu yapılabilir. Oyak da son yıl itibariyle varlık yönetiminde gerilemeyi dikkate almalıdır. Sektör satış

Tablo 10: Aracı kurumlar sektörü örneklem firmaları varlık yönetimi oranları (2018-2022)

Varlık Yönetimi (Etkinlik) Oranları					
A. Alacak Devir Hızı Oranı					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	14,84	5,21	12,37	12,24	13,29
GEDIK	6,62	12,69	7,96	10,56	20,82
GLBMD	66,24	36,94	34,57	19,77	15,43
INFO	0,98	1,05	18,80	16,17	3,18
ISMEN	21,59	102,27	25,17	20,35	16,70
OSMEN	52,94	58,72	40,27	11,33	5,83
OYYAT	35,81	41,20	28,51	25,70	7,67
TERA	3,48	8,41	6,57	11,41	3,52
<i>Ortalama</i>	25,31	33,31	21,78	15,94	10,81
<i>Genel ortalama</i>	16,02	22,70	15,63	11,91	6,46
B. Ortalama Tahsilat Süresi (gün)					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	25	70	30	30	27
GEDIK	55	29	46	35	18
GLBMD	6	10	11	18	24
INFO	371	349	19	23	115
ISMEN	17	4	15	18	22
OSMEN	7	6	9	32	63
OYYAT	10	9	13	14	48
TERA	105	43	56	32	104
<i>Ortalama</i>	74	65	25	25	52
<i>Genel ortalama</i>	119	162	183	172	237
C. Aktif Devir Hızı Oranı					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	5,46	1,85	4,90	4,69	4,46
GEDIK	1,70	3,03	2,19	3,05	6,16
GLBMD	25,54	15,38	14,80	8,04	6,45
INFO	0,28	0,29	5,10	4,70	0,94
ISMEN	3,21	18,84	7,07	6,19	4,48
OSMEN	4,81	5,30	6,08	1,79	1,35
OYYAT	9,58	9,76	7,64	7,84	2,37
TERA	0,73	1,59	1,47	2,65	0,96
<i>Ortalama</i>	6,41	7,00	6,16	4,87	3,40
<i>Genel ortalama</i>	3,56	6,31	5,38	3,25	2,07
D. Özkaynak Devir Hızı Oranı					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	14,48	5,21	15,94	14,66	13,02
GEDIK	10,87	18,34	15,63	20,83	45,87
GLBMD	85,68	78,08	98,42	65,71	66,96
INFO	0,51	1,31	36,43	31,75	7,51
ISMEN	21,90	99,48	30,63	27,09	21,68
OSMEN	9,86	13,96	27,46	8,02	6,28
OYYAT	46,85	47,82	35,64	33,69	9,51
TERA	2,40	5,27	5,30	9,55	3,43
<i>Ortalama</i>	24,07	33,68	33,18	26,41	21,78
<i>Genel ortalama</i>	8,41	16,45	15,41	11,82	8,40

gelirlerindeki payı azalırken varlık payındaki artış, devir hızlarındaki gerilemeyi teyit eder mahiyettedir. İnfö, ilk iki yıldaki etkinsizliğini takip eden iki yılda gidermiş, ancak son yıl itibariyle gerileme yaşamıştır. Dolayısıyla, faaliyetlerinde etkinliğin sürdürülebilirliği noktasında daha dikkatli hareket etmesi firmaya olumlu katkılar sağlayacaktır.

3.4. Kârlılık Oranları

Kârlılık oranları da iki tablo halinde, Tablo 11 ve Tablo 12'de belirtilmiştir. Tüm yıllar itibariyle örnekleme öne çıkan bir aracı kurum bulunmamakta, kâr performansları ölçütler bazında değişkenlik arz etmektedir. Tablolarda belirtilen genel ortalama kârlılık oranları ile ilgili önemli bir husus, bazı sektör firmalarında gözlenen %100'ün üzerindeki zarar oranlarının ihmal edilmesidir¹². Bu uygulama, sektör genelini olduğundan daha iyi göstermiş olsa da örnekleme firmaların daha verimli firmalarla kıyaslanmasına imkân tanımıştır.

