

# GÖSTERGE

KIŞ 2019

ARACI KURUMLAR - 2018/09  
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ - 2018/09

ULUSLARARASI FİNANS MERKEZLERİ:  
LONDRA, FRANKFURT  
SİNGAPUR, ŞANGHAY, SEUL  
DUBAİ, TALLİNN, ASTANA



The logo for TSPB, featuring a blue curved line above the letters 'TSPB' in a bold, sans-serif font.

# GÖSTERGE

## **TSPB Adına İmtiyaz Sahibi**

*İlkay Arıkan*

Genel Sekreter

## **Genel Yayın Yönetmeni**

*İlkay Arıkan*

Genel Sekreter

## **Sorumlu Yazı İşleri Müdürü**

*O. İlker Savuran*

Genel Sekreter Yardımcısı

## **Editör**

*Ekin Fıkrkoca-Asena*

Müdür / Araştırma ve İstatistik

*Gökben Altaş*

Müdür Yardımcısı / Araştırma ve İstatistik

Bu yayınımıza [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr) adresinden ulaşabilirsiniz.

Bilgi için: [arastirma@tspb.org.tr](mailto:arastirma@tspb.org.tr)

*Gösterge, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler, hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Raporda yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.*

# İÇİNDEKİLER

<b>Aracı Kurumlar - 2018/09</b>	<b>1</b>
<i>Deniz Kahraman – Onur Salttürk</i>	
<b>Portföy Yönetim Şirketleri - 2018/09</b>	<b>17</b>
<i>Ceylan Anıl</i>	
<b>Astana Finans Merkezi</b>	<b>29</b>
<i>Onur Salttürk</i>	
<b>Dubai Finans Merkezi</b>	<b>41</b>
<i>Ceylan Anıl</i>	
<b>Frankfurt Finans Merkezi</b>	<b>51</b>
<i>Onur Salttürk</i>	
<b>Londra Finans Merkezi</b>	<b>59</b>
<i>Ceylan Anıl</i>	
<b>Seul Finans Merkezi</b>	<b>71</b>
<i>Onur Salttürk</i>	
<b>Singapur Finans Merkezi</b>	<b>81</b>
<i>Deniz Kahraman</i>	
<b>Şangay Finans Merkezi</b>	<b>93</b>
<i>Deniz Kahraman</i>	
<b>Tallinn Finans Merkezi</b>	<b>109</b>
<i>Ceylan Anıl</i>	

# ARACI KURUMLAR 2018/09

Deniz Kahraman - Onur Saltürk

Bu çalışmamızda Birliğimizin aracı kurumlardan topladığı 2018 yılının ilk dokuz ayına ait faaliyet ve finansal verileri önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz edilmiştir.

Bu dönemde 62 şirketin verileri derlenmiştir. Verilerin detayları Birliğimizin internet sitesinde kamuoyuna duyurulmaktadır.

## FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

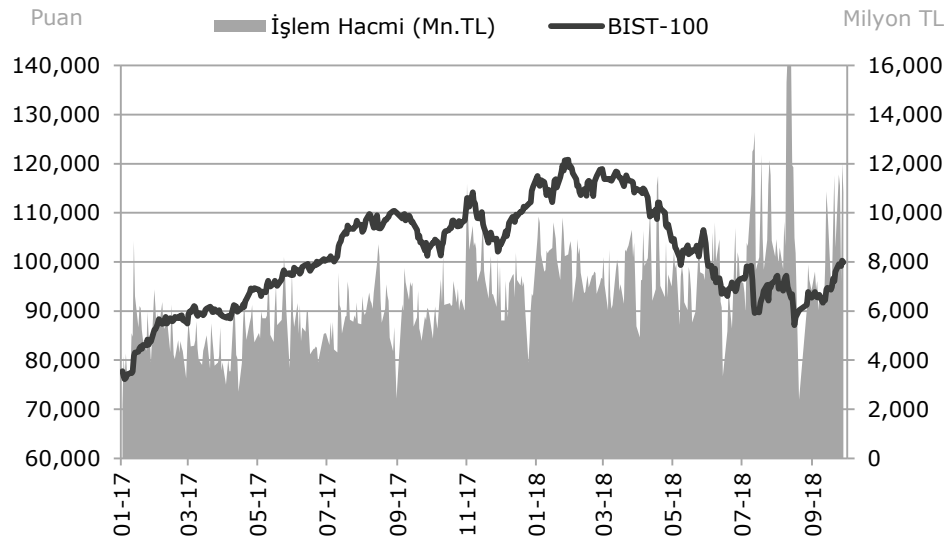
ABD öncülüğünde dış ticarete korumacı eğilimlerin güçlenmesinin etkisiyle, küresel iktisadi politikalara ilişkin belirsizlikler artmaktadır. Yılın ilk çeyreğinde küresel ekonomiye hâkim olan iyimser beklentiler, ikinci çeyrekte itibaren küresel politik ve ekonomik belirsizliklerle birlikte zayıflamıştır. IMF'nin küresel ekonomik görünüm raporunda, dış ticarete yükselen korumacı eğilimlerin ekonomik aktivite üzerinde aşağı yönlü baskı yarattığına dikkat çekilmiştir.

Türkiye ekonomisi, yurtdışı talebin de desteğiyle 2018 yılının ilk yarısında %6,2 ile güçlü bir büyüme performansı göstermiştir.

Ağustos ayının ilk dönemlerinde finansal piyasalarda hem yurtdışı hem de yurtiçi gelişmelerle birlikte yükselen oynaklık neticesinde, TCMB parasal sıkılaştırma yönünde güçlü bir adım atmış, ekonomi yönetimi finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak kararlı eylemler açıklamıştır. Bu adımlarla, döviz kuru oynaklığı gerilemiş, yeniden dengelenme süreci başlamıştır.

Bu ortamda, 2018 yılı ilk yarısını 96.000 seviyesinde tamamlayan BIST-100 endeksi, yılın üçüncü çeyreğinde hafif değer kazanarak 100.000 puan seviyesine yaklaşmıştır.

### Grafik 1: Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100

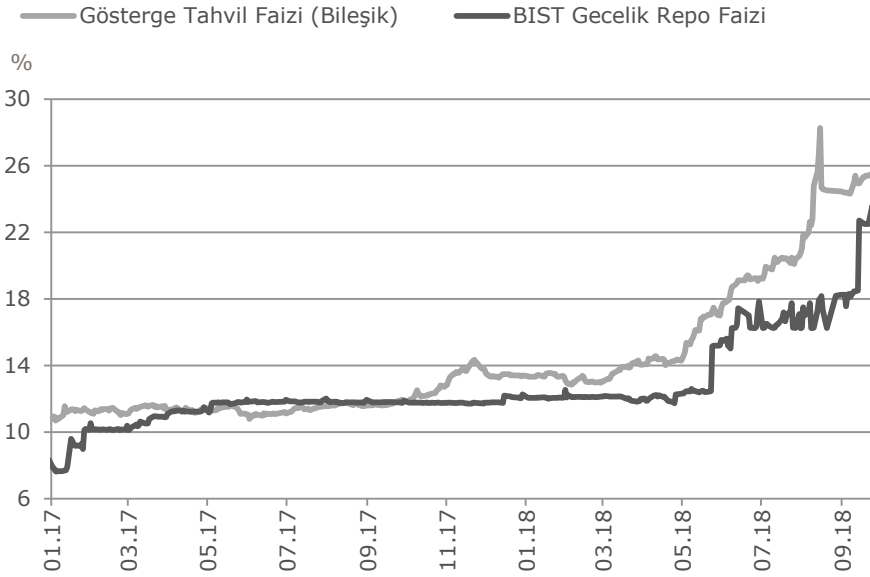


Kaynak: Borsa İstanbul

2018 yılı Mart ayına kadar %14 civarında yatay seyreden gösterge tahvil faizi, bu dönemde cari işlemler açığındaki genişlemeyle birlikte yurtiçi ve yurtdışındaki siyasi ve jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle Eylül ayında %27'ye yaklaşmıştır.

TCMB'nin 13 Eylül tarihinde parasal sıkılaştırma yönünde güçlü bir adım atarak politika faizini %17,75 oranından %24 oranına yükseltmesiyle birlikte, BIST repo faizi de bu faize bağlı olarak yükselmiştir.

## Grafik 2: Faiz Oranları



Kaynak: Borsa İstanbul, Bloomberg

## ARACILIK FAALİYETLERİ

2018 yılının ilk dokuz ayında pay senedi ve vadeli işlem hacmi geçen yılın aynı dönemine göre hayli artmıştır. Pay senedi işlem hacmindeki artış %51 olurken, vadeli işlem hacmi geçen yıla göre %76 artmıştır. Üçüncü çeyrekte pay senedi işlem hacmi önceki çeyreğe göre %19 artarken, vadeli işlem hacmi %20 düşmüştür.

Aynı dönemde aracı kurumlar ve bankalar tarafından yapılan repo işlem hacmi, geçen yılın aynı dönemine göre %20 azalmıştır. Bankaların repo işlemlerindeki azalış, aracı kurumların üstünde gerçekleşmiştir.

Tablo 1'de yatırım kuruluşlarının (çift taraflı) işlem hacmi gösterilmektedir.

Sabit getirili menkul kıymet kesin alım-satım ve repo/ters-repo işlemlerine Borsa İstanbul'da gerçekleşen işlemler ile borsa dışında gerçekleşip Borsa'ya tescil edilen işlemler dâhil edilmiştir. Merkez Bankası ve Takasbank'a ait işlemlere tabloda yer verilmemiştir.

**Tablo 1: Yatırım Kuruluşlarının Toplam İşlem Hacmi (mn. TL)**

	2017/09	2017/12	2018/09	2018/09- 2017/09 Değişim
<b>Pay Senedi</b>	<b>2,013,037</b>	<b>2,918,100</b>	<b>3,030,668</b>	<b>50.6%</b>
Aracı Kurum	1,934,629	2,755,434	2,744,304	41.9%
Banka	78,408	162,666	286,365	265.2%
<b>SGMK</b>	<b>891,853</b>	<b>1,223,271</b>	<b>1,002,521</b>	<b>12.4%</b>
Aracı Kurum	143,965	195,813	153,957	6.9%
Banka	747,888	1,027,407	848,564	13.5%
<b>Repo</b>	<b>6,167,885</b>	<b>8,736,269</b>	<b>4,947,942</b>	<b>-19.8%</b>
Aracı Kurum	864,690	1,177,446	835,532	-3.4%
Banka	5,303,194	6,176,573	4,112,411	-22.5%
<b>Vadeli İşlemler</b>	<b>1,120,698</b>	<b>1,658,416</b>	<b>1,970,194</b>	<b>75.8%</b>
Aracı Kurum	1,105,722	1,627,695	1,913,905	73.1%
Banka	14,975	30,721	56,289	275.9%
<b>Opsiyon</b>	<b>53,742</b>	<b>67,534</b>	<b>44,241</b>	<b>-17.7%</b>
Aracı Kurum	23,765	30,633	15,425	-35.1%
Banka	29,977	36,901	28,816	-3.9%
<b>Varant*</b>	<b>11,721</b>	<b>17,902</b>	<b>15,871</b>	<b>91.0%</b>
<b>Kaldıraçlı İşlemler*</b>	<b>6,911,180</b>	<b>8,578,418</b>	<b>6,413,135</b>	<b>-7.2%</b>
Müşteri	3,759,095	4,666,771	3,465,355	-7.8%
Likidite Sağ.	3,152,085	3,911,647	2,947,780	-6.5%

Kaynak: Borsa İstanbul, TSPB

\* Sadece aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır.

## PAY SENETLERİ

Pay senedi işlem hacmi, 2017 başından itibaren çeyrekler bazında artış eğiliminde olup, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde önceki çeyreğe göre %19 artarak 1,1 trilyon TL ile çeyreklik bazda tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Ayrıca, 2018 yılı ilk dokuz ayında işlem hacmi önceki yılın aynı dönemindeki tutarın %51 üzerindedir.

2018 yılının ilk dokuz ayında 54 aracı kurum ve 1 yatırım bankası pay senedi piyasasında işlem yapmıştır. Bununla beraber, yoğunlaşma yüksektir. Aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlem hacminin %46'sının ilk 6 kurum tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

Birliğimizin yalnızca aracı kurumlardan derlediği verilere göre, yurtiçi yatırımcıların pay

senedi işlem hacmi, 2018 yılının ilk dokuz ayında, geçen yılın aynı dönemine göre %43 oranında artarken, yurtdışı yatırımcıların pay senedi işlem hacmi %57 artmıştır. Birliğimizde yalnızca aracı kurumlardan derlenen verilere göre aracı kurumların pay senedi işlemlerinin %21'i yabancı yatırımcılar tarafından yapılmıştır. Yabancı yatırım bankasının işlem hacmi dâhil edildiğinde yabancı yatırımcıların işlem hacmi payı %29 olarak hesaplanmaktadır.

Borsa İstanbul'da pay senedi işlem hacminin %71'inin yerli yatırımcılar tarafından yapıldığı görülse de MKK verilerine göre bu yatırımcılar Eylül 2018 sonu itibarıyla işlem gören payların yalnızca %37'sine sahiptir.

Aracı kurumlar tarafından yapılan pay senedi işlemlerinde yurtiçi bireysel yatırımcıların payının Eylül 2018 itibarıyla %70 oranında olduğu, yurtiçi kurumsal yatırımcıların ise toplam işlem hacminin sadece %2'sini gerçekleştirdiği görülmektedir.

2018 yılı Eylül döneminden itibaren ilk defa işlem hacmi departman kırılımında, doğrudan piyasa erişimi (direct market access/DMA) detayına yer verilmeye başlanmıştır. Bu kanalın genellikle yüksek frekanslı ve/veya algoritmik işlem yapan yurtdışı kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edildiği görülmektedir. 2018 yılı öncesinde bu işlemlerin, ağırlıklı yurtdışı satış ve pazarlama departmanı ve internet altında sınıflandığı ifade edilebilir.

Teknolojik gelişmeye bağlı olarak emir iletiminin doğrudan yapıldığı kanallar olan internet ve doğrudan piyasa erişimi kanallarının aracı kurumların toplam işlem hacmindeki payının %56 olduğu görülmektedir.

Tablo 3'te Eylül 2018 itibarıyla pay senedi işlemlerinde internetin payının %45 ile tüm zamanların en yüksek düzeyine yakın olduğu görülmektedir.

Aracı kurumların işlemlerinde doğrudan piyasa erişimi kanalının toplam işlem hacmindeki payı %11 iken, yabancı yatırım bankasının işlem hacmi dâhil edildiğinde bu pay %17'ye çıkmaktadır. Son yıllarda finansal piyasalarda iş modellerinin teknolojik gelişmelerle evrildiği görülmektedir.

İnternet üzerinden yapılan işlemler, genellikle yurtiçi bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilirken, doğrudan piyasa erişimi (DMA) kanalı ağırlıklı yurtdışı kurumsal yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır.

Merkez dışı birimlerin toplam işlem hacmindeki payı %18 olup, bu işlemlerin çoğu şubeler aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.

Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşlemler	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Bireyler	69.2%	4.9%	13.7%	55.2%	66.0%	42.5%	51.5%
Yurtiçi Kurumlar	7.7%	23.6%	11.7%	9.3%	20.6%	35.1%	48.3%
Yurtiçi Kurumsal	2.1%	70.7%	73.9%	4.8%	4.9%	0.1%	-
<b>Yurtiçi Yatırımcı</b>	<b>78.9%</b>	<b>99.1%</b>	<b>99.4%</b>	<b>69.3%</b>	<b>91.6%</b>	<b>77.6%</b>	<b>99.8%</b>
Yurtdışı Bireyler	0.2%	0.01%	0.1%	0.3%	0.9%	0.1%	0.2%
Yurtdışı Kurumlar	18.1%	0.6%	0.1%	28.2%	7.4%	22.4%	-
Yurtdışı Kurumsal	2.8%	0.2%	0.4%	2.1%	0.0%	-	-
<b>Yurtdışı Yatırımcı</b>	<b>21.1%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>30.7%</b>	<b>8.4%</b>	<b>22.4%</b>	<b>0.2%</b>
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

## SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

Sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) piyasasında hem aracı kurumlar hem de bankalar faaliyet göstermektedir.

Yatırım kuruluşlarının kesin alım-satım işlem hacimleri (tescil işlemleri dâhil) 2018 yılının ilk dokuz ayında önceki yılın aynı dönemine göre %12 oranında artarak 1 trilyon TL'ye

yükselmiştir. Bu işlemlerde aracı kurumların payı %15 olmuştur. Kesin alım satım işlemlerinin aksine yatırım kuruluşlarının repo/ters-repo işlemleri (tescil dâhil) 2018 yılının ilk dokuz ayında önceki yılın aynı dönemine göre %20 gerileyerek 4,9 trilyon TL'ye gerilemiştir.

2018 yılının ilk dokuz ayında 36 aracı kurum ve 40 banka tahvil/bono kesin alım satım piyasasında işlem yapmıştır. Aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlem hacminin %42'sinin ilk 2 kurum tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

Aracı kurumların SGMK işlemlerinin hemen hemen tamamı yerli yatırımcılar tarafından yapılmıştır. 2018 yılının ilk dokuz ayında toplam işlem hacminin %71'i yurtiçi kurumsal yatırımcılar, %24'ü yurtiçi kurumlar tarafından gerçekleştirilmiştir. Yurtiçi kurumlar tarafından yapılan işlemlerin önemli bir kısmı, aracı kurumların kurum portföyüne yaptığı işlemlerden ileri gelmektedir.

SGMK işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, işlemlerin %63'ünün yurtiçi satış ve pazarlama departmanı ve merkez dışı birimler üzerinden gerçekleştirildiği görülmektedir. Ayrıca, bir aracı kurumun yurti-

## VADELİ İŞLEMLER

2018 yılının ilk dokuz ayında 54 aracı kurum, 7 banka ve TCMB tarafından yapılan toplam vadeli işlem hacmi, önceki yılın aynı dönemine göre %75 oranında artarak 1,97 trilyon TL olmuştur. Vadeli işlem hacmindeki artışta, finansal araç fiyatlarındaki yüksek oynaklığın etkili olduğu düşünülmektedir. Aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlem hacminin %48'inin ilk 4 kurum tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

TCMB, Eylül ayından itibaren döviz piyasalarının etkin işleyişine katkı sağlamak amacıyla döviz vadeli işlem kontratlarında işlem yapmaya başlamıştır. Döviz kurlarında oynaklık yaşanan dönemlerde, TCMB'nin düzenli piyasada riskten korunma imkanı sunuyor olması, döviz kurunda spekülasyon atakları sınırlandırabilir ve piyasanın derinleşmesine katkısı olabilir.

çi kurumsal yatırımcıların işlemlerini yurtdışı satış ve pazarlama departmanı aracılığıyla yapıyor olması nedeniyle, yurtdışı satış ve pazarlama departmanının bu işlemlerdeki payı beklenmedik şekilde %16 olarak kaydedilmiştir.

Repo/ters-repo işlemleri incelendiğinde, 32 aracı kurum tarafından 2018 yılının ilk dokuz ayında gerçekleştirilen işlemlerin geçen yılın aynı dönemine göre %3 oranında düştüğü görülmektedir. Aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlem hacminin %61'inin ilk 4 kurum tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

Repo/ters-repo piyasasında, aracı kurum müşterilerinin neredeyse tamamı yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. Yatırım fonları ve ortaklıklarından oluşan kurumsal yatırımcılar, aracı kurumlar üzerinden yapılan repo işlemlerinin %74'ünü gerçekleştirilmektedir.

Pay senedinde olduğu gibi, vadeli işlemlerde de yurtiçi bireylerin payı yüksek olup, işlemlerin %55'ini gerçekleştirilmektedir. Yurtiçi kurumsal yatırımcıların vadeli işlem hacmindeki payı, pay senedine göre daha yüksek olup, toplam işlem hacminin %5'ine karşılık gelmektedir. Ağırlıklı 3 kurumun kendi portföylerine yaptığı işlemleri yansıtan yurtiçi kurumların payı ise %9'dur.

Aracı kurumların vadeli işlemlerinde departman dağılımında en yüksek payın %20'ser payla internet ve doğrudan piyasa erişimi (DMA) kanalına ait olduğu görülmektedir. Yurtiçi satış ve pazarlama departmanları ve şubeler aracılığıyla gerçekleştirilen işlem hacminin toplam işlem hacmindeki payının son dönemde azaldığı görülmektedir.



## OPSİYONLAR

2018 yılının ilk dokuz ayında 36 aracı kurum ve 6 banka toplam 44 milyar TL'lik opsiyon işlemi gerçekleştirmiş, işlemler geçen yılın aynı dönemine göre %18 azalmıştır. Aracı kurumların işlem hacmi 15 milyar TL olurken, ilk 4 aracı kurum toplam işlem hacminin %51'ini gerçekleştirmiştir. Son dönemde opsiyon işlemlerinde bankaların etkinliği artmıştır.