Brüt kârlılık bakımından örnekleme, ilk iki yıl hariç tutulduğunda, sektör genelinin önemli ölçüde altında performans göstermiştir. Osmanlı'nın bunun tersine son üç yıl içerisinde örnekleme öne çıkması kayda değer bir bulgudur. Firmanın brüt kârlılıktaki olumlu performansının diğer kârlılık ölçütlerine de yansıdığı görülebilmektedir. Global, brüt kâr marjı itibariyle örneklemin en kârsız üyesidir ve bu durum süreklilik arz etmektedir. Brüt kârlılıktaki olumsuz tablo, beklenileceği gibi diğer ölçütlere de büyük ölçüde sirayet etmiştir. Osmanlı'nın aksine İnfö, ilk iki yılda son derece olumlu sonuç hesapları ile ön plandadır. Firmanın bağımsız denetim raporları, satış hasılatının genel yönetim vb. giderlere göre düşük seviyede gerçekleştiği bilgisini vermektedir. Sektörden çok düşük paylar (%0,02) almış olması itibariyle Tablo 6 da bu durumu doğrulamaktadır. Brüt kârlılıktaki uç değerler, seçme müşterilerle ve brüt kârlılık çok öne çıkarılarak işlem yapıldığına işaret etmektedir. Bu yüzden bu oranları arazi olarak değerlendirmek daha uygundur. Al Capital, brüt kâr marjı ve faaliyet kâr marjı kıyaslandığında faaliyet giderlerinin nispeten düşük gerçekleşmesi ile dikkat çekmektedir. Bu bulgu, son üç yıl için geçerlidir. Firma örnekleme göre, ilk yıl hariç, ortalama brüt kâr oranlarına sahiptir. İş Yatırım, Global'den sonra istikrarlı olarak örnekleme altı kâr marjları ile izlenmektedir. Bu durum, yüksek pazar payını koruyarak sürümden kazanma ve sürdürülebilir liderlik stratejisine bağlanabilir.

12 Dolayısıyla kârlılık bakımından son derece verimsiz olan aracı kurumların oranları ortalamalara yansımamıştır. Bir önceki dipnotta belirtilen kırpm bu grupta da uygulanmıştır.

Tablo 11: Aracı kurumlar sektörü örneklem firmaları kârlılık oranları- I (2018-2022)

Kârlılık Oranları- I					
<i>A. Brüt Kâr Marjî (Oran, %)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	3,38	6,77	4,54	4,25	6,60
GEDİK	5,95	2,97	4,68	3,04	0,94
GLBMD	0,59	0,63	0,87	1,70	1,75
INFO	50,39	42,50	2,21	2,68	14,01
ISMEN	1,61	0,42	1,71	1,68	3,38
OSMEN	5,37	4,25	4,12	9,94	14,85
OYYAT	1,14	1,14	1,58	1,84	6,69
TERA	10,28	3,41	3,59	3,34	7,75
<i>Ortalama</i>	<i>9,84</i>	<i>7,76</i>	<i>2,91</i>	<i>3,56</i>	<i>6,99</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>8,80</i>	<i>6,35</i>	<i>7,16</i>	<i>10,33</i>	<i>12,68</i>
<i>B. Faaliyet Kâr Marjî (Oran, %)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	1,25	2,10	3,25	3,15	5,74
GEDİK	1,82	1,49	2,84	1,90	0,48
GLBMD	0,10	0,07	0,28	0,42	0,83
INFO	5,79	9,12	1,08	1,45	8,95
ISMEN	0,80	0,24	1,16	1,12	2,35
OSMEN	0,01	0,73	1,43	2,44	7,15
OYYAT	0,51	0,73	0,99	1,37	4,93
TERA	5,94	1,72	3,48	2,42	2,74
<i>Ortalama</i>	<i>2,03</i>	<i>2,02</i>	<i>1,81</i>	<i>1,78</i>	<i>4,15</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>-0,25</i>	<i>0,11</i>	<i>5,29</i>	<i>7,25</i>	<i>1,59</i>
<i>C. Net Kâr Marjî (Oran, %)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	1,12	0,85	2,25	1,69	3,77
GEDİK	1,25	1,24	2,11	1,27	0,45
GLBMD	0,05	0,02	0,17	0,03	0,45
INFO	5,20	5,29	0,71	0,83	6,28
ISMEN	0,52	0,17	0,89	0,87	2,02
OSMEN	0,02	1,05	1,42	3,29	6,89
OYYAT	0,25	0,43	0,73	1,00	4,35
TERA	2,89	0,46	1,47	2,27	4,85
<i>Ortalama</i>	<i>1,41</i>	<i>1,19</i>	<i>1,22</i>	<i>1,41</i>	<i>3,63</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>7,37</i>	<i>2,61</i>	<i>3,81</i>	<i>6,68</i>	<i>5,17</i>