2018 yılı ilk dokuz ayında opsiyon işlem hacminin ürün dağılımında belirgin bir değişiklik olmamakla birlikte, dövizin payı geçen

yılın aynı döneminde olduğu gibi %86'da sabit kalmıştır. 2018 yılının ilk dokuz ayında aracı kurumlarca gerçekleştirilen opsiyon işlem hacminin %66'sı yurtiçi bireyler tarafından gerçekleştirilmiştir. Yabancı yatırımcıların bu işlemlerdeki payı %8 oranında kalmaktadır. Aracı kurumların opsiyon işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, bu dönemde gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin %37'sinin yurtiçi satış ve pazarlama departmanı aracılığıyla yapıldığı, %17'sinin ise kurum portföyüne yapıldığı görülmektedir.

Tablo 3: Aracı Kurumlarda İşlemlerin Departman Dağılımı (2018/09)

Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşl.	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	11.1%	48.6%	64.6%	14.1%	36.9%	3.8%	19.1%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	17.9%	14.3%	14.6%	22.5%	26.9%	2.0%	10.0%
Şube	15.7%	3.9%	9.8%	19.8%	23.5%	1.7%	9.6%
Acente	1.7%	10.4%	4.5%	1.6%	3.4%	0.1%	0.3%
İrtibat Bürosu	0.5%	-	0.2%	1.2%	0.0%	0.2%	-
İnternet	45.0%	0.4%	-	20.0%	10.7%	47.0%	25.0%
Doğrudan Piyasa Erişimi (DMA)	10.8%	-	0.01%	20.1%	0.1%	-	-
Çağrı Merkezi	0.2%	-	-	0.1%	0.1%	0.2%	-
Portföy Yönetimi	0.1%	1.0%	0.7%	0.3%	0.1%	-	-
Kurum Portföyü	3.1%	20.0%	7.0%	7.3%	17.1%	24.6%	46.0%
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	12.0%	15.7%	13.1%	15.7%	8.3%	22.4%	-
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

## VARANTLAR

2018 yılının ilk dokuz ayında 43 aracı kurum tarafından 22,4 milyar TL'lik varant işlemi gerçekleştirilmiştir. Aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlem hacminin %60'ünün ilk 2 kurum tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

## KALDIRAÇLI İŞLEMLER

2018 yılının ilk dokuz ayında 34 aracı kurum 3,4 trilyon TL'si müşterilerle olmak üzere toplam 6,4 trilyon TL tutarında kaldıraçlı işlem gerçekleştirmiştir. Bu tutar geçen yılın aynı döneminin %7 altındadır. Bu gelişmede, 2017 yılının Şubat ayında yürürlüğe giren kaldıraçlı işlemlere ilişkin düzenlemeyle bir-

Geçen yılın aynı dönemine göre, varant işlem hacmindeki artış, pay senedi işlemlerinin de üstünde gerçekleşerek %91 olmuştur. Varant işlemlerinde hacim ağırlıklı olarak yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır.

likte kaldıraç oranının düşürülmesi ve başlangıç teminatının yükseltilmesi etkili olmuştur. Bununla beraber 2018 yılı ikinci çeyreğinden itibaren kaldıraçlı işlem hacminin yeniden canlanmaya başladığı görülmektedir.

Kaldıraçlı işlemlerde de yoğunlaşma yüksektir. Müşterilerle gerçekleşen işlemlerin %55'i ilk 4 aracı kurum tarafından yapılmıştır.

Yurtiçi yatırımcılar, kaldıraçlı işlemler piyasasında ağırlıklı olarak işlem hacmini yaratan yatırımcı grubudur. 2018 yılının ilk dokuz ayında kaldıraçlı işlemlerde internet kanalını

kullanma oranı %25 iken, işlemlerin %19'u yurtiçi satış departmanı aracılığıyla yapılmaktadır. Diğer yandan likidite sağlayıcı ile yapılan işlemler kurum portföyü altında gösterilmektedir. Pay piyasası, vadeli işlemler gibi piyasaların aksine kaldıraçlı işlemlerde merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki yerinin düşük olduğu görülmektedir.

## KURUMSAL FİNANSMAN

Bu bölümde aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen kurumsal finansman projelerine yer verilecektir.

### PAY SENEDİ HALKA ARZLARI VE TAHVİL İHRAÇLARI

Dünya'da son yıllarda şirketlerin halka açılmak yerine, girişim sermayesi, risk sermayesi gibimodellere yöneldiği görülmektedir. Bununla beraber; Ernst&Young Global IPO Trends raporuna göre Dünya'da 2018 yılının ilk dokuz ayında halka arz olan şirket sayısında %18'lik bir azalış yaşanırken, halka arzların toplam büyüklüğü geçen yılın aynı dönemine göre %9 artarak 145,1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Aracı kurumlar, 2018 yılının ilk dokuz ayında 9 şirketin halka açılmasına aracılık ederek 5,4 milyar TL kaynak yaratmasını sağlamıştır. Bu tutarın 5,1 milyar TL'lik kısmının Şok Marketler, Enerjisa Enerji ve MLP Sağlık Hizmetleri'nden kaynaklandığı görülmüştür. Bu rakam, şimdiye dek kaydedilen en yüksek değere karşılık gelmektedir. Ancak bu halka arzların tamamı yılın ilk yarısında gerçekleşmiş olup yılın üçüncü çeyreğinde bir ihraç olmamıştır.

	2017/09	2017/12	2018/09
<b>Pay Senedi Halka Arzları</b>			
Sayı	3	3	9
Tutar (mn TL)	1,254	1,254	5,419
<b>Tahvil İhraçları</b>			
Sayı	859	1,217	1,055
Tutar (mn TL)	92.3	130.3	128.7

Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılı genelinde olduğu gibi, 2018 yılı boyunca özel sektörün tahvil ihraç sayısı ve tutarında artış devam etmiştir. 2018 yılı ilk dokuz ayında, borsada 1.055 adet tahvil ihracı gerçekleştirilmiş, geçen yılın hasılat tutarına yaklaşılarak 129 milyar TL'ye ulaşılmıştır.

Önemli oynaklıkların yaşandığı yılın üçüncü çeyreğinde gerçekleştirilen ihraç sayısı ön-

ceki çeyreğe göre hemen hemen aynı kalırken, piyasalarda yaşanan oynaklığa rağmen ihraç tutarı önceki çeyreğe göre %32 artışla 47 milyar TL olarak tamamlanmıştır.

Tahvil ihraçlarının bir kısmı bankalar tarafından yapılmakta olup, 1.055 adet tahvil ihracının 942'sinin aracı kurumlar aracılığıyla gerçekleştirildiği görülmektedir.

## TAMAMLANAN KURUMSAL FİNANSMAN PROJELERİ

Birliğimizce derlenen verilere göre; 2018 yılının ilk dokuz ayında aracı kurumlar 1.206 adet yeni kurumsal finansmanı projesi almış, 942'si tahvil ihracı olmak üzere, toplam 1.133 adet proje tamamlamıştır. Bu projelerden 282'si tahvil ihracı olmak üzere, 336'sı son çeyrekte gerçekleştirilmiştir. 2018 yılında Aselsan'ın ikincil halka arzı 6 aracı kurumun katılımıyla tamamlanmıştır.

Aracı kurumların kurumsal finansman departmanlarının daha fazla gelir yaratabildiği, satın alma - birleşme projelerine danışmanlık faaliyeti kapsamında 2018 yılının ilk dokuz ayında 18 proje tamamlanmıştır. Diğer

yandan, özelleştirme projesi satış tarafında 9 yeni işin tamamlandığı görülmektedir. Bu işlerden 8'inin Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş'nin üretim tesislerinin bir kısmının özelleştirilmesinden kaynaklandığı görülmektedir. 2018 yılının ilk dokuz ayında tamamlanan 78 adet diğer danışmanlık projesi, genellikle menkul kıymet ihraççılarının ihtiyaç duyduğu, değerlendirme, piyasa yapıcılığı, proje finansmanı, fizibilite analizi gibi işlemleri kapsamaktadır. Diğer finansmana aracılık türündeki proje, Türkiye'deki bir kamu özel ortak girişimine yurtdışından finansman sağlanmasına aracılık faaliyetini göstermektedir.

**Tablo 5: Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Tamamlanan Proje Sayısı)**

	2017/09	2017/12	2018/09
Birincil Halka Arz	4	4	11
İkincil Halka Arz	0	0	6
Tahvil-Bono İhracı	716	1,020	942
Şirket Satın Alma/Birleşme-Alış	2	10	8
Şirket Satın Alma/Birleşme-Satış	8	12	10
Finansal Ortaklık	0	0	0
Diğer Finansmana Aracılık	1	1	1
Sermaye Artırımı	35	41	35
Temettü Dağıtımı	37	39	33
Özelleştirme -Alış Tarafı	1	1	0
Özelleştirme -Satış Tarafı	3	4	9
Diğer Danışmanlık	79	96	78
<b>Toplam</b>	<b>886</b>	<b>1,228</b>	<b>1,133</b>

Kaynak: TSPB

## VARLIK YÖNETİMİ

Aracı kurumlar, birincil ve ikincil piyasalar-daki aracılık faaliyetlerinin yanında sadece gerçek ve tüzel kişilere bireysel portföy yönetimi hizmeti sunabilmektedir. İncelenen 62 aracı kurumun 17'sinin portföy yönetim hizmeti verdiği görülmektedir.

Eylül 2018 itibarıyla aracı kurumların bireysel portföy yönetimi faaliyeti kapsamında iş hacmini artırdığı gözlenmiştir. Bu gelişmede tüzel kişiler adına yönetilen portföy büyüklü-

ğündeki artış etkili olmuştur. Aracı kurumlar tarafından yönetilen portföy büyüklüğü, Eylül 2018 itibarıyla geçen yılın aynı dönemine göre %53 oranında artarak 2,7 milyar TL'yi aşmıştır. Bu dönemde aracı kurumlar tarafından 3.980 gerçek ve tüzel kişiye portföy yönetimi hizmeti verilmektedir. Müşteri sayılarını değerlendirirken, birden fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

Tablo 6: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi			
	2017/09	2017/12	2018/09
<b>Yatırımcı Sayısı</b>	<b>4,114</b>	<b>4,085</b>	<b>3,980</b>
Tüzel	73	66	81
Gerçek	4,041	4,019	3,899
<b>Portföy Büyüklüğü (mn. TL)</b>	<b>1,793.8</b>	<b>1,901.6</b>	<b>2,745.9</b>
Tüzel	33	78	689
Gerçek	1,760.4	1,823.3	2,057.3

Kaynak: TSPB

## KREDİLİ İŞLEMLER

Aracı kurumlar sadece menkul kıymet alımıyla sınırlı olmak üzere müşterilerine kredi kullanılabilmektedir.

Aracı kurumların müşterilerine kullandırdığı kredi bakiyesi, Mart 2018 sonunda 2,7 milyar TL ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra, BIST-100 endeksindeki düşüşe bağlı olarak bu seviyeden %22 oranında gerileyerek Eylül sonunda 2,1 milyar TL'ye inmiştir. Kredili işlem bakiyesinin üçte birini banka kökenli 3 aracı kurum oluşturmaktadır. Kredi kullanan yatırımcı sayısı, 11.908 kişi olurken, yatırımcı başına kredi

hacmi 2018 Haziran sonunda 189.225 TL iken bu dönemde 174.764 TL'ye gerilemiştir. Bununla beraber, kişi başına düşen kredi bakiyelerine bakıldığında 1,5 milyon TL ile 20.000 TL arasında değiştiği görülmektedir. Toplam kredi bakiyesinin üçte birini oluşturan ilk 3 kurumda bu ortalama 440.000 TL civarındadır. Diğer yandan, kredili işlemlere ilişkin veriler incelenirken bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca, kredi bakiyelerine hisse senedi kredisini banka kanalıyla sağlayan kurumlar dâhil değildir.

Tablo 7: Aracı Kurumların Kredili İşlemleri			
Yatırımcı Sayısı	2017/09	2017/12	2018/09
<b>Kredi Hacmi (mn TL)</b>	<b>2,089</b>	<b>2,122</b>	<b>2,081</b>
Kredi Kullanan Yatırımcı Sayısı	10,218	10,670	11,908
Yatırımcı Başına Kredi Hacmi (TL)	204,473	198,878	174,764

Kaynak: TSPB

## ERİŞİM AĞI

Aracı kurumların yatırımcılara hizmet verdiği noktalar, genel müdürlük, şube, irtibat bürosu ve acentelerden oluşmaktadır.

2016 yılından sonra 2017 yılında da merkez dışı birimlerini kapatmaya devam eden aracı kurumlar, 2018 yılı ilk çeyreğinden itibaren yeni merkez dışı birimler açmaya başlamıştır. İrtibat bürolarında da 2016 başında 70'in üzerinde olan sayı, 2017 yılı ilk çeyreğinde yürürlüğe giren foreks düzenlemesinin etkisiyle, 2017 sonunda 40'a inmişti. 2018 yılı

ilk dokuz ayında 3 kurumun 5 irtibat bürosu açtığı görülmektedir.

Eylül 2018 itibarıyla 39 kurumun merkez dışı birimi bulunmaktadır. Merkez dışı birimlerin %96'dan fazlasının emir iletimine aracılık faaliyeti sunan acentelerden oluştuğu görülmektedir. Banka kökenli aracı kurumlar emir iletimine aracılık için grup bankaları ile anlaşırken, Birliğimiz tarafından derlenen verilere göre, Eylül 2018 itibarıyla banka iştiraki olmayan bir aracı kurumun çeşitli

bankalarla arasında emir iletimine aracılık sözleşmesi olduğu görülmektedir. 2018'in ilk dokuz ayında acente şubesi sayısı banka şube sayısındaki hafif azalışla 8.369'ye gerilemiştir.

**Tablo 8: Erişim Ağı**

	2017/09	2017/12	2018/09
Şubeler	298	291	293
İrtibat Büroları	41	40	45
Acente Şubeleri	8,484	8,392	8,369
<b>TOPLAM</b>	<b>8,823</b>	<b>8,723</b>	<b>8,707</b>

Kaynak: TSPB

## ÇALIŞAN PROFİLİ

2017 yılı Şubat ayında yürürlüğe giren foreks düzenlemesi sonrasında aracı kurumlarda istihdam kaybı yaşanmış, aracı kurumların personel sayısı, 2017 yılı üçüncü çeyreğinde 2010 yıl sonundan bu yana en düşük seviye olan 4.741 kişiye gerilemişti. Bu dönemde çalışan sayısının azalma eğiliminin sadece foreks düzenlemesinden ileri gelmediği, sektör geneline yayıldığı görülmüştü. Bununla beraber, 2017 yılı son çeyreğinden itibaren istihdamda toparlanmaya başlamıştır.

2018 yılının ilk dokuz ayında faaliyetini kesintisiz sürdüren 29 kurum personel sayısını nette 138 kişi azaltırken, yine 23 kurum personel sayısını nette 279 kişi artırmıştır.

2018'in ilk dokuz ayında sağlanan istihdam departman bazında incelendiğinde, artışın ağırlıklı olarak merkez dışı birimlerde (116 kişi) olduğu görülmüştür. Bu artışın 92'sinin tek bir kurumun irtibat bürosundan ileri geldiği görülmektedir.

**Tablo 9: Aracı Kurumların Çalışan Sayısı**

	2017/09	2017/12	2018/09
Kadın	1,911	1,940	2,067
Erkek	2,830	2,811	2,807
<b>Toplam</b>	<b>4,741</b>	<b>4,751</b>	<b>4,874</b>

Kaynak: TSPB

Merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki rolü incelendiğinde, en büyük payın daha önce de değinildiği üzere şubelere ait olduğu anlaşılmaktadır. Bazı aracı kurumlar acenteler ile emir iletimi sözleşmesi imzalamış olmasına karşın, fiiliyatta acenteler aracılığıyla sadece müşteri edinimine katkı sağlamaktadır. Benzer şekilde, bazı aracı kurumların irtibat bürolarında da sadece tanıtım faaliyeti yürütüldüğü, emir kabul edilmediği görülmektedir.

2018 yılı ilk dokuz ayında personel sayısını en fazla artıran şirket, GCM Menkul (132 kişi) olurken, istihdamı en fazla azaltan şirket Deniz Yatırım (53 kişi) olmuştur.

Aracı kuruluşlarda personelin ağırlıklı olarak merkez dışı birimler (şube, acente ve irtibat bürosu), yurtiçi satış ve pazarlama ile mali ve idari işler departmanlarında çalıştığı görülmektedir. Toplam çalışanların %60'ı bu üç birimde çalışmaktadır.

Tablo 10'da görüleceği üzere, aracı kurumların ortalama çalışan sayısı 2017 sonunda 73 kişiyken bu dönemde 79 kişiye yükselmiştir. Ortalama çalışan sayısı en fazla olan yurtiçi satış ve pazarlama birimlerinde çalışan sayısı aynı dönemler arasında 607 kişiden 627 kişiye çıkmıştır.

İstihdam profili tecrübe ve yaş bazında incelendiğinde, 2 yıldan daha az tecrübeli ve 30 yaşından küçük çalışanların sayısının arttığı görülmektedir.

Aracı kurum çalışanları ile ilgili yaş, cinsiyet, tecrübe ve eğitim durumu hakkında kapsamlı veriye [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr) adresinden ulaşabilirsiniz.

	Çalışan Sayısı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2017/12	2018/09	2017/12	2018/09
	Şube, Acente, İrtibat Bürosu	1,547	1,663	5
Şube	1,345	1,356	5	5
Acente	0	0	-	-
İrtibat Bürosu	202	307	5	7
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	607	627	14	15
Broker	84	83	2	2
Dealer	228	237	7	7
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	145	138	6	6
Hazine	124	128	4	4
Portföy Yönetimi	35	34	2	2
Kurumsal Finansman	129	125	4	4
Araştırma	175	170	4	3
Mali ve İdari İşler	647	625	10	10
İç Denetim-Teftiş	177	183	3	3
İnsan Kaynakları	65	68	2	2
Bilgi İşlem	243	244	4	5
Diğer	545	549	9	10
<b>Toplam</b>	<b>4,751</b>	<b>4,874</b>	<b>73</b>	<b>79</b>

Kaynak: TSPB

## FİNANSAL TABLOLAR

Birliğimiz, aracı kurumların kamuya açıkladıkları özet finansal tabloların yanı sıra, bu tablolara ilişkin daha detaylı verileri de derlemektedir. Birliğimiz tarafından hazırlanan Aracı Kurum Finansal Tablo Hazırlama Rehberi doğrultusunda düzenlenen dipnotlar ile özet finansal tablolar arasında ufak farklılıklar mevcuttur. Dipnotlarda yer alan detaylı veriler uygulama birliği açısından daha sağlıklı bulunduğundan, rapordaki tüm tablolarda bu verilere yer verilmiştir.

Aracı kurumların toplam varlıkları artan finansal yatırımlar ve ticari alacaklarla birlikte Eylül 2018 itibarıyla 2017 sonuna göre %8 artarak 25 milyar TL'ye çıkmıştır. Likit bir aktif yapısına sahip aracı kurumların varlıklarının 23 milyar TL'sini dönen varlıklar oluşturmaktadır.

Toplam varlıkların 11 milyar TL'sini nakit ve nakit benzerleri, 8 milyar TL'sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır.

Aracı kurumların ellerinde bulundurdukları varlıkların %38'inin 2018'in ilk çeyreğinde yabancı para cinsinden olduğu, bu rakamın 2018'in ilk yarısı itibarıyla %41'e yükseldiği ancak Eylül sonu itibarıyla %22'e gerilediği anlaşılmaktadır. Bu sert değişimde son dönemde Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki yüksek dalgalanma etkili olmuştur. Bununla beraber, yükümlülükler incelendiğinde döviz cinsinden yükümlülüklerin aracı kurumların toplam yükümlülüklerinin %10'undan azına tekabül ettiği, ancak 2018'in ilk çeyreğinde %5 olan bu oranın üçüncü çeyrek itibarıyla %9'a yükseldiği görülmektedir.

Dönen varlıklar altındaki diğer kısa vadeli dönen varlıklarda 2018'in ilk dokuz ayındaki önemli artış verilen depozito ve teminatlardaki yükseliştem kaynaklanmaktadır.

Kısa vadeli yükümlülükler altındaki diğer kısa vadeli yükümlülükleri artış ise bir kurumun türev araçlar nedeniyle son çeyrekte ortaya çıkan yükümlülüklerden kaynaklanmaktadır.

**Tablo 4: Aracı Kurumların Özet Bilançosu (milyon TL)**

	2017	2018/09	Değişim
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>21,863</b>	<b>23,287</b>	<b>6.5%</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,245	11,390	-7.0%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	1,616	1,852	14.6%
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	7,100	7,999	12.7%
Diğer	902	2,045	126.8%
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1,194</b>	<b>1,555</b>	<b>30.2%</b>
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	743	865	16.5%
Diğer	451	689	52.7%
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>23,057</b>	<b>24,842</b>	<b>7.7%</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>18,185</b>	<b>19,099</b>	<b>5.0%</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	11,634	10,131	-12.9%
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	6,094	7,339	20.4%
Diğer	457	1,629	256.2%
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>146</b>	<b>167</b>	<b>14.5%</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>4,726</b>	<b>5,576</b>	<b>18.0%</b>
Ödenmiş Sermaye	2,313	2,385	3.1%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	253	246	-2.6%
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	10	10	0.0%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	179	231	29.3%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	551	600	9.0%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	621	999	60.8%
Net Dönem Kârı/Zararı	799	1,105	38.3%
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>23,057</b>	<b>24,842</b>	<b>7.7%</b>

Kaynak: TSPB

Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar beraber değerlendirildiğinde, Tablo 5'te görüldüğü üzere aracı kurumların 13 milyar TL'lik kısa vadeli portföylerinin büyük kısmını repo ve mevduatların oluşturduğu görülmektedir. Sektörün kısa

vadeli nakdi varlıklarının son dönemde gerilediği anlaşılmaktadır. 2018'in ilk üç çeyreği itibarıyla özel sektör sabit getirili menkul kıymet yatırımları 2017'e göre %47 artarak 877 milyon TL'ye çıkmıştır.

**Tablo 5: Aracı Kurumların Kısa Vadeli Portföy Dağılımı (milyon TL)**

Finansal Araçlar	2017	2018/09	Değişim
Repo ve Mevduat	11,941	10,844	-9.2%
Kamu SGMK	231	187	-19.2%
Özel SGMK	621	877	41.1%
Pay Senedi	489	506	3.6%
Diğer	275	282	2.8%
<b>Toplam</b>	<b>13,556</b>	<b>12,696</b>	<b>-6.3%</b>

Kaynak: TSPB

Tablo 4'e dönecek olursak, aracı kurumların 19 milyar TL değerindeki yükümlülüklerinin 10 milyar TL'sini kısa vadeli borçlanmalar, 7 milyar TL'sini ise büyük ölçüde aracı kurumların menkul kıymet ve takas pozisyonlarına işlemlerine ilişkin borçlarını yansıtan kısa vadeli ticari borçlar oluşturmaktadır.

Aracı kurumların kısa vadeli borçlanmalarının 7 milyar TL'sini para piyasasına borçlar,

## GELİR TABLOSU

2018'in ilk dokuz ayında aracı kurumların gelirleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %36 oranında artarak 2,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. Toplam gelirlerindeki kayda de-

3 milyar TL'sini çıkarılmış tahvil, bono ve senetler, 297 milyon TL'sini banka kredileri oluşturmaktadır. Çıkarılmış tahvil, bono ve senetler tutarı Haziran sonuna göre 1 milyar TL azalmıştır.

Verisi derlenen aracı kurumların sayısı son bir yılda 65'den 62'ye gerilese de toplam özkaynaklar %25 artarak 5,6 milyar TL olmuştur.

ğer büyüme artan işlem hacimlerinin yanı sıra kurumsal finansman faaliyetleri ile müşteri faiz gelirlerindeki önemli çıkıştan kaynaklanmaktadır.

Tablo 6: Aracı Kurumların Gelirleri (milyon TL)			
	2017/09	2018/09	Değişim
Aracılık Gelirleri	1,055	1,311	24.3%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	222	230	3.6%
Kurumsal Finansman Gelirleri	153	274	79.6%
Varlık Yönetimi Gelirleri	32	44	37.4%
Müşteri Faiz Gelirleri	232	412	77.1%
Diğer Gelirler	108	181	67.7%
<b>Toplam</b>	<b>1,802</b>	<b>2,452</b>	<b>36.1%</b>

Kaynak: TSPB

Toplam gelirlerin %53'ünü aracılık gelirleri oluştururken, karşılaştırılan dönemlerde bu gelirlerin %24 artmasına karşın aracılık gelirlerinin toplam gelirlerin dağılımındaki payının gerileyerek sektörün daha çeşitlendirilmiş bir gelir yapısına doğru evrildiği anlaşılmaktadır.

2018'in ilk dokuz ayında aracı kurumların müşterileriyle yaptıkları pay senedi işlemleri önceki yıla göre %46 artarken Tablo 7'de sunulduğu gibi bu işlemlerden elde edilen gelirler %32 artmıştır. Sektörün aracı kuruma kalan efektif ortalama pay senedi komisyon oranı 2018'in ilk üç çeyreğinde %0,0304 olarak hesaplanmaktadır.

Aynı dönemde türev işlemlerden elde edilen aracılık gelirleri müşteri işlem hacmindeki %75'lik yükselişe paralel olarak %55 artarak 238 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Müşteriler ile yapılan kaldıraçlı işlem hacmi 2018'in ilk dokuz ayında bir önceki yıla göre %5 azalırken, bu işlemlerden elde edilen gelirler %10 oranında düşerek 215 milyon TL'ye gerilemiştir.

Sonuçta, aracılık gelirlerinde kaldıraçlı işlemlerden elde edilen gelirlerdeki düşüş diğer işlemlerden elde edilen gelirle telafi edilmiştir.



**Tablo 7: Aracılık Gelirleri (milyon TL)**

	2017/09	2018/09	Değişim
Pay Senedi	613	809	31.9%
Türev İşlem	153	238	55.2%
Sabit Getirili Menkul Kıymet	16	19	21.3%
Yabancı Menkul Kıymet	35	31	-12.0%
Kaldıraçlı İşlem	238	215	-9.6%
<b>Toplam</b>	<b>1,055</b>	<b>1,311</b>	<b>24.3%</b>

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların kurumsal finansman faaliyetlerinden elde ettiği gelirler 2018'in ilk dokuz ayında %90 artarak 274 milyon TL'ye ulaşmıştır. Tablo 8'de sunulduğu gibi, halka arz ve özel sektör borçlanma aracı ihracı gelirleri bir önceki seneye göre yaklaşık iki kat artarak 204 milyon TL olmuştur.

İki aracı kurumun yaptığı işlemlerin toplam rakamın yaklaşık %70'ine tekabül ettiği şirket satın alma-birleşme işlemlerinden elde edilen gelirler 38 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bir aracı kurumun faaliyetlerini yoğunlaştırdığı diğer finansmana aracılık faaliyetleri ile sektörün 2018'in ilk dokuz ayında 17 milyon TL'lik gelir yarattığı görülmektedir.

**Tablo 8: Aracı Kurumların Kurumsal Finansman Gelirleri (milyon TL)**

	2017/09	2018/09	Değişim
Halka Arz – Tahvil İhraç	110	204	86.2%
Şirket Satın Alma-Birleşme	27	38	39.3%
Diğer Finansmana Aracılık	-	17	-
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtımı	2	2	38.0%
Diğer Danışmanlık	6	12	93.7%
<b>Toplam</b>	<b>145</b>	<b>274</b>	<b>89.1%</b>

Kaynak: TSPB

Yeniden Tablo 6'ya dönecek olursak, son dönemde faizlerdeki artış nedeniyle müşteri faiz gelirlerinin %77 yükselerek 412 milyon TL'ye ulaştığı görülmektedir.

Yalnızca gerçek ve tüzel yatırımcılara özel portföy yönetimi hizmeti sunan aracı kurumlar 2018'in ilk dokuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %37 artışla bu faaliyetlerinden 44 milyon TL elde ettiği görülmektedir. Diğer gelirler kaleminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yaşanan %68'lik artış bir aracı kurumun yatırım danışmanlık, pazar araştırması gibi faaliyetlerden elde ettiği gelirleri yansıtmaktadır.

Tablo 9'da gösterildiği gibi, 2018'in ilk dokuz ayında aracı kurumların toplam giderleri önceki yılın aynı dönemine göre %13 artarak

1,5 milyar TL olmuştur. 277 milyon TL olan pazarlama giderlerinin %60'ını pay senedi, borçlanma aracı alım-satımı ve VİOP işlemleri için borsa ile takas ve saklama kuruluşlarına ödenen giderler (işlem payları ve tes-cil giderleri vb.) oluşturmaktadır.

Diğer pazarlama giderleri %15 azalırken, bu durumun kaldıraçlı işlemlerde yoğunlaşan aracı kurumların 2017 başında bu işlemlere yönelik yapılan düzenlemeleri takiben pazarlama giderlerini azaltmasından kaynaklandığı anlaşılmaktadır.

Genel yönetim giderlerinin %58'ini personel giderleri oluşturmaktadır. 4.874 kişinin istihdam edildiği sektörde çalışan başına düşen aylık ortalama personel gideri 2017'nin

ilk dokuz ayına göre %15 artarak 16.484 TL olmuştur. Toplam personel gideri %7 artarken, ortalama personel giderindeki daha yüksek oranlı artış, kaldıraçlı işlemlerde ya-

pılan düzenlemeler neticesinde özellikle nispeten daha düşük ücretle istihdam edilen satış ve pazarlama departmanlarında çalışanların işten çıkarılmalarını yansıtmaktadır.

Tablo 9: Aracı Kurumların Giderleri (milyon TL)			
	2017/09	2018/09	Değişim
<b>Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri</b>	<b>222</b>	<b>278</b>	<b>25.2%</b>
İşlem Payları	131	201	52.9%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	91	77	-14.9%
<b>Genel Yönetim Giderleri</b>	<b>1,092</b>	<b>1,212</b>	<b>11.0%</b>
Personel Giderleri	659	701	6.5%
Amortisman Giderleri	32	34	6.1%
İtfa Payları	5	7	51.7%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	8	9	13.2%
Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri	23	31	31.8%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	48	55	14.4%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	318	375	18.0%
<b>Toplam</b>	<b>1,314</b>	<b>1,490</b>	<b>13.4%</b>

Kaynak: TSPB

Sonuç olarak, 2018'in ilk dokuz ayında kurumsal finansman gelirleri, müşterilerden alınan faiz gelirleri ve pay senedi aracılık gelirlerindeki artışın etkisiyle toplam brüt kar önceki yılın aynı dönemine göre %36 artarak

2,5 milyar TL olmuştur. Tablo 10'da gösterildiği gibi giderlerdeki artışın daha düşük kalmasıyla faaliyet karı bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık iki kat artarak 1,1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 10: Aracı Kurumların Gelir Tablosu (milyon TL)			
	2017/09	2018/09	Değişim
Satış Gelirleri (Net)	103,719	118,774	14.5%
Satışların Maliyeti	-101,917	-116,322	14.1%
<b>Brüt Kâr/Zarar</b>	<b>1,802</b>	<b>2,452</b>	<b>36.1%</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-221	-277	25.2%
Genel Yönetim Giderleri	-1,092	-1,212	11.0%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	-0.4	37.9%
Diğer Faaliyet Gelirleri	234	491	110.0%
Diğer Faaliyet Giderleri	-202	-378	87.7%
<b>Faaliyet Kârı/Zararı</b>	<b>520</b>	<b>1,075</b>	<b>106.7%</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	6	4	-35.9%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	-99.4%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	11	13	13.5%
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kâr/Zarar</b>	<b>537</b>	<b>1,092</b>	<b>103.3%</b>
Finansman Gelirleri	1,048	1,809	72.6%
Finansman Giderleri	-917	-1,509	64.5%
<b>Vergi Öncesi Kâr/Zarar</b>	<b>668</b>	<b>1,392</b>	<b>108.5%</b>
<b>Vergi Gelir/Gideri</b>	<b>-113</b>	<b>-287</b>	<b>153.1%</b>
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-120	-406	238.1%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	7	119	1690.2%
<b>Dönem Kârı/Zararı</b>	<b>554</b>	<b>1,105</b>	<b>99.4%</b>

Net finansman gelirleri 2018'in ilk dokuz ayında artan faiz oranları neticesinde yükselen mevduat faiz gelirlerinin de etkisiyle bir önceki yılın aynı dönemine göre %170 artarak 300 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Sonuç itibariyle, artan gelirlerle aracı kurumların kârı iki katına çıkarak 1,1 milyar TL'ye çıkmıştır.

**Tablo 11: Aracı Kurumların Net Dönem Kar/Zararları**

	2017/09	2018/09
<b>Kurum Sayısı</b>	<b>65</b>	<b>62</b>
Kar Eden Kurum Sayısı	49	55
Zarar Eden Kurum Sayısı	16	7
<b>Net Kar</b>	<b>554</b>	<b>1105</b>
Toplam Kâr (milyon TL)	577	1119
Toplam Zarar (milyon TL)	-23	-14
<b>Karlılık*</b>	<b>31%</b>	<b>45%</b>
<b>Özsermaye Karlılık Oranı</b>	<b>17%</b>	<b>27%</b>

Kaynak: TSPB

\*Net Kar/Brüt Kar

2018'in ilk dokuz ayında en çok kâr eden kurum İş Yatırım (158 milyon TL) olurken, ilk 5 kurum (İş, Yapı Kredi, Ak, Deniz ve Garanti) sektör karının yarısını oluşturmuştur. İncelenen 62 aracı kurumdan 55'i bu dönemde kâr etmiştir.

2018'in ilk dokuz ayında sektörün özsermaye kârlılık oranı, kârdaki artışın özsermayedeki artıştan fazla olmasının etkisiyle bir önceki yıla göre 10 puan birden yükselerek %27 olarak gerçekleşmiştir.

# PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2018/09

Ceylan Anıl

Birliğimiz, portföy yönetim şirketlerine ait faaliyet verilerini ve finansal tabloları üçer aylık dönemlerde toplamakta ve analiz etmektedir. Bu raporumuzda 2018 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin olarak sırasıyla portföy yönetimi büyüklükleri,

çalışan profili ve finansal tablo verileri ele alınacaktır. Raporumuzda kullanılan verilerin detaylarına ve geçmiş dönem analizlerine [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr) adresinden ulaşılabilir.

## PORTFÖY YÖNETİMİ

Portföy yönetim şirketleri yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları yönetmektedir. Portföy yönetim şirketleri ayrıca gerçek ve tüzel yatırımcılara bireysel portföy yönetimi faaliyetinde bulunmaktadır.

2018 Eylül ayı sonunda birlik üyesi 52 portföy yönetim şirketi bulunmaktadır. Ancak bu kurumlardan biri portföy yönetimini yurtdışında yerleşik bir finansal kurumla ortaklaşa yürüttüğünden, bu kurumun kendi yönettiği portföy bulunmamaktadır. Diğer üç portföy şirketi ise henüz faaliyete geçmiştir. Sonuç olarak portföy yönetiminde bulunan kurum sayısı 48'dir.

Portföy yönetim şirketleri yönettikleri yatırım fonu tipine göre ise faaliyetleri

sınırlanmış ve sınırlanmamış olarak ikiye ayrılmaktadır. Faaliyetleri sınırlanmış kapsamına giren portföy yönetim şirketleri, yalnızca gayrimenkul yatırım fonu veya girişim sermayesi fonu yönetmektedir.

Portföy yönetim şirketi sayısı yıllar içinde artış eğilimindedir. Bu artış özellikle daha düşük sermaye şartları gerektiren faaliyeti sınırlanmış portföy yönetim şirketlerinden kaynaklanmaktadır. Sadece 2018 yılı içerisinde 4 alternatif portföy yönetim şirketi kurulmuştur. 2018 Eylül sonu itibarıyla gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketi sayısı 10 olmuştur.

Tablo 1: Portföy Yönetimi Faaliyetleri (Eylül 2018)

	Kurum Sayısı	Fon/Müşteri Sayısı	Portföy Büyüklüğü (mn. TL)
Yatırım Fonu	46	503	57,874
Emeklilik Yatırım Fonu	28	406	90,648
Bireysel Portföy Yönetimi*	31	2,650	21,570
Yatırım Ortaklığı	7	11	476
<b>Toplam</b>	<b>48</b>	<b>3,570</b>	<b>170,568</b>

Kaynak: TSPB

\*Toplam bireysel portföyü olan yatırımcı sayısına bakarken, gerçek ve tüzel kişilerin birden fazla kurumda portföyü olabileceği dikkate alınmalıdır.

Haziran 2018 sonunda, portföy yönetim şirketlerinin yönetimindeki toplam portföy büyüklüğü verilerin toplanmaya başlandığı 2013 sonundan itibaren ilk defa düşüş göstermişti. Yatırım fonları büyüklüğü son dönemde gerilese de, emeklilik yatırım fonlarındaki büyüme ile yönetilen toplam portföy büyüklüğü tekrar artışa geçerek 171 milyar TL'yi bulmuştur.

Haziran 2018 sonuna göre 3 milyar TL civarında büyüyen yönetilen portföy büyüklüğün yarısından fazlasını emeklilik yatırım fonları, %34'ünü yatırım fonları oluşturmaktadır. Bireysel portföy yönetimi ise %13 paya sahiptir.

2018 Eylül sonunda faaliyette olan 52 kurumun 18'i banka kökenlidir. Banka kökenli kurumlar toplam portföyün %92'sini yönetmektedir.

Eylül sonunda en yüksek portföy büyüklüğüne sahip tümü banka kökenli ilk 5 kurum (İş Portföy, Ak Portföy, Yapı Kredi Portföy, Garanti Portföy ve Ziraat Portföy) toplam yönetilen portföyün üçte ikisini oluşturmaktadır. Bağımsız portföy yönetim şirketleri arasında, yönetilen portföy büyüklüğü en yüksek olan kurum (Azimut Portföy), toplam portföy büyüklüğünün %3'ünü yönetmektedir.

**Tablo 2: Yönetilen Portföy Büyüklüğü (milyon TL)**

	2017/09	2017/12	2018/09
Yatırım Fonları	54,840	59,287	57,874
Emeklilik Yatırım Fonları	74,091	79,543	90,648
Bireysel Portföy Yönetimi	17,848	19,297	21,570
Gerçek Kişi	4,393	4,614	5,888
Tüzel Kişi	13,455	14,683	15,682
Yatırım Ortaklıkları	450	508	476
<b>Toplam</b>	<b>147,230</b>	<b>158,635</b>	<b>170,568</b>

Kaynak: TSPB

## Yatırım Fonları

Eylül 2018 sonunda yatırım fonu yöneten 46 şirket bulunmaktadır. Yönetilen yatırım fonu büyüklüğü ise sene sonuna göre 1,4 milyar TL düşüşle 58 milyar TL olmuştur.

Birliğimizce yatırım fonları verileri 2013 yılının sonundan itibaren derlenmeye başlanmıştır. Yatırım fonlarının portföy büyüklüğü 2013-2017 döneminde her çeyrekte ortalama %4 civarında büyüme göstermekteyken, 2018 yılında bu büyüme yavaşlamış, hatta yılın üçüncü çeyreğinde yatırım fonlarının portföy büyüklüğü gerilemiştir.

Para piyasası ve borçlanma araçları fonlarında görülen düşüşte, faizlerdeki artı-

şın yanı sıra mevduat gelirlerine uygulanan stopajda geçici indirim sağlayan düzenleme ile mevduatın cazibesinin artmasının etkisi olduğu düşünülmektedir.

Tablo 3: Kökenine Göre Yatırım Fonları (Eyl. 2018)	Kurum Sayısı	Fon Sayısı	Portföy (myr TL)
Banka Kökenli	18	321	50.8
Bağımsız	28	182	7.1
<b>Toplam</b>	<b>46</b>	<b>503</b>	<b>57.9</b>

Kaynak: TSPB

Yatırım fonu yöneten 46 şirket arasında, toplam yönetilen yatırım fonlarının yarısı 3 banka kökenli şirket (İş Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Ak Portföy) tarafından

yönetilmektedir. Bağımsız şirketlerin yatırım fonları pazar payı ise %12'de kalmaktadır. Bu şirketler arasında en yük-

sek paya sahip olan kurumun (Azimut Portföy) pazar payı %5'tir

Tablo 4: Yatırım Fonu Büyüklükleri (milyon TL)			
	2017/09	2017/12	2018/09
Menkul Kıymet Yatırım Fonu	47,151	50,064	46,354
Gayrimenkul Yatırım Fonu	2,087	2,535	2,993
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	97	394	495
Borsa Yatırım Fonu	160	152	179
Serbest Yatırım Fonu	5,345	6,142	7,853
<b>Toplam</b>	<b>54,840</b>	<b>59,287</b>	<b>57,874</b>

Kaynak: TSPB

Yatırım fonları; menkul kıymet fonları, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi fonları, borsa fonları ve serbest fonlar olarak sınıflandırılmaktadır.

Eylül sonunda yatırım fonlarının en büyük bölümü geleneksel menkul kıymet fonları olmaya devam etmektedir. Menkul kıymet fonları Eylül sonunda toplam yatırım fonu portföyünün %80'ini oluşturmaktadır. Fakat menkul kıymet fonları 2018 yılının ilk çeyreğinden itibaren küçülmeye başlamıştır. 8 milyar TL tutarında gerçekleşen bu azalışta, daha önce de değinildiği gibi para ve borçlanma araçlarındaki düşüş etkili olmuştur.

Gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları ise kuruluşları 2016'dan itibaren büyüme eğilimindedir. Serbest fonların da dahil olduğu toplam alternatif yatırım fonları son çeyrekte %7 büyüyerek Eylül sonunda 11 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Yeni kurulmaya başlandığı 2016 yıl sonunda, 3 adet gayrimenkul fonu 85 mil-

yon TL tutarında büyüklüğe sahipken, 2018 Eylül ayında toplam gayrimenkul yatırım fonu sayısı 21'e çıkmış, portföy yönetim şirketlerinin yönettiği fonların büyüklüğü ise 3 milyar TL'ye yaklaşmıştır.

İlk olarak 2016 yılında kurulan girişim sermayesi fonlarının sayısı Eylül 2018 sonunda 7'ye çıkmıştır. Bu fonların toplam büyüklüğü ise 495 milyon TL olmuştur.

Serbest fonların sayısı geçtiğimiz yıl sonuna göre 94'ten 114'e çıkarken, bu fonların portföy büyüklüğü ise aynı dönemde %28 artarak 7,9 milyar TL'yi bulmuştur.

Birliğimizce bilgi amacıyla derlenen; portföy yönetim şirketleri tarafından kurularak kişi veya kuruluşlara katılma payları önceden belirlenmiş şekilde tahsis edilen fonların özel fonların büyüklüğü ise Eylül 2018'de 7,2 milyar TL'ye ulaşmıştır.

## Emeklilik Yatırım Fonları

2018 Eylül sonu itibarıyla 28 kurum emeklilik yatırım fonu yönetmektedir.

Emeklilik fonlarının portföyü 2013 yılında devreye giren devlet katkısı sayesinde düzenli olarak büyümektedir. 2018 Eylül ayında emeklilik yatırım fonları büyüklüğü otomatik katılım sistemi fonları dâhil 91 milyar TL'ye ulaşmıştır.

2017 yılında devreye giren Otomatik Katılım Sistemindeki fon büyüklüğü toplam emeklilik yatırım fon büyüklüğünün 4 milyar TL'sini oluşturmaktadır. 2018 yılında otomatik katılım sistemine 1,5 milyon kişi katılmış, sistemdeki katılımcıların toplam fon büyüklüğü 2 milyar TL artmıştır.

1 Ocak 2018 tarihinden itibaren geçerli olan yeni bir düzenleme ile bir portföy yönetim şirketi bir emeklilik şirketi fonlarının en fazla %40'ını yönetebilir hale gelmiştir. Bu düzenleme ile rekabetin artması ve emeklilik yatırım fonu yönetimindeki yoğunlaşmanın önüne geçilmesi amaçlanmıştır.

## Bireysel Portföy Yönetimi

2018 Eylül ayı sonunda bireysel portföy yönetimi hizmetinde bulunan 31 kurum vardır.

İlgili dönemde 2.398 gerçek, 252 tüzel kişinin toplamda 21,6 milyar TL'lik portföyü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Bu veriler incelenirken, bir kişinin birden fazla kurumda hesabı olabileceği unutulmamalıdır.

Gerçek kişilerin ortalama portföy büyüklüğü 2,5 milyon TL iken, tüzel kişilerde bu büyüklük 62 milyon TL civarındadır.

Eylül 2018 sonunda, portföy yönetim şirketlerinden bireysel portföy yönetimi hizmeti alan yatırımcıların yarısından fazlasının üç portföy yönetim şirketinden birine yöneldiği görülmektedir.

Kuralın henüz geçerli olmadığı 2017 sonunda emeklilik yatırım fonlarının %67'sini yönetiminde tutan ilk dört kurumun pazar payı 2018 Eylül ayı sonunda %60'a inmiştir. Bu durumun, düzenlemenin bir sonucu olduğu ve düzenlemenin etkilerinin yansımaya başladığı söylenebilir.

**Tablo 5: Kökenine Göre Emeklilik Yatırım Fonları (Eylül 2018)**

	Kurum Sayısı	Fon Sayısı	Portföy (myr TL)
Banka Kökenli	17	360	88.7
Bağımsız	11	46	2.0
<b>Toplam</b>	<b>28</b>	<b>406</b>	<b>90.6</b>

Kaynak: TSPB

Yine de, emeklilik yatırım fonlarının yönetiminde yoğunlaşma yüksek kalmaya devam etmektedir. İlk beş kurumun tamamı banka kökenli olup, bu kurumlar toplam emeklilik yatırım fonlarının %70'ini yönetmektedir. Bağımsız portföy yönetim şirketlerinin payı ise %2,2'dir.

Bireysel portföy büyüklüğüne kurum türüne göre bakıldığında, bağımsız şirketlerin bireysel portföy pazar payı (%23), bu kurumların kolektif yatırım araçlarındaki pazar paylarına kıyasla çok daha yüksektir. Bununla birlikte, yatırımcı sayısının yarısına yakını bağımsız şirketlere yönelmiştir. Üç banka kökenli kurum (Ziraat Portföy, İş Portföy, Ak Portföy) bireysel portföyün %65'ini yönetirken, ardından gelen iki bağımsız kurumun (İstanbul Portföy ve Azimut Portföy) toplam portföydeki pazar payları %16'dır.

Birliğimiz 2018 itibarıyla ilk defa bireysel portföy büyüklüğü verilerinde yatırım fonları gibi kolektif yatırım araçları ile diğer yatırım araçlarını ayırıştırarak derlemiştir. Bu doğrultuda incelendiğinde, 2.398 adet gerçek kişinin özel portföy

yönetimi kapsamında yönetilmekte olan 6 milyar TL'lik yatırımlarının %40'ı yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. Aynı

oran 16 milyar TL'lik tüzel kişi portföyünde %9'dur.

	Kurum Sayısı	Müşteri Sayısı	Kolektif Yatırım Araçları (myr TL)	Diğer Yatırım Araçları (myr TL)	Toplam Portföy (myr TL)
<b>Gerçek Kişi</b>	<b>28</b>	<b>2,398</b>	<b>2.3</b>	<b>3.6</b>	<b>5.9</b>
Gerçek Kişi Banka Kökenli	11	1,288	0.9	2.2	3.2
Gerçek Kişi Bağımsız	17	1,110	1.4	1.3	2.7
<b>Tüzel Kişi</b>	<b>29</b>	<b>252</b>	<b>1.5</b>	<b>14.2</b>	<b>15.7</b>
Tüzel Kişi Banka Kökenli	13	123	1.2	12.3	13.5
Tüzel Kişi Bağımsız	16	129	0.3	1.9	2.2
<b>Toplam</b>	<b>31</b>	<b>2,650</b>	<b>3.8</b>	<b>17.7</b>	<b>21.6</b>

Kaynak: TSPB

## Yatırım Ortaklıkları

Portföy yönetim hizmetini dışarıdan alan yatırım ortaklıklarının portföyleri münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Halihazırda 49 adet yatırım ortaklığının 11'i portföy yönetim şirketlerinden portföy yönetim hizmeti almaktadır.

Portföy yönetimi alan yatırım ortaklıklarının portföy değerinin %96'sını menkul kıymet yatırım ortaklıkları oluşturmaktadır.

Portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen yatırım ortaklığı büyüklüğü 2017 sonu itibarıyla küçülme trendinde olsa da son çeyrekte 1 milyon TL'ye yakın art-

mıştır. 2017 yıl sonuna kıyasla özellikle gayrimenkul yatırım ortaklıklarında düşüş gerçekleşmiştir. 24 milyon TL civarında küçülen gayrimenkul yatırım ortaklığı portföyünü 5 milyon TL'lik küçülme ile menkul kıymet yatırım ortaklıkları takip etmiştir.

	Kurum Sayısı	Yat.Ort. Sayısı	Portföy (mn. TL)
Banka Kökenli	3	3	272.5
Bağımsız	4	8	203.6
<b>Toplam</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>476.1</b>

Kaynak: TSPB

	2017/09	2017/12	2018/09
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı	410.2	460.1	454.8
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	30.3	40.4	16.5
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	9.3	7.7	4.7
<b>Toplam</b>	<b>449.8</b>	<b>508.2</b>	<b>476.1</b>

Kaynak: TSPB



## ÇALIŞAN PROFİLİ

Portföy yönetim şirketlerinde, faaliyetlerin gelişmesiyle çalışan sayısı yavaş bir şekilde artma eğilimindedir. Portföy yönetim şirketlerinde Eylül 2018 sonu itibarıyla 282'si kadın, 499'u erkek olmak üzere 781 çalışan bulunmaktadır.

52 portföy yönetim şirketi arasında, çalışan sayısı sıralamasında 50 ve üzeri çalışana sahip olan 3 kurumun (İş Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Ak Portföy) çalışan sayısı, toplam portföy yönetim şirketlerindeki çalışan sayısının %24'üdür. Diğer taraftan çalışan sayısı 5 veya 5'ten daha az olan 14 kurum bulunmaktadır. Sektör geneline bakıldığında, ortalama çalışan sayısı 15'tir.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanlarının %36'sının lisansüstü diploması bulunmaktadır. Ayrıca çalışanların yarısına yakını 15 yıl üstü tecrübeye sahiptir.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanların departmanlara göre dağılımı Tablo 9'da verilmiştir. Portföy yönetim şirketleri ana faaliyet konusu gereğince risk yönetimi ve fon hizmeti departmanları bulundurmakta, ya da bu hizmeti dışarıdan temin etmektedir. Risk yönetimi birimi olmayan 29 kurum, fon hizmet birimi olmayan ise 25 kurum vardır.

2018 Eylül sonunda çalışanların %27'si portföy yönetimi biriminde görev almaktadır. Portföy yönetimi birimi olmayan 9 portföy yönetim şirketlerinde ise genel müdür bu görevi üstlenmektedir. Bu kurumların 7'si alternatif yatırım fonları yöneten şirketlerdir.

2018 Eylül ayı sonunda, yatırım danışmanlığı belgesi olan 14'ü banka kökenli olmak üzere 17 kurum bulunmaktadır. Fakat yatırım danışmanlığı hizmeti veren şirketlerin 9'unda özel olarak yatırım danışmanı birimi bulunmamakta ve bu hizmet diğer birimler tarafından yapılmaktadır.

Yurtdışı satış ve pazarlama birimi, bu dönemde bir kurumda daha açılarak toplam 2 kurumda bulunmakta olup, bu kurumların yurtdışı satış ve pazarlama biriminde sırasıyla 4 ve 1'er kişi çalışmaktadır.

Portföy yönetim şirketleri çalışanları ile ilgili yaş, cinsiyet, tecrübe ve eğitim durumu hakkında kapsamlı veriye [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr) adresinden ulaşabilirsiniz.

**Tablo 9: Departmanlara Göre Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışanlar**

	Çalışan Sayısı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2017/12	2018/09	2017/12	2018/09
Genel Müdür	49	52	1	1
Portföy Yönetimi	212	209	5	5
Yurtiçi Satış	81	85	4	4
Yatırım Danışmanı	20	18	2	2
Yurtdışı Satış	4	5	4	3
Araştırma	39	43	2	2
Risk Yönetimi	31	31	1	1
Fon Hizmet Birimi ve Operasyon	58	66	2	2
Mali ve İdari İşler	106	123	2	3
İç Denetim-Teftiş	59	64	2	2
İnsan Kaynakları	5	6	1	2
Bilgi İşlem	10	13	2	1
Diğer	61	66	3	2
<b>Toplam</b>	<b>735</b>	<b>781</b>	<b>15</b>	<b>15</b>

Kaynak: TSPB

## FİNANSAL TABLOLAR

2018 Eylül ayı itibarıyla portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları 814 milyon TL'dir. Likit bir yapıya sahip sektör varlıklarının %91'i dönen varlıklardadır. Özkaynaklar ise toplam varlıkların %90'ını oluşturmaktadır.

Portföy yönetim şirketlerinin toplu bilançolarındaki toplam varlıkların dörtte biri iki kuruma (İş Portföy ve Garanti Portföy) aittir.

**Tablo 10: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL)**

	2017/12	2018/09	% Değişim
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>698.3</b>	<b>743.5</b>	<b>9.2%</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	475.8	475.8	11.9%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	126.6	187.6	9.5%
Diğer Dönen Varlıklar	95.9	80.1	-5.0%
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>41.3</b>	<b>70.1</b>	<b>12.8%</b>
Maddi Duran Varlıklar	10.4	10.2	-0.8%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	14.0	42.6	18.2%
Diğer Duran Varlıklar	17.0	17.3	9.5%
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>739.6</b>	<b>813.5</b>	<b>9.5%</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>65.9</b>	<b>69.3</b>	<b>22.4%</b>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>10.0</b>	<b>16.0</b>	<b>6.3%</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>663.8</b>	<b>728.3</b>	<b>8.5%</b>
Ödenmiş Sermaye	378.6	410.1	3.0%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	9.9	9.7	-3.6%
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	5.3	5.3	0.0%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	-1.5	-2.8	-2.0%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	81.7	82.3	-16.7%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	25.2	62.3	10.9%
Net Dönem Kârı/Zararı	165.1	161.5	52.5%
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>739.6</b>	<b>813.5</b>	<b>9.5%</b>

Kaynak: TSPB

## Esas Faaliyet Gelirleri

Çalışma alanı portföy yönetimi olan bu kurumların esas faaliyet gelirleri; portföy yönetim komisyonları, yatırım danışmanlık gelirleri ve yatırım fon satış gelirleri olmak üzere 3 ana kalemde takip edilmektedir. Bununla beraber sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

2017 yılının Eylül sonu ile kıyaslandığında, portföy yönetim şirketlerinin emeklilik yatırım fonu gelirlerinde %18 azalma olurken; bu düşüş artan menkul kıymet yatırım fonu ve gayrimenkul yatırım fonu gelirleri ile telafi edilmiştir. Son bir yıl içerisinde menkul kıymet yatırım fonları gelirleri %20 artarak 205 milyon TL olmuş, menkul kıymet yatırım fonu gelirleri toplam yatırım fonu gelirlerinin %71'ini oluşturmuştur. Menkul kıymet yatırım

fonlarından elde edilen gelirlerin artarken bir yandan yönetilen portföy büyüklüğünün azalması para ve borçlanma araçları piyasalarındaki düşüşün etkisidir. Son bir yılda neredeyse 2,5 katına çıkan gayrimenkul yatırım fonları ise toplam yatırım fonu gelirlerinin %12'sini oluşturmuştur.

Sonuç olarak, 2018 Eylül ayı sonunda portföy yönetim şirketlerinin portföy yönetiminden elde ettikleri komisyon gelirleri 2017 yılının aynı dönemine göre %20 oranda artış göstererek 358 milyon TL olmuştur.

Yatırım danışmanlığı belgesine sahip olan 17 kurum arasında sadece 4'ü 2018 yılının ikinci çeyreğinde bu kalemde gelir elde etmiştir. Fon pazarlama ve satış aracılık hizmetlerinden ise kayda değer gelir elde edilmemiştir.

**Tablo 11: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL)**

	2017/09	2018/09	%Değişim
<b>Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri</b>	<b>297.4</b>	<b>354.4</b>	<b>19.2%</b>
<b>Kolektif Portföy Yönetimi</b>	<b>283.3</b>	<b>335.7</b>	<b>18.5%</b>
Emeklilik Yatırım Fonları	84.9	69.3	-18.3%
Yatırım Fonları	196.5	263.7	34.2%
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	171.5	205.2	19.7%
Gayrimenkul Yatırım Fonları	8.9	31.0	247.9%
Girişim Sermayesi Yatırım Fonları	1.2	4.3	253.8%
Borsa Yatırım Fonları	0.6	0.6	-1.1%
Serbest Yatırım Fonları	14.3	22.6	57.9%
Yatırım Ortaklıkları	1.9	2.7	41.6%
<b>Bireysel Portföy Yönetimi</b>	<b>14.1</b>	<b>18.8</b>	<b>32.9%</b>
Gerçek Kişi	7.8	8.9	13.2%
Tüzel Kişi	6.3	9.9	57.4%
<b>Yatırım Danışmanlığı Gelirleri</b>	<b>1.8</b>	<b>3.2</b>	<b>78.3%</b>
<b>Fon Pazarlama ve Satış Aracılık Gelirleri</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-</b>
<b>TOPLAM</b>	<b>299.2</b>	<b>357.6</b>	<b>19.5%</b>

Kaynak: TSPB

## Yatırım Fonları

Menkul kıymet yatırım fonu gelirleri, portföy yönetim şirketlerinin elde ettikleri gelirin %71'ini oluşturmaktadır.

İlk kez 2016'da kurulan gayrimenkul yatırım fonlarından elde edilen gelirler bir yıl içinde 2,5 katına çıkmıştır. Aynı yılda kurulan girişim sermayesi fonu gelirleri de alternatif yatırım fonlarının gelişimine paralel olarak aynı dönemde 2,5 katına çıkmıştır.

Birliğimiz son 12 aylık komisyon gelirlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde ettiği yıllık ortalama komisyon gelirlerini Tablo 12'de incelemiştir. Bağımsız şirketlerin yatırım fonu komisyon oranları (%1,07), banka kökenli şirketlerinin komisyon oranlarının (%0,53) bir hayli üstünde kalmaktadır. Son iki dönemde bağımsız kurumların komisyon oranları hayli yükselmiş, bu durum bir portföy yönetimi şirketinin gayrimenkul fonlarından elde ettiği başarı primlerinden kaynaklanmıştır.

## Emeklilik Yatırım Fonları

Portföy büyüklüğü daha yüksek olsa da emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde gelirler daha düşüktür.

Emeklilik yatırım fonu büyüklüğü bir önceki yılın Eylül ayına göre %22 artsa da, bu fonların yönetiminden elde edilen gelirler aynı dönemde 15,5 milyon TL azalarak 69 milyon TL'ye inmiştir. Bu durum 2018 yılında uygulamaya konulan düzenleme ile bir portföy yönetim şirketinin bir emeklilik şirketi fonlarının en fazla %40'ını yönetebilir hale gelmesinin etkilerini yansıttığı düşünülmektedir.

Eylül 2018 sonunda banka kökenli şirketler emeklilik yatırım fonlarının %98'ini yönetmekte olduğundan, banka kökenli şirketler ve bağımsız şirketlerin komisyon oranları arasında anlamlı bir fark bulunmamaktadır.

## Bireysel Portföy Yönetimi

Sektör genelinde 2018 Eylül ayında bireysel portföy yönetiminden 19 milyon gelir elde edilmiştir.

Eylül 2018 itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmeti veren şirketler arasında %23 pazar payına sahip bağımsız şirketlerin yıllık ortalama komisyon oranları %0.28'dir. Aynı oran banka kökenli kurumlar için %0,10'dur.

## Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıklarının sadece küçük bir bölümü portföy yönetim şirketleri tara-

findan yönetilmektedir. Yatırım ortaklığından 2018'in ilk dokuz ayında elde edilen gelirler 2,7 milyon TL'dir.

Bu dönemde yatırım ortaklığı yöneten portföy yönetim şirketlerinde yıllık ortalama komisyon oranları %0,70 olarak hesaplanmaktadır.

**Tablo 12: Portföy Yönetim Komisyon Oranı\***

	Banka Kökenli	Bağımsız	Toplam
Yatırım Fonu	0.53%	1.07%	0.58%
Emeklilik Yatırım Fonu	0.13%	0.14%	0.13%
Bireysel Portföy Yönetimi	0.10%	0.28%	0.14%
Yatırım Ortaklığı	0.57%	0.93%	0.70%
<b>Toplam</b>	<b>0.27%</b>	<b>0.65%</b>	<b>0.30%</b>

Kaynak: TSPB

\*Son 12 aylık toplam fon yönetim gelirinin, 12 aylık ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde edilmiştir.

## Giderler

2018'in ilk dokuz ayında genel yönetim giderleri geçtiğimiz yılın ilk dokuz ayına göre %12 artışla 237 milyon TL olmuştur. Bu giderlerin %57'sini personel giderleri oluşturmaktadır.

2017 yılında 720 olan ortalama çalışan sayısı, 2018 Eylül ayında 757'ye çıkmıştır. Personel giderlerini ortalama personel

sayısına bölerek, bir çalışanın aylık ortalama maliyetini bulmak mümkündür. 2018 yılının ilk dokuz ayında bu tutar 2017 yıl sonuna göre fazla değişmeyerek 19.745 TL olmuştur. Çalışan başına aylık ortalama kâr tutarı ise 2017 yılına göre artan kârlılıkla orantılı olarak %24 artarak 23.718 TL olmuştur.

**Tablo 13: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL)**

	2017/09	2018/09	%Değişim
Satış Gelirleri (net)	540.3	424.7	-21.4%
Satışların Maliyeti (-)	-238.1	-65.7	-72.4%
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>302.2</b>	<b>359.1</b>	<b>18.8%</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-5.2	-5.8	12.4%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-211.3	-236.7	12.0%
<i>Personel Giderleri</i>	-117.9	-134.6	14.1%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0.0	-0.1	666.7%
Diğer Faaliyet Gelirleri	17.0	13.4	-21.2%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-3.2	-7.4	135.3%
<b>FAALİYET KÂRI/ZARARI</b>	<b>99.5</b>	<b>122.3</b>	<b>22.9%</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	18.8	33.7	79.5%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-5.6	-11.0	96.0%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar			
<b>FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI</b>	<b>112.7</b>	<b>145.1</b>	<b>28.7%</b>
Finansman Gelirleri	21.9	68.2	212.0%
Finansman Giderleri (-)	-0.8	-2.3	176.8%
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ K/Z</b>	<b>-29.6</b>	<b>-49.5</b>	<b>66.9%</b>
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-29.7	-45.2	52.2%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	0.1	-4.3	-
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>104.1</b>	<b>161.5</b>	<b>55.1%</b>

Kaynak: TSPB

## Kârlılık

Portföy yönetim şirketlerinin gelirlerindeki artış giderlerin artışın önüne geçmiş ve net dönem kârı geçtiğimiz yılın ilk dokuz ayına göre %51 artış göstermiştir. Net kârlılık ve özsermaye kârlılığı oranları da bu gelişmelere bağlı olarak artmıştır.