Faaliyet kârlılığı yönüyle örneklem brüt kârlılığa benzer bir trend izlemekle beraber, son yıl itibariyle sektör genelinin oldukça üzerine çıkması faaliyet etkinliği, giderlerin kontrolündeki başarı ile açıklanabilir. Bu sonuçta sürükleyici üç firma öncelik sırasıyla İfo, Osmanlı ve AI Capital'dir. İfo, bunu sektörden daha fazla satış geliri payı alarak ve maliyet avantajı sağlayarak gerçekleştirmiştir.

Nihai sonuç hesabını yansıtan net kârı satışlara oranla dikkate aldığımızda örneklem aynı şekilde sektörün gerisindedir. Osmanlı son iki yılı, İfo ilk iki yılı ve son yılı ile AI Capital ve Gedik ortanca yıl olan 2020'de net kârlılıkta öne çıkan örneklem aracı kurumlarıdır. İş Yatırım'ın 2019'da pazar payına yönelik yukarıda değinilen agresif politikası incelenen dönem itibariyle en kötü net kâr oranı ile sonuçlanmıştır. Tera ve AI Capital firmalarının net kârlılıkta en istikrarlı firmalar olduğu görülmektedir.

Satış temelli kâr ölçütlerinin aksine, Tablo 12'de sunulan kârlılık oranları bakımından örneklemin sektörün oldukça üzerinde olumlu performans gösterdiği izlenmektedir. Burada faaliyet etkinlik oranlarının olumlu etkisi hatırlanmalıdır. 2019 yılı hariç tutulduğunda aktif kârlılığında AI Capital örneklem lideridir. Bu durum, ana hatları itibariyle özkaynak kârlılığı ve ekonomik rantabilite oranlarına yansımıştır. Global için yukarıda değinilen Tablo 11'deki olumsuz kâr performansı varlık/kaynak temelli kârlılık oranlarında da geçerlidir. İş Yatırım'ın özkaynak ve aktif kârlılık oranları, genel itibariyle finansal kaldıracı verimli kullanmasına bağlanabilir. Özkaynak kârlılığı bakımından kayda değer önemli bir husus da sektörün neredeyse 3,5 katına ulaşan bir performansın örneklem tarafından son yılda sergilenmiş olmasıdır. Dolayısıyla, tüm sekiz firmanın (Tera ve Gedik kısmen hariç) özkaynak çarpanını lehlerine etkin kullandığını söylemek mümkündür. Bu performans, şirket hissedarları açısından oldukça iyidir ve iyi bir getiriye işaret etmektedir. Üç firmanın dönemin başından sonra halka arz edilmiş olması nedeniyle bütünsellik açısından piyasa oranlarına bu kısımda yer verilmemiştir. Ancak, özkaynak kârlılığının hissedar yatırımcı nezdinde memnuniyet düzeyi piyasa oranları ile de araştırılabilir.

Tablo 12: Aracı kurumlar sektörü örneklem firmaları kârlılık oranları- II (2018-2022)

Kârlılık Oranları- II					
<i>D. Aktif Kârlılığı Oranı (ROA, %)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	12,25	3,14	22,03	15,85	33,63
GEDİK	4,26	7,48	9,22	7,74	5,53
GLBMD	2,51	0,75	4,89	0,54	5,77
INFO	2,89	3,02	7,27	7,82	11,77
ISMEN	3,34	6,43	12,62	10,73	18,11
OSMEN	0,22	11,12	17,27	11,75	18,64
OYYAT	4,75	8,32	11,14	15,65	20,59
TERA	4,21	1,46	4,32	12,00	9,32
<i>Ortalama</i>	<i>4,31</i>	<i>5,22</i>	<i>11,09</i>	<i>10,26</i>	<i>15,42</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>5,62</i>	<i>3,69</i>	<i>6,59</i>	<i>5,38</i>	<i>5,00</i>
<i>E. Özkaynak Kârlılığı Oranı (ROE, %)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	32,46	8,84	71,61	49,54	98,13
GEDİK	27,16	45,30	65,81	52,87	41,21
GLBMD	8,43	3,81	32,55	4,44	59,92
INFO	5,32	13,84	51,90	52,82	94,35
ISMEN	22,74	33,97	54,64	46,93	87,61
OSMEN	0,46	29,32	77,93	52,76	86,52
OYYAT	23,24	40,76	51,96	67,24	82,71
TERA	13,84	4,82	15,55	43,25	33,25
<i>Ortalama</i>	<i>16,71</i>	<i>22,58</i>	<i>52,74</i>	<i>46,23</i>	<i>72,96</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>11,30</i>	<i>9,02</i>	<i>21,76</i>	<i>20,13</i>	<i>21,36</i>
<i>F. Ekonomik Rantabilite Oranı (%)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	13,70	7,76	31,92	29,58	51,26
GEDİK	6,21	9,04	12,44	11,58	5,95
GLBMD	4,98	2,23	8,25	6,79	10,70
INFO	3,22	5,20	10,98	13,62	16,77
ISMEN	5,12	9,18	16,38	13,87	21,03
OSMEN	0,12	7,69	17,35	8,70	19,34
OYYAT	9,83	14,20	15,06	21,51	23,35
TERA	8,67	5,48	10,25	12,80	5,26
<i>Ortalama</i>	<i>6,48</i>	<i>7,60</i>	<i>15,33</i>	<i>14,81</i>	<i>19,21</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>1,84</i>	<i>0,29</i>	<i>4,23</i>	<i>3,89</i>	<i>2,32</i>

Ekonomik rantabilite oranını, kaynakların maliyeti hesaba katılmaksızın, yani FVÖK dikkate alınarak sağlanan kaynak getiri oranı olarak değerlendirmek ve sermaye maliyetleri ile ilişkilendirmek firmalar için uygun bir yaklaşım olacaktır. Bu bağlamda, öncelikle %10'un altında kalan oranlar sorgulanmalı ve faaliyetlere yön verilmelidir. Kaynakların rantabl kullanım göstergesi olan bu oran için de Tablo 12'de yer alan diğer iki oran için yukarıda ifade edilen değerlendirmeler geçerlidir.

4. Sonuç ve Öneriler

Aracı kurumlara yönelik bu bölümde birkaç kez tekrarladığımız gibi, sektörde faaliyet gösteren firmaların finansal tablolardan okuduğumuz göstergeleri zaman boyutunda önemli ölçüde değişkenlikler sergileyebilmektedir. Hiç şüphesiz bu saptama gerek mali yapı gerekse likidite oranlarında görüldüğü gibi sektörün bir sanayi kuruluşu gibi sabit yatırıma dayanmaması, aksine sıklıkla el değiştiren finansal enstrümanların el değiştirmesine aracılık etmesi, kısaca iştigal konusu ile yakından ilgilidir. Sektör, en hareketlisi hızlı tüketim maddelerine yönelik olanı olmak üzere ticari faaliyetlere dayalı sektörlerle benzemekle birlikte bunlardan da oldukça farklıdır. Zira, el değiştiren, portföyde hazır tutulan varlık finansal kıymettir ve başta pay senetleri olmak üzere oynak piyasalarda işlem görmektedir. Piyasanın bu doğal yapısına ilave olarak bir bankaya benzerliği itibariyle finansal kuruluşlar şemsiyesi altında yer alan ve yüksek sermayeye dayanmayan sektör, incelediğimiz örneklem itibariyle yoğun kaldıraçla ilerlemektedir.