Sektörde net faaliyet gelirleri son 1 yıl içinde %23 artarak 122 milyon TL'ye çıkmıştır. Diğer yandan, şirketlerin kendi portföylerine yaptıkları finansal yatırımları yansıtan yatırım ve finansman gelirleri 89 milyon TL'ye yükselerek, karlılığa önemli katkıda bulunmuştur. Yatırım ve finansman gelirleri yıl boyunca geçen

yılın üzerinde seyretmekle beraber, faiz ve kurların hızlı değişim gösterdiği yılın üçüncü çeyreğinde daha da artmıştır.

2018 yılının ilk dokuz ayında 33 kurum 174 milyon TL kâr ederken, 19 kurum 13 milyon TL zarar etmiş ve sektördeki net dönem kârı 162 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

En yüksek kâr eden Ak, Yapı Kredi, Garanti ve İş portföy yönetim şirketleri toplam 95 milyon TL kâr tutarıyla sektör toplam kârının %59'unu oluşturmuştur.

**Tablo 14: Portföy Yönetim Şirketlerinin Net Dönem Kâr/Zararları**

	2017/09	2018/09
<b>Kurum Sayısı</b>	<b>48</b>	<b>52</b>
Kâr Eden Kurum Sayısı	23	33
Zarar Eden Kurum Sayısı	25	19
<b>Net Dönem Kârı (milyon TL)</b>	<b>104.1</b>	<b>161.5</b>
Kâr Toplamı (Milyon TL)	121.8	174.3
Zarar Toplamı (Milyon TL)	-17.6	-12.8
<b>Net Kâr/Gelirler</b>	<b>34%</b>	<b>45%</b>
<b>Özsermaye Kârlılık Oranı</b>	<b>27%</b>	<b>34%</b>

Kaynak: TSPB

# ASTANA FİNANS MERKEZİ

*Onur Saltürk*

Kazakistan, bölgedeki nüfuzunu artırmaya yönelik faaliyetlerde bulunan Çin, Avrupa ve Rusya arasındaki stratejik konumu, zengin yeraltı kaynakları, Orta Asya'daki en önemli ekonomi olma gibi özellikleri nedeniyle büyük öneme sahipse de petrol ve doğalgaz gelirlerine olan bağımlılığı ülke ekonomisini kırılgan yapmaktadır. Ekonomide çeşitliliği artırma çalışmaları çerçevesinde devlet başkanı düzeyinde yapılan çalışmalarla Kazakistan'ın başkenti Astana'nın uluslararası bir finans merkezi olması yönünde atılan adımlar neticesinde 1 Ocak 2018 itibarıyla ülke içinde özerk bir bölge statüsüne sahip Astana Uluslararası Finans Merkezi (Astana International Financial Center, AIFC) resmi olarak faaliyete geçmiştir.

## TARİHSEL GELİŞİM VE SİYASİ ETMENLER

Kazakistan Orta Asya'nın en büyük, en zengin ve ekonomik olarak en kalkınmış ülkesi olup dünyanın denize kıyısı olmayan en büyük ülkesidir. Petrol ve doğalgaz endüstrisinin ekonominin önemli bölümünü oluşturduğu Kazakistan, 1991'de Sovyetler Birliği'nden ayrılarak bağımsız bir cumhuriyet olmuştur. Sovyetler zamanında ilk kez yönetime gelen devlet başkanı Nazarbayev, Nisan 2015'te yapılan seçimlerde %98 oyla tekrar seçilerek 5. dönemine başlamıştır.

Kazakistan'ın başta petrol ve doğalgaz olmak üzere geniş yeraltı kaynakları bulunmaktadır. Astana, şehrin konumunun yeraltı kaynaklarına dayalı endüstriye yakınlığı ve fiziksel olarak büyümeye

Z/Yen tarafından yayımlanan Küresel Finansal Merkez Endeksi'nin Eylül 2018'de yayımlanan sayısında, Astana'nın son dönemde ekonomi yönetiminin önemli girişimleri neticesinde son altı ayda 27 sıra birden yükselerek 61. sırada yer aldığı görülmektedir. Doğu Avrupa ve Orta Asya ülkelerinde bulunan şehirler arasında Tallinn'in ardından 2. sırada gelmektedir. Benzer şekilde Dünya Bankası'nın 2019 Doing Business Raporu'nda Kazakistan bir önceki yıla göre 8 sıra birden yükselerek 28. sırada yer almıştır.

Bu çalışmamızda Kazakistan'ın tarihsel ekonomik gelişimi, temel ekonomik politikaları, düzenleyici ortamı ve Astana'nın uluslararası bir finans merkezi olması için yapılan faaliyetler incelenmektedir.

müsait olduğu gerekçesiyle Kazakistan Başkanı'nın kanun hükmünde kararnamesiyle 1997'de başkent olarak belirlenmiştir. Bundan önce Almatı Kazakistan'a başkentlik etmekteydi.

Yaklaşık 1 milyonluk nüfusa sahip Astana Kazakistan'ın başkenti olduktan sonra önemli gelişim sergileyerek Orta Asya'nın en önemli şehirlerinden biri olarak sivrilmiştir.

Ticaret, ulaşım, iletişim ve inşaat sektörlerine dayalı ekonomisiyle Astana Uluslararası Finans Merkezi sayesinde halka arzı yapılması planlanan pek çok kamu sermayeli şirkete de ev sahipliği yapmaktadır.



Kazakistan'ın bağımsızlığını kazanmasından sonra serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinde 1993'te Kazakistan Borsası kurulmuştur. Kazakistan Merkez Bankası liderliğinde Kazakistan'ın önde gelen 23 ticari bankası borsanın kuruluşunu gerçekleştirmiştir. Ekonomi yönetiminin bu dönemde temel hedeflerinden biri olan etkinlikten yoksun kamu sermayeli şirketlerin özelleştirilmesi 1990lı yıllar boyunca Kazakistan Borsası kanalıyla yapılmıştır. Bu çerçevede Haziran 1996'da dünyanın en büyük petrol rafinerilerinden Yuzhneftegaz ve altın madenlerinden Vasilevskoye Altın Madeni kamu ihalesi yoluyla yabancı yatırımcılara satılarak 1 milyar \$'lık hasılat elde edilmiştir.

Kazakistan yönetimi, ulaştırma, ilaç, telekomünikasyon, petrokimya ve gıda gibi belirli sektörleri geliştirmeyi amaçlayan bir çeşitlendirme programı başlatmıştır. Kazakistan, yabancı yatırımı ve ticari faaliyetleri artırmak amacıyla 2010 yılında Belarus-Kazakistan-Rusya Gümrük Birliği'ne katılmıştır. Gümrük Birliği, Ocak 2015'te Avrasya Ekonomik Birliği'ne dönüşmüştür.

Kazakistan ekonomisi için bu dönemdeki önemli gelişmelerden biri de 2015 yılında gerçekleşen Dünya Ticaret Örgütü üyeliğidir.

2014'te Kazakistan ekonomisi, yavaşlayan Rusya, zayıflayan ruble ve düşen petrol fiyatları nedeniyle hayli olumsuz etkilenmiş, Kazak para birimi Tenge de bu dönemde ciddi değer kaybetmiştir. Bu olumsuz deneyim, Kazakistan yöneticilerinin ülke ekonomisinin daha çeşitlendirilmiş bir yapıya kavuşması yönünde çalışmalar yapmasına neden

olmuştur. Ekonomi yönetiminin temel hedefi petrol dışı üretimi geliştirmek, tarımsal üretkenliği artırmak, KOBİ'lerin ekonomideki ağırlığını yükselterek ekonomik tabanı çeşitlendirmektir.

Çin'in Avrasya'nın altyapı ve ekonomilerini bir araya getirmeyi amaçlayan trilyon dolarlık kalkınma projesi Bir Kuşak, Bir Yol İnisiyatifi (Belt and Road Initiative) 2013'te başlatılmış, küresel GSYH'nın %30'undan fazlasını, dünya nüfusunun ise %62'sini oluşturan 65 ülke arasında işbirliğini güçlendirmeyi amaçlayan bir girişimdir. Bu girişim çerçevesinde ülkeler arasında ekonomik politika koordinasyonu, altyapı bağlantısı, serbest piyasa temelli engelsiz ticaret, finansal entegrasyon ve farklı kültürleri bir araya getirme hedeflenmektedir. Kazakistan'ın doğrudan Bir Kuşak, Bir Yol İnisiyatifi'nin coğrafi bölgesi ve yatırım kapsamı içerisinde yer alması ve Kazakistan'ın bölgede artacak Çin ticaretinden konumu nedeniyle doğrudan pay alacak durumda olması nedeniyle yabancı yatırımcıların Kazak varlıklarına yönelik yatırım iştahı hayli pekişmiştir.

Tarihsel gelişim süreci içerisinde Kazakistan ekonomisi güdülen politikalarla önemli bir değişim geçirmiştir. Bu çerçevede, Kazakistan'ın temel ekonomik göstergeleri Tablo 1'de gösterilmektedir. 2000'li yıllarda 1.000 civarında olan kişi başı milli gelir günümüzde 10.000 dolar seviyelerine ulaşmıştır. Bu değişimde ülkenin enerji ve yakıt endüstrisinin gelişerek ihracatın önemli bir bölümünü teşkil eder hale gelmesi büyük rol oynamıştır. Mevcut durumda Kazakistan'ın milli geliri dünya ekonomileri arasında 57. sıradadır.

**Tablo 1: Kazakistan Temel Bilgiler**  
**Ekonomik Göstergeler**

	1995	2000	2010	2017
Nüfus (milyon)	15.7	14.9	16.4	18.2
GSYH (milyar dolar)	16.6	18.3	148.0	160.8
Kişi başı GSYH (dolar)	1,059	1,230	9,005	8,841
Cari Denge/GSYH (%)	-1.3	2.0	0.9	-2.9
Kamu Borcu/GSYH (%)	-	-	10.7	21.2
TÜFE (%)	60.39	9.81	7.80	7.10

Kaynak: IMF

Sovyetler Birliği dönemindeki iskan politikaları nedeniyle günümüzde Kazakistan'da %63'le baskın etnik grup Kazaklarla olmak beraber, ülke nüfusunun %24'ü Ruslardan meydana gelmektedir. Özbek, Ukraynalı, Uygur, Tatar ve Almanlar da ülke nüfusunun geri kalanını oluşturmaktadır.

Kazakistan'a ilişkin temel para ve sermaye piyasası verileri Tablo 2'de gösterilmektedir. 2000'li yıllardan önce sürekli değişen hükümetlerle istikrarlı ekonomi politikası uygulanamamış, ancak ilerleyen dönemlerde istikrarın ortaya çıkmasıyla ülkenin finansman olanaklarına erişimi kolaylaşmıştır. Yeraltı kaynaklarına dayalı ekonomiden daha çeşitlendirilmiş bir modele geçiş yapmayı hedefleyen Kazakistan'da serbest ekonomiye geçiş sürecinde kamu sermayeli şirketlerin halka

açılmasıyla ülkede halka açık yerli ve yabancı şirket sayısı hatırı sayılır ölçüde artmıştır.

Emeklilik fonlarının büyüklüğü 2000'li yıllarda artsa da emeklilik fonlarında yaşanan sorunlar nedeniyle bu alanda büyüme 2010 yılından itibaren sınırlı kalmıştır. Kazakistan parlamentosu Nisan 2013'te daha önce bankalarca yönetilen emeklilik fonlarını kamulaştırarak Birikimli Tek Tasarruf Fonu (ENPF) altında birleştiren yasa tasarısını onaylamış ve varlıkların yönetimi Merkez Bankası'na verilmiştir. 10 milyon hesapta biriken toplam 9 trilyon tenge (25 milyar dolar) varlığa sahip emeklilik yatırım fonlarının yönetiminin Astana Uluslararası Finans Merkezi çalışmaları dahilinde uluslararası özel portföy yönetimi şirketlerine devredilmesi planlanmaktadır.

**Tablo 2: Kazakistan Para ve Sermaye Piyasası Temel Verileri**  
**Seçilmiş Veriler**

	2000	2010	2017
<b>Bankacılık Sektörü</b>			
Kredi/GSYH (%)	12%	45%	42%
Mevduat/GSYH (%)	9%	30%	33%
<b>Sermaye Piyasası</b>			
Piyasa Değeri/GSYH (%)	-	18%	29%
Halka Açık Yerli Şirket Sayısı	-	61	90
Halka Açık Yabancı Şirket Sayısı	-	4	13
Yatırım Fonu Büyüklüğü/GSYH	-	0%	4%
Emeklilik Fonu Büyüklüğü (milyar dolar)	4%	11%	10%

Kaynak: Dünya Bankası, Dünya Borsalar Federasyonu

Finansal piyasaları düzenleyen ve denetleyen Mali Piyasa ve Kuruluşları Düzenleme ve Denetleme Kurumu Nisan 2011’de kapatılarak yetki ve görevlerini Kazakistan Merkez Bankası’na devretmiştir.

Doğrudan devlet başkanına karşı sorumlu Kazakistan Merkez Bankası para politikasının belirlenmesi ve uygulanması, ödeme sistemlerinin işleyişini düzenleme ve finansal istikrarı sağlama gibi görevler yanında sigortacılık ve sermaye piyasalarını da düzenleme ve denetleme yetkisini haizdir.

Mevcut durumda Kazakistan’da 48 aracı kurum, 23 portföy yönetim şirketi, 1 merkezi saklama kuruluşu, 1 takas şirketi ve 1 menkul kıymetler borsası bulunmakta olup bu kurumlar Merkez Bankası denetimine tabidir. Merkez Bankası ayrıca ulusal mevduat sigorta fonu, menkul kıymetler borsası, ulusal kredi derecelendirme kuruluşu gibi toplam 11 kurumun ortağıdır.

## **FİNANS MERKEZİ**

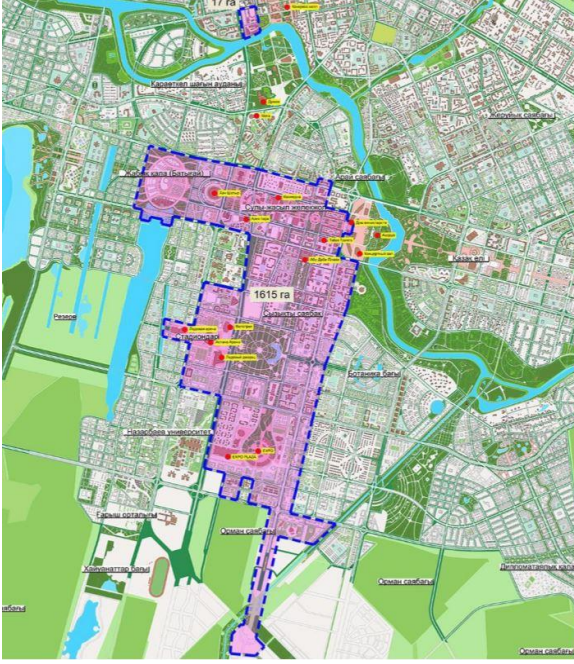
Devlet başkanı Nazarbayev’in ülkenin 2030’a kadar kalkınmış ülkeler seviyesine yükselmesi hedefleri doğrultusunda ülke ekonomisinin yeraltı kaynaklarına olan bağımlılığının azaltılarak çeşitlendirilmesi hedeflenmiştir. Bu kapsamda Orta Asya’da henüz Dubai benzeri uluslararası bir finans merkezinin bulunmaması avantajını kullanmak isteyen Kazakistan yöneticileri 2030 hedeflerine yönelik olarak Astana’yı bölgenin finans üssü haline getirmeyi devlet başkanı seviyesinde önceliklendirmiştir.

Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası ilk kez 1993 yılında kurulmuştur. 1995 yılında devlet tahvilleri ilk kez borsada işlem görmeye başlamışken özel sektör borçlanma araçları borsada ilk kez 1999 yılında işlem görmeye başlamıştır. Türev işlemler borsada 1996 yılında işlem görmeye başlamıştır.

Kamu sermayeli şirketlerin özelleştirilmesi için bir platform görevi gören Kazakistan Borsası’nda KazMunayGas (2006) ve KazTransOil (2012) gibi şirketlerin özelleştirmeleri gerçekleştirilmiştir.

Mevcut durumda Kazakistan Borsası’ndaki işlemlerin önemli çoğunluğunu repo ve döviz işlemleri teşkil etmektedir. Hacmin ancak çok sınırlı bir kısmı özel sektör borçlanma araçları ile türev işlemlerden kaynaklanmaktadır. Hisse senedi piyasasındaki işlemlerin toplam işlem hacmi içindeki ağırlığının ise %0,3’le hayli sınırlı olduğu görülmektedir.

Kazakistan, Yeni İpek Yolu’nun tam merkezinde yer aldığından Avrupa ve Asya arasındaki ticaret ve politik ilişkilerin tam kalbinde bulunmaktadır. İpek Yolu’nun tekrar canlandırılması küresel ticari ve yatırım faaliyetlerini olumlu etkileyeceğinden Kazakistan’ın bir ticari merkez olarak sıvrilmesini destekleyecektir. Kazakistan’ın coğrafi konumundan istifade etmek için yapılacak büyük altyapı yatırımları yeni iş olanakları yaratmakla beraber ülkenin dünya ticaretine daha etkin bir şekilde entegre olmasını da sağlayacaktır.



**Resim 1: Astana Uluslararası Finans Merkezi**

Ülkede girişimciliğin artırılması ve yeni şirketlerin kurulmasının kolaylaştırılması için "tek durak noktası" ilkesini izlenmektedir. Şirket kurulumu için gerekli evraklar sadece Kamu Hizmeti Merkezi'ne sunulurken bürokratik işlemlerin tek bir noktadan yürütülmesi sağlanmaktadır. Şirket kurulumu yaklaşık bir ay sürmektedir.

Ulusal Plan: Somut 100 Adım kapsamında Astana'nın bir uluslararası finans merkezi olarak konumlandırılması hedefine yönelik olarak Mayıs 2015'te Kazakistan Başkanı'nın kanun hükmünde kararname yayımlanmıştır. Bu kararname ülkenin 2050 yılına kadar dünyanın en büyük 30 gelişmiş ülkesinden biri olmasına yönelik kalkınma planının temelini oluşturmaktadır. Bu kalkınma planıyla amaçlanan ana hedefler doğrudan yabancı yatırım çekecek, yerel sermaye piyasalarını geliştirerek uluslararası piyasalara entegrasyonunu kolaylaştıracak ve yerel bankacılık, sigorta ve İslami

finans sektörlerini geliştirecek bir serbest ticaret bölgesinin kurulmasıdır.

Astana Uluslararası Finans Merkezi ile Kazakistan'ın başkenti Astana'nın bölgenin önemli finans merkezlerinden biri haline getirilmesi planlanmaktadır. Ülke yöneticileri Astana'yı Orta Asya'nın Dubai'si olarak konumlandırmaya çalışmaktadır. Başkent Astana'nın Avrupa ile Asya arasındaki stratejik konumu şehrin önemini vurgulamaktadır. Bir Kuşak, Bir Yol inisiyatifini hayata geçirmek için Çin yönetimi tarafından oluşturulan kamu sermayeli Çinli İpek Yolu Fonu gibi ortakları bulunan proje ile Kazakistan'a daha önceden çeşitli nedenlerle yatırım yapmaktan kaçınmış yatırımcıların cezbedilmesi hedeflenmektedir. Yapılan çalışmalarla Astana Finans Merkezi'nin Orta Asya, Kafkasya, Orta Doğu, Batı Çin, Moğolistan ve Avrupa için bir finans merkezi olma hedefi güdülmektedir.

Astana Uluslararası Finansal Merkezi girişiminin en önemli hedeflerinden biri banka dışı finansal sistemin kuvvetlendirilerek yatırımlar için uygun ortamın yaratılmasıdır. Astana'nın uluslararası bir finansal merkez olarak konumlandırılması için ekonomi yönetimince kurulan ve ülkenin genelinden farklı düzenlemelere tabi Astana Uluslararası Finansal Merkezi girişimi; sermaye piyasaları, portföy yönetimi, özel bankacılık, İslami finans ve Fintek'i beş ana madde olarak belirlemiştir.