Sektöre yukarıdaki çerçeveden baktığımızda ele alınan tüm oranlar önemli olmakla beraber mali yapı ve etkinliğe yönelik oranlar ön plana çıkmaktadır. Nitekim, cari oranla ilgili analiz yorumları, etkinlik oranları ile ele alındığında daha anlamlı hale gelmektedir. Bu bağlamda AI Capital firmasında somut olarak gördüğümüz gibi kendi örnekleminde olumlu seyreden cari oran temelli likidite, daha hassas bir oran olan nakit oranında alacak yönetimindeki verimsizlik nedeniyle tersine dönebilmektedir. Örneklem firmaları varlık ve özkaynak devir hızları itibariyle sektörden iyi konumdadır, ancak alacak devir hızı bağlamında iyileştirmelere ihtiyaç duymaktadır.

Yüksek kaldıraç olumsuz yönü, örneklem içerisinde Global firmasında somut olarak görülmüştür. Du Pont eşitliği bağlamında ele aldığımızda, genel anlamda firmanın etkinlik oranları ve kaldıraç oranları yüksek olmakla birlikte özkaynak kârlılığı örneklemine göre düşük izlenmiştir. Nedeni, net kârlılık oranlarının oldukça düşük seviyelerde gerçekleşmesidir. Diğer taraftan faiz kazanma gücü bakımından aynı firma bir yılı hariç olmak üzere ortalamanın biraz altında performans göstermiştir. Borçlanma giderleri, net kârlılığı aşağı çekmekte, dolayısıyla şirket hissedarları için getiriye ifade eden özkaynak kârlılığı benzer firmalara göre düşük kalmaktadır. Sermaye maliyetlerinin gözetilerek borç yönetiminde etkinliğin sağlanması gereği, bu örnekten çıkan sonuçtur.

Her ne kadar fazlaca olumsuz sonuç hesapları çıkarılarak hesaplandıysa da sektörün genel net kârlılığı, örneklem firmalarının üzerindedir. Örneklem de halka açık, bilinirliği yüksek aracı kurumlardan oluşmaktadır ve daha iyi performans gösteren rakiplerin kârlılık düzeyini gözetmelidir. İş Yatırım ve bir ölçüde Gedik ile Oyak pazar payı avantajıyla sürümden kazanma politikası izlemeyi tercih edebilir. Ancak, nihai sonucu ifade eden net kârlılık hedefleri, sektör geneli gözetilerek finansal yönetim politikaları ile ilişkilendirilmelidir. Bu bağlamda, örneklem içerisinde son üç yıl itibariyle brüt kârlılık performansı bakımından öne çıkan Osmanlı, sektördeki daha küçük firmalar açısından nirengi noktasıdır. Firmanın bu yöndeki başarısının diğer kâr ölçütlerine de yansıtıldığı tespit edilmiştir. Sürdürülebilir büyüme için gerekli işsel kaynakların

oluşumu açısından brüt kârdan başlayarak sonuç hesapları da etkin gider yönetimi ile birlikte dikkate alınmalıdır.

Son olarak, büyüyen piyasalarla birlikte pazar payını büyütmenin etkin bir planlama ve uygulamadan geçtiği unutulmamalıdır. Bu noktada, İş Yatırım'ın 2019 yılı performansının ayrıca detaylı bir çalışmaya değer olduğu düşünülmektedir. Rasyolar üzerinden yapılan analiz finansal yönetime ilişkin ipuçları sağlamakla beraber, bu sektör özelinde hem mali tablolar hem de piyasaya ve topluma yansımaları bakımından piyasa riskinin etkin yönetimi vazgeçilemez niteliktedir. Her ne kadar diğer finansal kuruluşlara benzer şekilde aracı kurumlar için de sermaye yeterliliği kıstasları ve gerçekleştirmeler Birlik ve SPK kanalıyla tayin ediliyor ve izleniyorsa da istikrarlı finansal yönetim ve sürdürülebilirlik açısından piyasa risklerinin finansal tablolara etkileri gözetilmelidir.

KAYNAKLAR

- About FINRA | FINRA.org. (2023, 12 Eylül). Erişim adresi: <https://www.finra.org/about>
- Allied Market Research. (Ekim, 2022). Stockbroking Market Size, Share and Growth | 2031. Erişim adresi: <https://www.alliedmarketresearch.com/stockbroking-market-A15359>.
- Aracı Kuruluşların Kamuyu Aydınlatma Esaslarına İlişkin Tebliğ (Seri: V, No: 77) (2004, 30 Ocak). *Resmî Gazete* (Sayı: 25362). Erişim adresi: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2004/01/20040130.htm#3>
- Biz Kimiz | Merkezi Kayıt İstanbul. (2023, 14 Eylül). Erişim adresi: <https://www.mkk.com.tr/hakkimizda/biz-kimiz>
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. (2019). *Fundamentals of Financial Management (15th ed.)*. Cengage.
- European Communities. (2008). NACE Rev. 2 – Statistical classification of economic activities in the European Community. Erişim adresi: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5902521/KS-RA-07-015-EN.PDF/dd5443f5-b886-40e4-920d-9df03590ff91?t=1414781457000>
- Fabozzi, F.J., Modigliani, F., & Jones, F.J. (2009). *Foundations of Financial Markets and Institutions (4th ed.)*. Prentice Hall.
- Financial Industry Regulatory Authority. (2023). 2023 FINRA Industry Snapshot. Erişim adresi: <https://www.finra.org/sites/default/files/2023-04/2023-industry-snapshot.pdf>
- Greenbaum, S.I., Thakor, A.V., & Boot, A.W.A. (2015). *Contemporary Financial Intermediation (3rd ed.)*. Academic Press. doi: 10.1016/B978-0-12-405196-6.00002-1
- Kadioğlu, E., & Günalp, B. (2019). Profitability of brokerage houses in Turkey. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 32(1), 1583-1601. doi: 10.1080/1331677X.2019.1638282
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J., & Jordan, B.D. (2022). *Corporate Finance (13th ed.)*. New York: McGraw Hill.
- SEC.gov | Trading and Markets. (2023, 12 Eylül). Erişim adresi: <https://www.sec.gov/divisions/trading-markets#:~:text=The%20Division%20regulates%20the%20major,%20and%20transfer%20agents>
- Sermaye Piyasası Kanunu (2012, 30 Aralık). *Resmî Gazete* (Sayı: 28513). Erişim adresi: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121230-1.htm>
- Sermaye Piyasası Kurulu (2022). Sermaye Piyasası Araçlarında Kaydileştirme. Erişim adresi: [https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/13-Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Ara%C3%A7lar%C4%B1nda%20Kaydile%C5%9Firme%20-AFD%203%20\(002\).pdf](https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/13-Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Ara%C3%A7lar%C4%B1nda%20Kaydile%C5%9Firme%20-AFD%203%20(002).pdf)
- Stowell, D.P. (2010). *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity, The New Paradigm*. Academic Press. doi: 10.1016/C2009-0-19176-6
- The World Bank Group. (2023). World Development Indicators | DataBank. Erişim adresi: <https://databank.worldbank.org/>
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. (2023a). Türkiye Sermaye Piyasası 2022 (Yayın No. 94). Erişim adresi: <https://tspb.org.tr/yayinlar/turkiye-sermaye-piyasasi-2022/>
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. (2023b). Türkiye Sermaye Piyasaları Eylül 2023 Erişim adresi: https://tspb.org.tr/wp-content/uploads/2023/09/Turkish_Capital_Markets-202309-TR.pdf
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği · Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. (2023, 12 Eylül). Erişim adresi: <https://tspb.org.tr/tspb/>
- Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1) (2013, 11 Temmuz). *Resmî Gazete* (Sayı: 28704). Erişim adresi: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130711-23.htm>