Astana Uluslararası Finansal Merkezi vizyonu kapsamında Astana'nın bölgedeki ana finansal merkezlerden biri haline gelmesi için uygun ortamın başarılı bir şekilde yaratılması için gerekli temel yapıtaşları güvenilir hukuki sistem, bağımsız yargı, borsa altyapısı, yeşil finans ve yatırıma elverişli ortamın tesis edilmesi olarak belirlenmiştir.

Astana Uluslararası Finans Merkezi'nde faaliyet gösterecek firmalar lisanslamaya tabidir. Kurumlar ileride detaylarına değinileceği üzere Astana Uluslararası Finans Merkezi'nin düzenleyici otoritesi Finansal Hizmetler Kurumu kanalıyla yaptıkları başvuru neticesinde gerekli lisansları alarak Finans Merkezi'nde faaliyete başlamaktadır. \$200 olarak belirlenen başvuru ücreti 2021 yılına kadar yapılan başvurular için uygulanmayacaktır.

### Hukuki Çerçeve ve Kurumlar

Finans Merkezi Aralık 2015'te, Astana sınırları içinde belirli bir bölgede özel bir hukuki rejimi haiz olarak Astana Uluslararası Finans Merkezi Kanunu ile kurulmuştur. İlgili kanun, Anglo-Sakson hukukunu temel alarak Kazakistan hukuk sisteminden bağımsızdır. Kanun Astana Finans Merkezi'nin dört temel organı olacağını ifade etmektedir: Bunlar Kazakistan Cumhurbaşkanı tarafından yönetilen Finans Merkezi Yönetim Konseyi (üst yönetici organ), Astana Finansal Hizmetler Otoritesi (bağımsız düzenleyici otorite), Astana Finansal Hizmetler Kurumu (yönetim ve operasyon organı), ve Finans Merkezi Mahkemesidir. Mayıs

2016'da yönetim konseyi gelişim stratejisini belirlemiş ve Finans Merkezi'ndeki yapıtaşı kurumları belirlemiştir.

Ocak 2017'de önceden belirlenmiş hedeflere hizmeten Astana Finansal Hizmetler Kurumu kurulmuştur. Aynı yılın Mart ayında eğitimli işgücü sağlamayı desteklemek hedefiyle Mesleki Sürekli Gelişim Merkezi faaliyete geçmiştir. Ekim ayına gelindiğinde ise Yabancı Bürosu kurularak yabancı uzmanların gelişini kolaylaştırmayı hedefleyen düzenlemeler hayata geçirilmeye başlanmıştır. Aralık ayında Finans Merkezi Mahkemesi ile Tahkim Merkezi kurularak finansal sistem altyapı çalışmalarına devam edilmiştir. Uzun bir hazırlık sürecinin ardından gerekli altyapı oluşturularak Astana Uluslararası Finans Merkezi'nin resmi faaliyetleri 1 Ocak 2018'te başlamıştır.

Astana Finans Merkezi'nde faaliyet gösteren finansal kuruluşlara ilişkin asgari sermaye yükümlülükleri kurum faaliyetlerini niteliğine göre belirlenmiştir. Tablo 3'te mevcut durumda seçilmiş kurum ve faaliyetlere ilişkin asgari özsermaye yükümlülükleri sunulmaktadır.

Tablo 3: Asgari Özsermaye Yükümlülükleri	
Kurum	Özsermaye (USD)
Geniş Yetkili Aracı Kurum	2,000,000
Dar Yetkili Aracı Kurum	500,000
Portföy Yönetimi	500,000
Saklama Kuruluşu	500,000
Yatırım Danışmanlığı	200,000

Kaynak: Astana Uluslararası Finans Merkezi

### Teşvikler

Astana Finans Merkezi, katılımcı şirket ve çalışanlarına bir dizi finansal ve idari teşvik sunmaktadır:

- Finans Merkezi'nde gerçekleştirilen ticari faaliyetlerden elde edilen

gelirlere 50 yıllık kurumlar vergisi istisnası (Ocak 2066'ya kadar)

- Finans Merkezi Uluslararası Borsası'nda işlem gören menkul kıymetler ile Finans Merkezi'nde faaliyet gösteren şirketlerin paylarının satışından elde edilen

gelirlere ilişkin 50 yıllık gelir vergisi istisnası (Ocak 2066'ya kadar)

- Finans Merkezi'nde faaliyet gösteren şirketlerde çalışan yabancılar ve aile üyeleri için beş yıllık oturma izni ve çalışma izni muafiyeti
- 35 OECD üyesi ve Birleşik Arap Emirlikleri, Malezya, Singapur, vb. ülke vatandaşları için Kazakistan'a 30 günlük vizesiz giriş
- Finans merkezinde faaliyet gösteren şirketlerin işlemlerini Kazakistan Ulusal Para Kanunu'nda belirtilen yabancı para kısıtlamalarına bakılmaksızın seçtikleri herhangi bir para biriminde gerçekleştirebilme imkanı
- Finans Merkezi'nin çalışma dilinin İngilizce olarak belirlenmesiyle kurumların Kazakça ve Rusça bildirim yapma zorunluluklarının ortadan kaldırılması

## Kurumlar

### *Finans Merkezi Yönetim Konseyi*

Astana Uluslararası Finans Merkezi'nin en yüksek makamı Devlet Başkanı Nazarbayev'in başkanlığını yürüttüğü Finans Merkezi Yönetim Konseyi'dir. Konseyin Başlıca sorumlulukları arasında ana kalkınma hedeflerinin tanımlanması, finans merkezi kuruluşlarının koordinasyonu ve Astana'nın uluslararası bir finans merkezi olarak konumlanması için elverişli koşullar yaratılmasına yardımcı olmaktır.

Devlet başkanıyla beraber başbakan, ekonomi bakanı, Astana Finansal Hizmetler Kurumu Governörü, merkez bankası başkanı, uluslararası finans kuruluşlarının başkanlarından oluşan toplam 9 üyeli konsey, finans merkezinin genel kalkınma stratejisini belirlemektedir.

### *Astana Finansal Hizmetler Otoritesi*

Düzenleyici çerçeve yanında düzenleyici kurumun da görev ve işlevleri için açık ve nesnel sorumluluklara, yeterli güce ve kaynaklara sahip olması gerekliliği nedeniyle Finans Merkezi'ne özel Astana Finansal Hizmetler Otoritesi (Astana Financial Services Authority, AFSA) kurulmuştur.

Astana Finansal Hizmetler Kurumu Kazakistan Cumhuriyeti Anayasası uyarınca 1 Ocak 2018'de Astana Uluslararası Finans Merkezi'nin bağımsız düzenleyicisi olarak faaliyete geçmiştir. Kurum Finans Merkezi'nde gerçekleştirilecek tüm faaliyetler ve iş görecektüm kurumların ortak düzenleyicisi konumundadır. Kurumun ana faaliyetleri şirket kayıtlarını tutmak, denetim ve gözetim faaliyetlerini yürütmek ve finansal hizmet faaliyetlerini düzenlemektir.

7 kişilik yönetim kuruluna sahip Astana Finansal Hizmetler Otoritesi üyelerinin çoğunluğu başta İngilizler olmak üzere yabancılardan oluşmaktadır.

### *Finansal Hizmetler Kurumu*

Finans merkezinin ana yürütme organı Astana Finansal Hizmetler Kurumu'dur. Kurumun ana görevi finans merkezi kurumları arasında genel koordinasyonu sağlamak, finans merkezinin küresel pazarlarda tanıtım ve potansiyel şirket ve çalışanların finans merkezine çekilmesini sağlamaya yönelik çalışmalar yürütmektir.

11 kişilik yönetim kuruluna sahip Finansal Hizmetler Kurumu'nun governörü ayrıca Finans Merkezi Yönetim Konseyi'nin de üyesidir.

### **Finans Merkezi Mahkemesi**

Finans Merkezi Mahkemesi, Astana Uluslararası Finans Merkezi bünyesinde medeni ve ticari ihtilafları çözmek için uluslararası standartlara göre tasarlanmış Anglo-Sakson hukukunu temel alan bir mahkemedir. Mahkemenin yapı ve işleyişi dünyadaki büyük finans merkezlerinde faaliyet gösteren mahkemelerden örnek alınarak tasarlanmıştır.

Mahkeme esas olarak Astana Uluslararası Finans Merkezi'nde ortaya çıkan davalara bakmakta, tarafların yazılı onayıyla bölge dışında meydana gelen davalara da bakabilmektedir.

Finans Merkezi Mahkemesi, Kazakistan yargı sisteminden ayrı ve bağımsızdır. Mahkeme, kendi temyiz prodesürüne, usul kurallarına ve kararların icrasını için Kazakistan içinde sağlam bir yaptırım sistemine sahiptir.

Hakimler, mahkeme bünyesinde mutlak bağımsızlık, tarafsızlık, dürüstlük ve hukukun üstünlüğünün koşulsuz uygulanması için uluslararası hukuk dünyasının deneyimli hukukçuları arasından seçilmektedir. Hepsi uluslararası hukuk ve anlaşmazlıkların çözümü konularında uluslararası deneyime sahip yabancılardan meydana gelen mahkemenin bünyesinde mevcut durumda biri baş hakim olmak üzere toplam 9 hakim bulunmaktadır.

Astana'yı uluslararası bir finans merkezi haline getirmek için finansal işlemlerin zeminini oluşturan hukuk rejiminin en iyi dünya uygulamalarına dayanan şeffaf, anlaşılabilir ve tarafsız olmasını sağlamak ekonomi yönetimi tarafından önceliklendirilmiştir. Astana Uluslararası Finans Merkezi dahilinde Kazakistan Anayasası çerçevesinde özel bir hukuki sistem oluşturulmuştur. Singapur, Dubai

ve Abu Dhabi gibi Anglo-Sakson hukukunu temel alarak yapılandırılan yeni hukuki düzenlemeler muğlaklık durumunda gene Anglo-Sakson içtihatına göre yorumlanacaktır. Astana Uluslararası Finans Merkezi dahilinde iş gören kurumlar arasında çıkacak anlaşmazlıkların çözümü için ana kurum bağımsız Finans Merkezi mahkemesidir. Bu mahkemenin üyeleri Kazakistan Cumhuriyeti'nin yargı sistemine dahil olmayıp Anglo-Sakson Hukuku'nun işlediği ülkelerde tecrübe edinmiş nitelikli yargıçlardan meydana gelmektedir.

### **Tahkim Merkezi**

Astana Uluslararası Finans Merkezi'nde mahkemeye başvurmaksızın olası uyuşmazlıkları çözmek için bir Tahkim Merkezi kurulmuştur. Tahkim Merkezi medeni ve ticari ihtilafların çözümünde mahkeme sürecine nazaran daha süratli bir alternatif sunmaktadır.

Tahkim merkezi hakemleri tarafından verilen kararlar Kazakistan Cumhuriyeti içerisinde bağlayıcı ve icrası zorunludur.

Tahkim merkezi bünyesinde küresel deneyime sahip pek çok hakem ve arabulucu bulundurmaktadır. Bu hakem ve arabulucular Avrupa Birliği, Hong Kong, Japonya, Hindistan, Rusya ve ABD gibi ülkelerde deneyim kazanmış hakim ve avukatlardan oluşmaktadır. Tahkim merkezi başkanlığını uzun yıllar uluslararası arabuluculuk hizmeti vermiş bir İngiliz hukukçu yürütmektedir.

### **Astana Uluslararası Borsası**

Mevcut durumda Astana Uluslararası Borsası'nın ortakları Astana Finansal Hizmetler Kurumu, Şanghay Borsası, Nasdaq, Çin Bir Kuşak, Bir Yol Fonu ve Goldman Sachs'tir. Borsa ortaklığı yanında, Finans Merkezi, sermaye

piyasası, varlık yönetimi, özel bankacılık, yeşil finans, İslami finans ve Fintek işlemlerini sağlayan en son teknoloji altyapılarını borsa bünyesinde kurmak için NASDAQ ve Şanghay Borsası ile işbirliği anlaşmaları imzalamıştır. 7 kişiden oluşan Astana Uluslararası Borsası yönetim kurulunun başkanı ayrıca Finansal Hizmetler Kurumu yönetim kurulunun üyesi olup mevcut durumda yönetim kurulunun 4 üyesinin yabancı olduğu görülmektedir.

Astana Uluslararası Borsası küresel bir oyuncu olmak için bir takım uluslararası işbirliklerine gitmiştir. Astana Uluslararası Finans Merkezi bu kapsamda Şanghay Borsası'yla bir anlaşma imzalamıştır. Bu anlaşmaya göre Şanghay Borsası, Bir Kuşak Bir Yol projesinin gayeleriyle de örtüşür şekilde, Astana'ya strateji ve teknoloji danışmanlığı, iş geliştirme ve ürün tasarımı destekte bulunacaktır. Bu kapsamda Astana Uluslararası Borsası'nın bir diğer stratejik ortağı Nasdaq'tır. Borsa, Nasdaq'ın son teknoloji işlem teknolojilerini alarak yatırımcıların piyasalarda hızlı ve kolayca işlem yapabilmesini sağlamaya çalışmıştır.

Borsa, kotasyon, işlemlere ilişkin düzenleme, menkul kıymet tescili, takas ve ödeme faaliyetlerinin tümünü yerine getirecek şekilde konumlandırılmıştır.

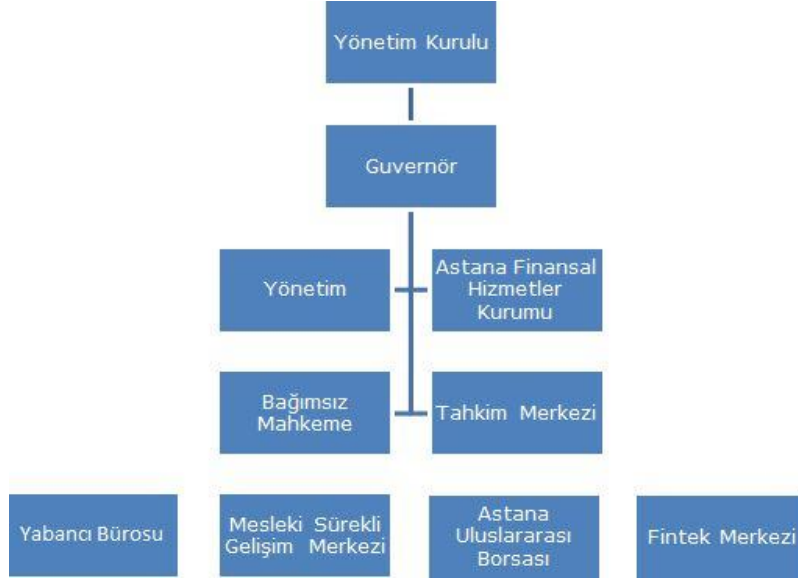
Kazak şirketlerinin uluslararası sermayeye erişimini kolaylaştırmakla beraber borsa ülkenin en büyük şirketlerine yatırım yaparak Kazak yatırımcıların ülkenin kalkınmasından uzun vadede kolayca faydalanabilmelerini sağlamayı amaçlamaktadır. Ekonomi yönetimince borsada şeffaflık vurgusunun dikkatle yapılması ulusal şirketlerin özelleştirilmesi için uluslararası sermayenin borsaya çekilmek istenmesinden kaynaklanmaktadır.

Astana Uluslararası Borsası pay senedi, borçlanma aracı, borsa yatırım fonu, emtia, İslami ürünler gibi nispeten geleneksel ürünlerle beraber yeni girişimleri finanse edecek özel platformlara da sahiptir. Borsanın pek çok yatırımcıya hitap etmesi gayesiyle dolar, yuan, ruble ve yerel para birimi tenge cinsinden kote ürünler borsada işlem görecektir. Ürün çeşitliliği ve yatırımcı tabanının artırılmasıyla borsada istikrarlı bir şekilde likidite sağlanması beklenmektedir.

Kasım 2018'de ilk kez işleme başlayan Astana Uluslararası Borsası'nın açılışını devlet başkanı Nazarbayev yapmıştır. Halka arz yoluyla Astana Uluslararası Borsası'na kote olan ilk kamu sermayeli şirket dünya uranyum üretiminin %37'sini gerçekleştiren Kazatomprom olmuştur.



## Şekil 1: Astana Uluslararası Finans Merkezinin Yapısı



Kaynak: Astana Uluslararası Finans Merkezi

Astana Uluslararası Finans Merkezi'nin kalkınmaya istikrarlı bir şekilde katkıda bulunabilmesi için ekonomi yönetimi ekolojik ve sosyal bileşenlere büyük önem vermektedir. Ekolojik boyut Kazak ekonomisinin geleneksel olarak enerji kaynaklarına bağımlılığı nedeniyle kritik önem arz etmektedir. Ancak değişen dünyada yenilenebilir enerjinin ağırlığının

artmasıyla Finans Merkezi'nin yeşil enerji girişimlerine finansman sağlayacak bir platform üstlenmesi hedefi ekonomi yönetiminin önceliklerinden birini teşkil etmektedir. Yeşil finansman olarak adlandırılan bu finansmanın özellikle yeşil borçlanma aracı ihraçlarıyla yapılmasının sermaye piyasalarını geliştireceği düşünülmektedir.

## İNSAN KAYNAĞI

Kazakistan'ın 18 milyonluk nüfusunun yaklaşık %40'ı 24 yaş altı kimselerden meydana gelmekte olup ortalama yaş 31'dir. Ülke fazla göçmen çekmemektedir. Nüfusun %57'si kentlerde ikamet etmektedir.

Mevcut durumda Kazakistan genelinde bulunan toplam 122 yükseköğrenim kurumunda toplam 500.000 öğrenci eğitim görmektedir. Öğrencilerin önemli ağırlığı Astana, Almatı, Shymkent gibi büyük şehirlerde bulunurken 2018 yılında kamunun eğitim harcamaları, sosyal güvenlik harcamalarının ardından toplam

bütçenin yaklaşık %5'ini oluşturmaktadır. Buna rağmen akademik yayınlara bakıldığında yayımlanan akademik makale bakımından Kazakistan'ın dünyada 76. sırada bulunduğu görülmektedir. Benzer şekilde, Global Innovation Index Raporu'nda da Kazakistan 126 ülke arasında ancak 74. sırada yer almıştır.

Lise öğrencilerinin performansını değerlendiren PISA skalasında Kazakistan'ın matematik, okuma ve bilim branşlarının her birinde OECD ortalamasının gerisinde bulunarak listenin son sıralarında yer aldığı görülmektedir.

## GENEL DEĞERLENDİRME

Kazakistan'ın uzun vadeli sürdürülebilir kalkınmasının sağlanması ve yeraltı kaynaklarına bağımlılığının azaltılması için ekonomik faaliyetlerde çeşitlendirmeye gidilmesi stratejisi benimsenmiştir. Bu amaca yönelik olarak Astana Finans Merkezi ile şehrin Avrasya ve dünya çapında geniş bir finansal hizmetler yelpazesi sunan uluslararası bir finans merkezine dönüştürülmesi için teknolojik ve kültürel bir katalizör olarak tasarlanması yönünde faaliyetler yürütülmektedir.

2030 hedefleri çerçevesinde devlet başkanı Nazarbayev tarafından 2015'te imzalanan kararnameyle kurulma çalışmaları başlayan Astana Uluslararası Finans Merkezi 3 yıllık kısa bir sürenin ardından 1 Ocak 2018'te faaliyete geçmiştir.

Bağımsız Mahkeme ve Tahkim Merkezi kapsamında uluslararası kabul görmüş ticaret hukuku emsal ve en iyi uygulamalarını ithal eden Astana Finans Merkezi; doğrudan yabancı yatırımları çekmek, Kazak pazarlarının küresel finansal sisteme entegrasyonunu hızlandırmak, küresel rekabet gücüne sahip finansal teknoloji platformları oluşturmak, beşeri sermayeyi yetiştirmek için faaliyette bulunmak ve Çin'e olan coğrafi yakınlığından yararlanma hedeflerine yoğunlaşmıştır.

Orta Asya'da şu anda Dubai'ye eşdeğer uluslararası bir finans merkezinin bulunmaması Kazakistan'a ilk hamle avantajı tanımaktadır. Bu nedenle, Astana Finans Merkezi'nin yerel hatta uluslararası bir finans merkezi olarak sivrilmesi açısından önemli bir coğrafi avantaja sahip olduğu söylenebilmektedir. Bunun yanında, siyasi iradenin finans merkezini sahiplenmeye devam etmesi, Çin'in Bir

Kuşak, Bir Yol İnisiyatifi'nin Avrasya altyapısı ve ekonomileri üzerindeki birleştirici etkisinin sürekliliği ile küresel yatırımcıların Orta Asya'ya olan ilgilerinin devamlılığı Astana'nın bir finans merkezi olmasında hayati rol oynamaktadır.

Ancak Kazakistan yönetimi bunu devlet başkanı düzeyinde gerçekleştirerek siyasi irade ve kararlılığın bu projenin arkasında durduğu imajını finans merkezi çalışmalarının başladığı ilk dönemden itibaren vermiştir.

Astana Uluslararası Finans Merkezi bütüncül bir yaklaşım ve vizyonla tasarlanmıştır. Hukuk sistemi, düzenleyici çerçeve, sistemin içinde faaliyet gösteren önemli kurumlara kadar Astana Finans Merkezi kendine has bir ekosistem olarak düzenlenmiştir.

Kişî ve kurumlar Astana Uluslararası Finans Merkezi'nde yer aldığı takdirde Anglo-Sakson geleneğine dayalı yasal ve düzenleyici çerçeve, basitleştirilmiş vize işlemleri, vergi avantajları, dünya standartlarında fiziksel altyapı, kolaylaştırılmış tescil ve lisanslama işlemleri ile hafifletilmiş düzenlemelerden faydalanabilmektedir.

Finansal hizmetler alanında yenilik ve ilerlemenin istikrarlılığını sağlamak için nitelikli beşeri sermayenin ülkeye çekilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle nitelikli işgücünün ülkeye gelmesini sağlamanın ana etkeninin yeni iş olanaklarının yaratılması olduğu vurgusuyla uluslararası kuruluşların Astana'ya gelmeleri gayesi ışığında kurumsal yatırımcıların faaliyetlerini etkin ve kolayca gerçekleştirmeleri için anlaşılır ve şeffaf düzenleme altyapısı ile vergisel avantajlar sağlanmıştır.

Finans Merkezi'nin kendine özgü ayrı bir borsası bulunup, borsanın ülke varlık fonu portföyünde yer alan ulusal doğalgaz şirketi (KazMunaiGas), ulusal enerji şirketi (Samruk-Energo), ulusal atom enerjisi şirketi (Kazatomprom), ulusal demiryolu şirketi (Kazakistan Temir Zholy) ve ulusal posta şirketinin (KazPost) halka açılarak özelleştirilmesi için vazife görmesi planlanmaktadır.

Astana'nın Küresel Finansal Merkez Endeksi'ndeki son dönemdeki önemli yükselişinin Astana Uluslararası Finans Merkezi kapsamında yapılan çalışmalar olduğu söylenebilirken atılmaya devam edilen adımların Astana'yı önümüzdeki yıllarda daha üst sıralara taşıyacağı düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

Astana Uluslararası Finans Merkezi: <https://aifc.kz/>

Astana Finans Merkezi Mahkemesi: <http://aifc-court.kz/legislation>

Kazakistan Merkez Bankası: <https://www.nationalbank.kz>

Kazakistan Stratejik Gelişim Planı 2025

Uluslararası Rekabet Raporu 2017-18, Dünya Ekonomik Forumu

Capital Market Overview Kazakhstan, Glopac 2018

<https://www.export.gov/article?id=Kazakhstan-Education>

AIFC Prudential Rules for Investment Firms, 2017

Scimago Country & Journal Ranking

Global Innovation Index, 2018

# DUBAİ FİNANS MERKEZİ

*Ceylan Anıl*

Dubai çölde yükselen bir şehir olarak son 20 yılda dünyanın en uluslararası şehirlerinden biri haline gelmiştir. Birleşik Arap Emirliklerinin en büyük ikinci emirliği olan Dubai, bölgede petrolün bulunmasından sonra yarattığı olanaklar sayesinde yabancı şirketlerin ilgisini çekmiştir. Bölgede kurulan serbest bölgeler, şirketlere birçok avantaj sağlamaktadır.

Dubai finans ve ticaretin yanı sıra turizmde de oldukça gelişmiştir. 2017 yılında dünyada en çok turist çeken 4. şehir olmuştur.

Z/Yen'in yayınladığı Küresel Finansal Merkez Endeksi'nin Eylül 2018'de yayımlanan 24.

## TARİHSEL GELİŞİM VE SİYASİ FAKTÖRLER

Tarih boyunca bir ticaret yolu kervan durağı olan Dubai, 1820'de İngiliz korumasına girmiştir. 1900'ler itibarıyla Dubai, Basra Körfezi'nin ana limanı görevi görmüş ve ticaret burada yoğunlaşmıştır.

Bölge; Büyük Buhran, bölge için önemli olan inci ticaretinin aldığı zarar ve 2. Dünya Savaşı ile ekonomik olarak güç dönemler geçirmiştir. Ancak, 1966'da petrolün bulunmasıyla, bu durum tersine dönmüştür.

1971'de İngiliz koruması kalkmıştır. Önceden İngiliz himayesinde bulunan, Dubai'nin de aralarında bulunduğu 7 emirlik monarşik bir federasyon yapılanması ile birleşerek Birleşik Arap Emirlikleri'ni (BAE) kurmuştur.

Birleşik Arap Emirliklerinin federasyon başkanlığını Abu Dhabi emirliği yapmaktadır. Diğer emirlikler, dışişlerinde BAE'ye bağlı olmakla beraber, içişlerinde bağımsızdır. Tüm emirlerde yönetim belli bir ailenin elin-

sayısında uluslararası finans merkezleri arasında 15. sırada yer almayı başaran Dubai, aynı zamanda Orta Doğu, Afrika ve Güney Asya'da finans alanında lider şehir konumundadır.

Dubai, her ne kadar tarihte deniz ticaretinin yapıldığı bir liman olsa da, şehrin finans merkezi haline gelmesinin sebebi ticaret sektörü ile ilişkili geçmiş veya sahip olduğu petrol rezervleri değil, Dubai'yi bir finans, ticaret ve turizm merkezi haline getirmeyi amaçlayan uygulanmış olan stratejik politikalarıdır.

dedir ve emirler seçimle değil tevarüsle gelmektedir.

Birleşik Arap Emirliklerinin bütününe ilgilendiren kararlar, yedi emirin oluşturduğu Yüksek Federal Meclis'te oylanır. Sadece Abu Dhabi ve Dubai emirliklerinin veto hakkı bulunmaktadır.

Birleşik Arap Emirlikleri mahkemeleri bağımsızdır ve bazı istisnalarla beraber İslam hukuku kurallarına göre hareket edilmektedir.

1966'da petrolün bulunması Dubai için büyük bir dönüm noktası olmuştur. Petrol gelirlerinin tamamını elinde tutan Dubai Emiri, petrol bakımından sınırlı kaynaklarını uzun vadede sürdürülebilirlik kazanacak şekilde stratejik olarak kullanmış ve Dubai'yi bir ticaret, finans ve turizm merkezi haline getirmeyi ekonomi politikası yapmıştır. Bu vizyonla, dünya ticaretinin merkezi olmayan Dubai'de bir ticaret merkezi binası kurul-

muştur. 1979'da kurulan ve ticaret konferanslarına ev sahipliği yapması beklenen bu bina, şehirde modernleşmenin ve yapısal dönüşümün sembolü haline gelmiştir. Bugün bu bina yılda 500'ü aşkın organizasyona ev sahipliği yapmaktadır.

1985'te, yabancı sermayeyi çekmek amacıyla Cebel Ali serbest bölgesi kurulmuştur. Böylece bugün Dubai merkezli uluslararası birçok şirketin temeli atılmıştır. Cebel Ali serbest bölgesinin başarısının etkisiyle serbest bölge politikası sürdürülmüş ve serbest bölge sayısı artırılmıştır. Zaman içinde Dubai'deki serbest bölge sayısı 34'e ulaşmıştır.

## EKONOMİK POLİTİKALAR VE FİNANSAL ALTYAPI

Dubai'nin uluslararası ticaret, finans ve turizm merkezi haline gelmesi, devlet nezdinde benimsenmiş ve petrolün bulunmasından itibaren bu vizyonla hareket edilmiştir. Bu amaçla önce altyapı ve turizm yatırımları yapılmış, daha sonra serbest bölgeler kurulmuştur.

Dubai, 1980'lerden itibaren Dubai'yi uluslararası bir turizm şehri haline getirme politikası uygulanmış birçok turizm yatırımında bulunmuştur. Dünyanın en yüksek binası, en yüksek oteli, en büyük alışveriş merkezi, en büyük tema parkı ve dünyadaki tamamen otomatize edilmiş en uzun metro ağı Dubai'de inşa edilmiştir.

1985'te konumlandırılan Cebel Ali serbest bölgesi, Dubai'de dış ticareti ve yatırımı desteklemek adına yapılan en eski ve önemli yatırımdır. O zamana kadar tüm şirketlerde en az %51 BAE vatandaşı ortaklığı şart iken, bu bölgede yabancı ortaklığı ile ilgili sınırlandırmalar kaldırılmıştır. Gümrük vergisi muafiyeti getirilmiş, hem ihracat hem ithalatta vergi alınmaması olanağı sağlamıştır. Bunların yanı sıra hükümet tarafından yapılan altyapı yatırımları, istikrarlı politikası ile bir-

1997'de, Birleşik Arap Emirliklerinin para birimi olan dirhem, A.B.D. dolarına 1 dolar 3,67 dirheme denk gelecek şekilde sabitlenmiştir.

2001'de 11 Eylül olaylarının ardından, ABD'nin Patriot Act adı altında yaptığı kısıtlayıcı düzenlemeler ile körfezdeki Arap ülkeler yatırımlarını ABD'den Dubai'ye taşımıştır. Bir yandan Irak savaşının çıkması ile Orta Doğu'da yaşanan politik sorunlar petrol fiyatlarını artırmış, bu gelişmeler ile emirlik finansal merkez haline gelmek vizyonu ile altyapı yatırımlarını artırmıştır.

leşerek bölgeyi yabancı yatırımcılar için cazip bir seçenek haline getirmiştir. Cebel Ali serbest bölgesi, düzenlemeler ve teşvikler ile hayli başarılı olmuştur.

Cebel Ali serbest bölgesinin başarıları sonucunda ülkede, birçok yeni serbest bölge oluşturulmuş ve Dubai'deki serbest bölge sayısı 34'e ulaşmıştır. Bunlardan makalemiz kapsamında en önemli olan Uluslararası Finans serbest bölgesi DIFC ise 2004'te kurulmuştur. Bu teşvikler sayesinde Dubai hızla gelişmiştir. Devletin sabit döviz kuru politikası bu süreçte kur riskini de bertaraf etmiştir.

Yakın döneme kadar Dubai'de mülkiyet hakkı yoktu. Feodal düzende şeyhler haricindeki kişiler (yabancılar da dâhil olmak üzere) kiracı konumundaydı. 2002'de getirilen bir düzenleme ile ise herkes Dubai'de gayrimenkul alabilir hale gelmiştir. Bu düzenleme, özellikle yakın coğrafyada politik istikrarın olmadığı ülkelere zengin ailelerin Dubai'ye taşınmasını sağlamıştır. Böylece Dubai gayrimenkul sektörü hızla büyümüştür. Sadece 2002-2008 arasında nüfus iki katına

çıkarken, ekonomik büyüme gayrimenkul sektörünün gelişimi ile paralel olmuştur.

Ekonomik olarak istikrarlı bir tablo çizen Dubai, suç oranlarının da en düşük olduğu şehirlerden biridir. Hükümet uzun süredir tutarlı bir liberal ekonomik politika uygulamaktadır. Hukuk sistemi sağlam, diğer ülkelerle olan ticari ilişkileri iyi olan Dubai, politik olarak da dengeli ve güvenilir bir ortam sunmaktadır.

### **Serbest Bölgelerde Teşvikler**

Dubai'deki serbest bölgelerde, önceden de bahsedildiği gibi, en donanımlı iş gücünü ve girişimleri çekmek için farklı düzenleme ve sınırlamalar bulunmaktadır.

Dubai'de aynı alanda konumlandırılmış olan serbest bölgelerde, yabancı şirketler ürettikleri ürün ve hizmetlerde dolaysız vergiler, kurumlar vergisi ve gelir vergisinden (bölgeden bölgeye değişiklik göstermekle beraber) 50 yıla kadar muaftır. İstisnai olarak petrol şirketleri %55'e sabitlenmiş oranda kurumlar vergisi, yabancı bankaların Dubai şubeleri Dubai içinde elde ettikleri net gelirler için %29'a sabitlenmiş oranda gelir vergisi vermektedir. Sermaye ve kârın başka ülkelere %100 aktarım hakkı tanınmıştır. Yanı sıra herhangi bir ticari kota, kambiyo kontrolü ve dış ticaret ile ilgili sınırlandırma bulunmamaktadır. Tüm bunlar serbest bölgelerin hızla yatırımcı çekmesini sağlamıştır.

Dubai'nin diğer bölgelerinde ortaklık kurma izni sadece Birleşik Arap Emirlikleri vatandaşlarına verilmişken (Sınırlı Sorumlu Ortaklık- komandit şirketlerde yabancı ile ortaklık yapılabilen olsa da ortaklık payı %49'u geçmemekte), serbest bölgelerde yabancı ortaklık payı ile ilgili sınırlama bulunmamaktadır ve %100 yabancı ortaklık mümkündür.

### **Dubai Yerel Borsasının Açılması**

Dubai'nin yerel borsası Dubai Financial Markets 2000 yılında kurulmuştur. 2005'te özel-

leştirilen şirket, Orta Doğu'da halka arz olan ilk borsadır. Dubai Financial Markets, Birleşik Arap Emirliklerinin finansal düzenleyici olan Sermaye Piyasası Otoritesi tarafından denetlenmektedir.

### **Dubai Uluslararası Finans Merkezi**

Bu serbest bölgelerden finans merkezi görevini üstlenen Dubai Uluslararası Finans Merkezi (DIFC-Dubai International Finance Center), 2002'de kurulmuştur.

DIFC'nin yönetimini, başkanlığını Dubai Emirliğinin velifi olan Mohammed bin Rashid Al Maktoum yaptığı **Dubai Uluslararası Finans Merkezi Otoritesi** üstlenmiştir. Bu otorite serbest bölgedeki altyapı yatırımları ve finansal yönetim gibi konularla ilgilenen idari birimdir.

Bu bölgedeki resmi para birimi dolar ve resmi dil İngilizce'dir. Diğer serbest bölgelerdeki gibi %100 yabancı ortaklığı imkânı bulunmaktadır. DIFC bölgesi içinde kurumlar 40 yıla kadar kurumlar vergisinden muaftır.

Yatırımcılara güvenli bir yatırım ortamı sunmak açısından DIFC sınırları içinde düzenlemeler uluslararası standartlara uygun şekilde yapılmıştır. Bu amaçla, diğer bölgelerden farklı olarak, DIFC'de bağımsız bir düzenleyici kurum kurulmuştur. 2004'te kurulan **Dubai Finansal Hizmetler Otoritesi** (Dubai Financial Services Authority), DIFC içindeki tüm finansal hizmet kurumlarının düzenleyici ve denetleyicisidir.

2004'te BAE yasalarından bağımsız olarak hazırlanan ve tüm özel hukuk ve ticaret hukuku konularını ve düzenlemeleri kapsayan DIFC özel kanunu, Dubai Uluslararası Finans Merkezi Otoritesi (yönetici otorite) ve Dubai Finansal Hizmetler Otoritesi (düzenleyici otorite) tarafından ve İngilizce dilinde hazırlanmıştır. Bu kanun İngiltere'nin Anglo Sakson hukuk sistemi ile uyumlu şekilde inşa edilmiştir. Belirsizlik durumlarında ise, bu yasa yerine İngiliz yasası kullanılmaktadır.

Yatırımcılara çözüm önerileri geliştirebilmek adına İngiliz hukuk sisteminin entegre edilmesi ile dil ve para biriminin uluslararası standartlara göre belirlenmiş olmasının sebebi, DIFC'de yabancı şirketlerin uyuşmazlıklarının daha kolay çözülebilmesi ve yatırımcıların güvenini sağlanmaktadır.

DIFC içerisinde, aynı zamanda bağımsız bir yargı sistemi benimsenmiştir. **Uyuşmazlık Çözümü Otoritesi** (Dispute Resolution Authority) yönetimindeki sistem, DIFC mahkemeleri ve **Tahkim Enstitüsünden** oluşmaktadır. DIFC mahkemesinde kurumsal, özel, ticari, işçilerle ilgili ve sermaye piyasasıyla ilgili geniş kapsamlı hukuk konuları incelenmektedir. DIFC içinde, ceza hukuku ve göçmenlikle ilgili düzenlemeler gibi diğer durumlar için BAE yasaları geçerlidir.

DIFC içerisindeki tahkim enstitüsü, Londra Uluslararası Tahkim Merkezi ve Dubai Uluslararası Finans Merkezi Otoritesinin ortaklığıyla 2008'de kurulmuştur. Merkezde Londra uluslararası tahkim merkezinin kuralları geçerlidir. Merkezin idaresi de Londra Uluslararası Tahkim Merkezi tarafından yürütülmektedir. Dubai'de tahkim merkezinin, dünyanın en iyi tahkim merkezinin bir ayağı olması, Dubai'de yatırımcıların güvenini kazanmak açısından önemli olmuştur.

Dubai Finans Merkezi içinde, ayrıca uluslararası hisse senedi alım satımları için **Dubai Uluslararası Borsası** açılmıştır. Bu borsanın düzenleme ve denetleme organı, Dubai Finans Merkezi düzenleyicisi olan DFSA olmuştur. Borsanın adı 2008'de şirketin üçte biri Nasdaq OMX tarafından alınmış ve şirketin ismi Nasdaq Dubai olarak değişmiştir.

Dubai Uluslararası Finans Merkezi, İslami finans hizmetleri konusunda Dubai İslami Kalkınma Merkezi ile ortaklaşa çalışmaktadır.

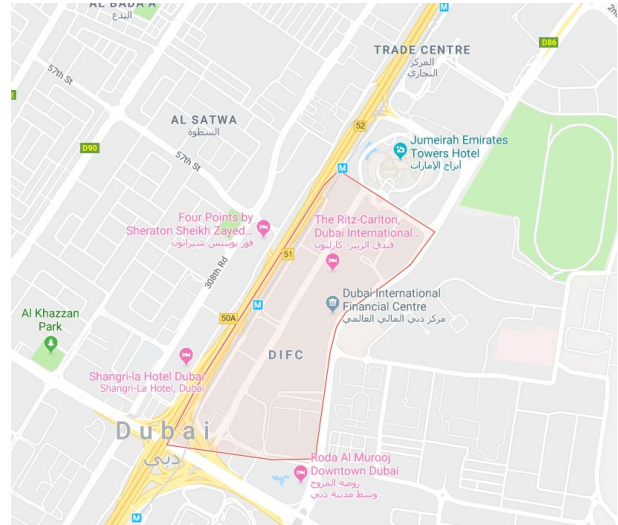
Bunların yanı sıra, Dubai Uluslararası Finans Merkezi Otoritesi düzenli olarak teknolojisini

sağlamlaştırmak üzere atılımlar yapmaktadır. Bu amaçla otorite, Ocak 2017'de Fintech Hive adı altında, Accenture adlı danışma firması ile ortaklaşa bir program başlatmıştır. Projenin amacı DIFC'yi uluslararası bir fintek merkezine dönüştürmektir.

Program kapsamında, teknolojik fikirlere sahip yeni girişimlere danışmanlık ve destek sağlanmaktadır. Program kapsamında, 2017 yılında seçilen finansal teknoloji firmaları için 100 milyon dolarlık finansman sağlanmıştır.

Ayrıca, program kapsamında seçilen şirketlere; denenecek teknolojiler için Finansal Hizmetler Otoritesi Yenilik Test Etme Lisansı verilmekte, bu sayede şirketlerin yeni ürünler geliştirmesi merkezin düzenleyici organı tarafından da desteklenmektedir.

#### Şekil 1: Dubai Finans Merkezi (DIFC)



Dubai Ticaret Merkezinin yanında konumlanan merkezde, 2017 sonu itibarıyla 1.853 şirket ve 22.338 çalışan bulunmaktadır. Merkeze sadece son bir yılda 315 yabancı şirket dâhil olmuştur. Bu artış, şimdiye dek ulaşılan en yüksek seviyedir.

#### İslami Finans

Şeriat ilkelerini temel alan İslami finans bankacılığı, geleneksel bankacılıktan çok daha sonra ortaya çıkmasına rağmen hızla gelişmektedir. Dünya nüfusunun %24'ünü

oluşturan Müslüman kesime yönelik ortaya çıkmış olan İslami finans konusunda da, Dubai merkez haline gelmeyi amaçlamaktadır.

Bu amaçla, dünyadaki en eski İslami banka olan **Dubai İslami Bankası**, 1975'te kurulmuştur. Bu banka günümüzde en büyük 3. İslami bankadır.

Dubai'yi İslami finans merkezine dönüştürme kapsamındaki çalışmalar 2013'te kurulmuş Dubai Emiri başkanlığında kurulmuş olan **Dubai İslami Kalkınma Merkezi** ile ivme almıştır. Kalkınma merkezinin çalışma alanları İslami finansın gelişimi, helal ürünle-

rin artırılması ve İslami yaşam tarzının kültür ve sanat alanlarında sahiplenilmesidir.

Bu anlamda yakın zamandaki çalışmalardan birkaçı; Dubai altın ve emtia borsası ile ortaklaşa yürütülen Şeriatla uyumlu spot altın türevlerinin desteklenmesi projesi, İslami finans profesyonellerinin bilgi ve birikimlerini paylaşması amacıyla yaratılan merkez (Salaam Gateway), İslami finans ürünlerinin tanıtılıp yaygınlaştırıldığı "Halal Expo"dur.

2016 yılında Standard and Poor's araştırmasına göre BAE, dünya sukuk ihracının %11'ini gerçekleştirmiştir.

## BEŞERİ SERMAYE

BAE 200'den fazla ulustan insan barındırmaktadır. Nüfusun sadece %15'i yerli olup, BAE 2017'de dünyada iş gücünde göçmen nüfus oranının en yüksek olduğu yer olmuştur

Dubai, ticaret ve finans merkezi haline gelmesi ile 124 tanesi Forbes 500'e giren, 20,000'i aşkın şirkete ev sahipliği yapmaktadır. Dubai, sunduğu olanaklar ve ticareti teşvik edici politikalarıyla tecrübeli ve konusunda uzman çalışanları çekmektedir. Şehir, 2017 yılında istihdam büyüme oranı olarak dünya birincisi olmuştur.

Birçok konferansın, iş görüşmesinin ve toplantının düzenlendiği şehrin havalimanı ise,

2017'de dünyadaki en yoğun yolcu trafiğine sahip üçüncü havalimanı haline gelmiştir.

Teknoloji ve bilim alanında gelişme göstermek amaçlı birçok üniversite ve araştırma merkezleri kurulmuştur. Serbest bölgede yer alan Dubai Healthcare City, Dubai Internet City, Dubai Silicon Oasis ve Dubai Biotechnology and Research Park'ın her birinde, o alanda yenilikleri takip etmek üzere araştırma ve geliştirme merkezleri kurulmuştur.

BAE yasalarına göre yabancı işçilerin ve mülk sahiplerinin oturma izinlerini 2 yılda bir yenilemeleri gerekmektedir. Dubai'deki yaşam ve çalışma standartları alanında en uzman kişileri Dubai'ye çekmektedir.

## COĞRAFİ KONUM

BAE'nin Uzakdoğu ve Avrupa arasındaki stratejik konumu, bir liman şehri olması ve dünyanın merkezi bir noktasında yer alması; Asya, Afrika, Avrupa ve Rusya arasında ekonomik merkez olmasını kolaylaştırmıştır. Batıda New York ve Londra ile doğuda Hong

Kong ve Singapur finans merkezleri arasında kalması, saat dilimi açısından şehri avantajlı konuma getirmiştir. Konumu sayesinde Körfez, Orta Doğu, Akdeniz, Asya ve Afrika ile güçlü ticaret bağlantıları bulunmaktadır.



## TEKNOLOJİ ALTYAPISI

Dubai’de güçlü bir teknolojik altyapı kurmak, girişimcileri, iş adamlarını ve yazılım geliştiricilerini desteklemek amacıyla Dubai Emiri Mohammed bin Rashid Al Maktoum tarafından Smart Dubai devlet dairesi açılmıştır. Bu daire “Smart City” (Akıllı Şehir) adı altında birçok girişimde bulunmuştur. Hükümetin bu teşebbüsü yaparken nihai hedefi Dubai’nin teknoloji ve yeniliklerle iç içe geçerek dünyanın en mutlu yeri olmasıdır.

Bu amaçla, 1999’da Dubai serbest bölgesine “Dubai Internet City” olarak adlandırılan büyük bir alan yapılmıştır. Alan, uluslararası şirketleri bölgeye çekmek ve Dubai’nin teknolojik altyapısını güçlendirmek amacıyla tasarlanmıştır. Bu alanda yazılım, internet ve multimedya, telekomünikasyon veya bilgi işlem alanlarında çalışan şirketler ofis kurabilmektedir.

Uluslararası teknoloji devleri olan Microsoft, Oracle Corporation, HP, Intel, Dell, Fa-

cebook, LinkedIn gibi şirketler bu düzenlemeler sayesinde Dubai İnternet City’ye şirketlerini taşımıştır. Bunun yanı sıra birçok küçük ve orta ölçekli girişim de burada açılmıştır.

Smart City teşebbüsü adı altında günümüzde birçok farklı alanda hükümet strateji belirlemiştir. Günümüzde özel olarak projelendirilen ve ilgilenilen konular arasında blok zinciri teknolojisinin kullanımı, yapay zekâ alanında gelişmeler bulunmaktadır. Smart City teşebbüsünün 2020 hedefi, tüm işlemlerin blok zinciri teknolojisi ile yapıldığı, dünyanın en akıllı şehri haline gelmektir.

Dubai ayrıca geçtiğimiz yıllarda temiz enerji ve sürdürülebilir enerji teknolojilerine yatırım yapmaya başlamıştır. Sürdürülebilir kalkınma konusu da, hükümetin hedefleri arasındadır.

## BİRLEŞİK ARAP EMİRLİKLERİ EKONOMİSİ VE DUBAİ FİNANS MERKEZİ

Tablo 1: BAE’de Ekonomik Göstergeler	1980	1990	2000	2010	2017
Nüfus (milyon)	1.0	1.8	3.2	8.3	10.1
GSYH (milyar dolar)	40	49.1	103.3	289.9	378.7
Kişi başı GSYH (dolar)	40,015	26,622	32,621	35,076	37,346
Cari Denge/GSYH (%)	24.9	16.2	9.1	4.2	2.1
Kamu Borcu/GSYH (%)	-	-	2.7	21.9	20.7
TÜFE (%)	-	6.1	2.8	1.7	2.1

Kaynak: IMF, WEO, Dünya Bankası

40 yılda nüfusu 1 milyondan 10 milyona çıkan Birleşik Arap Emirliklerinde GSYH 2017 yılı için 379 milyar, kişi başı milli gelir ise 37.346 USD olarak gerçekleşmiştir. BAE, 2017’de kişi başına düşen gelir olarak dünyada 26. sıradayken, aynı yılda dünyadaki en büyük 30. ekonomidir.

BAE’de açılan ilk serbest bölge, Dubai’de açılan Cebel Ali Serbest Bölgesidir. Günümüzde BAE genelinde 45 tane serbest bölge bulunmaktadır. Bunların 34’ü Dubai’dedir.

Dünya Ekonomik Forumu’nun 2017-18 Uluslararası Rekabet Raporu’na göre Birleşik Arap Emirlikleri 137 ülke arasında 17. sırada yer almaktadır.

Finans alanındaki teşvikler ve bir yandan devam eden turizm yatırımları sayesinde 1980’de petrol gelirleri Dubai ekonomisinin %30’undan fazlasını oluştururken; 2003’te %10 civarına, 2008’de ise %3 altına inmiş, sonraki yıllarda %5 altında seyretmiştir. Günümüzde petrol gelirlerinin yerini, ekonomisinin %28’inden fazlasını oluşturan turizm ve ticaret, %27’sini oluşturan finans sektörü almıştır. Ulaşım ve muhasebe sektörleri ise %14’e yakındır. 2017 sonu finans sektöründe 73.000 civarında kişi istihdam etmektedir.

BAE’de finans sektörüne özel açılan serbest bölge, Dubai Uluslararası Finans serbest bölgesidir (DIFC).

BAE’de Dubai Borsası DFM (2000), Abu Dhabi Borsası (2000) ve Nasdaq Dubai (2005) olmak üzere 3 adet borsa bulunmaktadır. Bunlardan yerel pazar olarak kurulan Abu Dhabi ve Dubai Borsası, Sermaye Piyasası Otoritesi tarafından düzenlenmektedir. Abu Dhabi borsası İslami finans ürün çeşitliliği açısından zengindir.

Dubai’nin yerel borsasına ait veriler tabloda verilmiştir. Borsada 2017 sonunda halka açık 65 şirket olup, bunun 61’i yerlidir. Bu şirketlerden 13’ü bankadır.

Dubai’de ayrıca Uluslararası Finans Merkezinde yer alan Nasdaq Dubai borsası bulunmaktadır. Bu borsa, merkezin özel düzenleyici otoritesi olan DFSA tarafından düzenlenmektedir. Nasdaq Dubai, uluslararası

menkul kıymet alım satımları için açılmıştır ve bu borsada İngiltere, Güney Afrika, Avustralya, Hindistan gibi ülkelerden yabancı ihraççı bulunmaktadır. Borsanın türev araç ve sukuk piyasalarında ürün yelpazesi geniştir. Nasdaq Dubai, yine de henüz küçük bir borsadır. Borsadaki halka açık şirket sayısı 8’dir.

BAE’deki en büyük borsa Abu Dhabi olup, bu borsanın piyasa değeri 125 milyar dolara varmaktadır. Aynı değer Dubai Borsası için 100 milyar dolar, Nasdaq Dubai 1,5 milyar dolardır.

Borsası çok gelişkin olmasa da, Dubai Uluslararası Finans merkezinde yapılan yatırımlar sonuç vermiş ve bölgede faaliyet gösteren şirket sayısı 1.853’e ulaşmıştır. Bu şirketlerin 473’ü finansal hizmet şirketleridir.

DIFC’nin günümüzde finans merkezi olmasının bir sebebi gelişmiş bankacılık sektörüdür. Geleneksel bankacılığın yanı sıra İslami bankacılıkta da gelişmiş olan merkez, dünyanın en büyük 25 bankası arasında 17’sine ev sahipliği etmektedir. Ayrıca merkezde Çin’in en büyük 4, Hindistan’ın ise en büyük 10 bankası bulunmaktadır. Toplam banka sayısı ise 180’dir.

Merkezde portföy ve varlık yönetim şirketleri ve danışmanlar da yoğunluktadır. Danışmanlık hizmeti veren şirketler ve portföy yönetim şirketleri sayısı 195’tir. Bunlardan 12’si dünyanın en büyük 25 portföy ve varlık yöneticileri arasındadır.

<b>Tablo 2: BAE Finans Kesimi Verileri</b>	<b>1980</b>	<b>1990</b>	<b>2000</b>	<b>2010</b>	<b>2017</b>
Kredi/GSYH (%)	26.2	25.2	31.3	74.4	78.8
Mevduat/GSYH (%)	17.1	46.0	42.0	69.0	90.0
Dubai Borsası Piyasa Değeri/GSYH				18.7	28.4
Dubai Borsası Halka Açık Yerli Şirket Sayısı				43	61
Dubai Borsası Halka Açık Yabancı Şirket Sayısı				21	4
Abu Dhabi Borsası Piyasa Değeri (mn. dolar)				77,290	124,529

Kaynak: WFE, Dubai Borsası

## SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME

Dubai çölde yükselen bir şehir olarak son 20 yılda dünyanın en uluslararası şehirlerinden biri haline gelmiştir. Birleşik Arap Emirliklerinin en büyük ikinci emirliği olan Dubai'nin resmi dili Arapça olmasına rağmen, şehirde en çok konuşulan dil İngilizce'dir. Yabancılar Dubai nüfusunun %85'e yakınına oluşturmaktadır.

Birleşik Arap Emirliklerinde petrolün keşfinin ardından, devlet altyapısal reformlar uygulamış ve ülkenin ana gelir kaynakları gayrimenkul, turizm ve enerji sektörü haline gelmiştir.

BAE, dünyanın petrol rezervi bakımından en zengin altıncı ülkesidir. Fakat Dubai, 1960'larda kalkınmasını sağlayan petrol rezervlerinin sınırlı olmasından ve sürdürülebilir olmamasından dolayı, uzun vadede gelişebilmek adına stratejik bir ekonomik politika izlemiştir. Önce gelirlerini altyapıya yatıran ve havalimanı, yol çalışmaları gibi alanlara yönelen şehirde, 1980'lerden itibaren dış ticareti desteklemek adına serbest bölgeler kurulmuştur.

Dubai, dünya finans merkezi olma hedefi ile yaptığı yatırımlarla hızla gelişerek bugünkü uluslararası şehir konumuna gelmesini sağlamıştır. Bugün petrol gelirleri emirliğin ekonomisinin %5'ten azını oluşturmakta iken ekonomisinin büyük kısmını turizm, gayrimenkul ve finans sektörleri oluşturmaktadır.

Dubai, aynı zamanda turistler tarafından da oldukça rağbet görmektedir. Dubai'ye 2017 yılı boyunca 16 milyona yakın turist gelmiş ve Dubai böylece dünyada en çok turist çeken 4. şehir olmuştur.

Dubai'nin günümüzde uluslararası bir finans merkezi olmasını sağlayan en önemli özellikler; yatırımcılara sunduğu destekleyici vergi politikaları, bağımsız ve uluslararası düzenleme ve tahkim merkezleridir. Kurumlar vergisi hayli düşükken, Birleşik Arap Emirlikleri ticaret yapma kolaylığı bakımından World Bank tarafından 2017'de değerlendirilen 190 ülkede 21. sırada yer almıştır.

İstikrarlı bir ekonomiye sahip olan emirlikte finans alanında özellikle İslami finans ve kıymetli madenler piyasaları gelişmiştir.

Merkez ayrıca finansal teknoloji konusunda da adımlar atmakta ve uluslararası fintek merkezi haline gelmeyi amaçlamaktadır. Bu amaçla, Fintech Hive programı kurulmuştur. Program dâhilinde, seçilen şirketlere hem finansman hem danışmanlık sağlanmaktadır.

Sonuç olarak, hükümetin şehri bir finans, ticaret ve turizm merkezi haline getirmek adına yaptığı yatırımlar ve düzenleme alanında yatırımcılara karşı uyguladığı teşvik edici politikalar sayesinde Dubai, günümüzdeki konumunu almıştır.

## KAYNAKÇA

<http://www.economy.gov.ae>

<http://www.dubai.ae>

<https://www.difccourts.ae>

<https://www.dfsa.ae>

<https://smartdubai.ae>

<https://www.difc.ae>

# FRANKFURT FİNANS MERKEZİ

Onur Saltürk

Almanya 83 milyonluk nüfuslu, 4 trilyon \$'lık GSYH'si ile Avrupa'nın birinci, dünyanın ise en büyük 4. ekonomisidir. Almanya, kurucu üyelerinden olduğu Avrupa Birliği'nin siyasi ve ekonomik olarak en etkili ülkesi olmaya devam etmektedir. Kuvvetler ayrılığı, bağımsız yargı, hukukun üstünlüğü, fikri mülkiyet haklarının korunması hem yerli hem de yabancı yatırımcıların ülkeye olan güvenin temelini teşkil etmektedir.

Z/Yen tarafından yayımlanan Küresel Finansal Merkez Endeksi'nin Eylül 2018'de yayımlanan sayısında, Frankfurt'un Brexit sonrası ortaya çıkan belirsizliklerin de etkisiyle bir yılda 10 sıra birden yükselerek dünyada 10. sıraya ulaştığı görülmektedir.

## TARİHSEL GELİŞİM ve EKONOMİK POLİTİKA

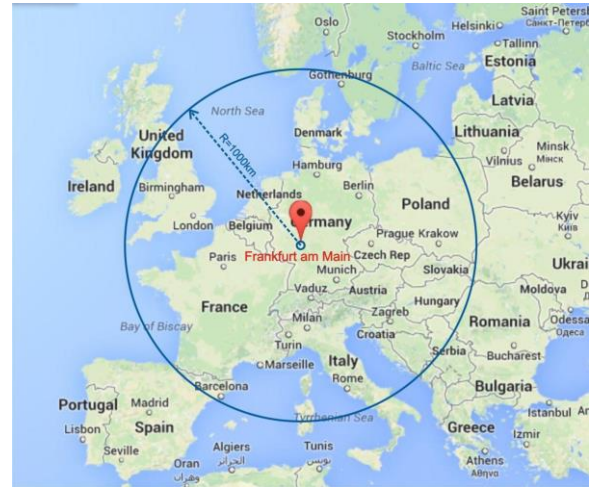
Frankfurt'un Avrupa'da bir finansal merkez olarak yükselmesinin kaynağı Almanya'nın bir sanayi devi olarak kalkınması ile doğrudan ilgilidir. Alman ekonomisinin kalkınarak dünya ekonomileri arasına katılması 19. yüzyılda 26 küçük Alman beyliğinin birleşerek Alman İmparatorluğu'nu kurmasına rastlamaktadır. İmparatorluğun kurulması sonrası yapılan düzenlemeler bankaların şirketleşerek daha rahat finansman sağlamaya başlamasına neden olmuştur.

Alman ekonomisinin tekstil, buhar gücü ve demiryolları ile kalkınmasına tekabül eden 19. yüzyılın son çeyreği bankacılık öncülüğünde finansal sistemin de kuvvetlendiği bir dönem olma özelliğindedir. Almanya'nın sanayileşmesinde finansal sistemin oynadığı rol, çoğunlukla bankacılık

New York, Londra ve Hong Kong'un ilk üç sırayı paylaştığı sıralamada Avrupa Birliği bünyesindeki şehirler arasında Londra hariç yalnızca Frankfurt'un ilk 20'de yer alması dikkat çekmektedir. Dünya Ekonomik Forumu'nun 2017-18 Uluslararası Rekabet Raporu'na göre Almanya 137 ülke arasında 5. sırada yer almaktadır.

Bu çalışmamızda Almanya'nın bugünkü ekonomik gücüne erişmede uyguladığı politikalar tarihsel olarak incelenirken, Birleşik Krallık'ın Avrupa Birliği'ni terk etme kararı almasının ardından Frankfurt'un Londra'nın tahtına talip olma sürecine değinilmektedir.

önderliğinde gerçekleşse de sermaye piyasalarının da kalkınmaya katkıda bulunduğu görülmektedir.



**Şekil 1: Frankfurt ve Avrupa**

Alman krallarına uzun yıllar ev sahipliği yapmış Frankfurt'un, Main nehrinin

yanında kurulmuş olması, bugün Fransa ve İsviçre’de bulunan diğer ticari merkezlere yakınlığı, yerli olmayan tüccarlara vergi uygulamaması gibi nedenlerle 13. yüzyıldan itibaren Avrupa’da bir ticaret merkezi olarak sivrilmıştır. İngiltere, Fransa ve İtalya arasında yürütülen ticari faaliyetlerin Frankfurt üzerinden yapılması ve düzenli olarak düzenlenen fuarlar şehrin uluslararası önemini artırmıştır. Şehirde ticari faaliyetler nedeniyle biriken sermayenin bankacılığın ilk adımlarına vesile olduğu görülmektedir.

İspanya İmparatorluğu’na bağlı Hollanda’da çıkan isyan neticesinde dönemin önemli ticaret merkezi olan Antwerp’den kaçan Protestanların Frankfurt’a gelerek 1585 yılında Frankfurt Borsası’nı kurmasıyla şehir yıllar sonra ismi Deutsche Börse olarak anılacak borsasına kavuşmuştur. Borsa kurucularının önemli çoğunluğunun yabancı olması finansal merkezlerin ortaya çıkmasında farklı kültür, deneyim ve düşüncelerin harmanlanmasının önemine dikkat çekmektedir.

19. yüzyılda Alman İmparatorluğu’nu oluşturacak küçük beyliklerin birbirleri arasında ticareti sadeleştirmek ve kuvvetlendirmek için önemli üretim merkezleri, kömür yatakları ve ticaret bölgelerini bünyesinde bulunduran Prusya

öncülüğünde 1834’te beylikler arasında Gümrük Birliği (Zollverein) oluşturularak gümrük vergileri kaldırılmıştır. Bu sayede beylikler arasında hammadde ve tüketim mallarının dolaşımı kolaylaşırken girişimciler için yeni pazarlar açılmış Alman Birliği’nin sağlanması yönünde de önemli bir adım atılmıştır.

Almanya I. Dünya Savaşı’ndan yenilgiyle çıktıktan sonra uzun bir süre hiperenflasyonist bir dönem geçirmiştir. Nazi iktidarında II. Dünya Savaşı’nı da kaybeden Almanya büyük ekonomik sıkıntılardan geçse de 1952 yılında kurulan Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu ile başlayan Avrupa Birliği süreci Almanya’nın ekonomik olarak tekrar kalkınmasına ve Avrupa’nın ekonomik olarak liderlik koltuğuna oturmasına neden olmuştur.

Almanya’ya ilişkin temel göstergeler Tablo 1’de verilmiştir. Almanya gelişmiş bir ekonomi olarak nitelendirilmekte olup kişi başı milli geliri \$40.000’in üzerindedir. Güçlü ve istikrarlı ihracatı ile Almanya dünyanın geri kalanına karşı ticaret fazlası vermeye devam etmektedir. Avrupa Birliği’nin temelini oluşturan serbest piyasaya dayanan ekonomisi, uzun vadeli rekabet gücü, küresel ticarete açıklığı, hukukla korunan mülkiyet hakları ve öngörülebilir düzenleyici ortam Almanya’nın istikrarlı bir ekonomi olmasını sağlamıştır.

Tablo 1: Almanya Temel Bilgiler	1980	1990	2000	2010	2017
Nüfus (milyon)	76.8	78.9	81.5	80.3	82.7
GSYH (milyar dolar)	850.5	1,592.6	1,955.3	3,423.5	3,684.8
Kişi başı GSYH (dolar)	11,068	20,173	24,004	42,642	44,550
Cari Denge/GSYH (%)	-1.8	3.1	-1.8	5.6	8.0
Kamu Borcu/GSYH (%)	-	-	58.9	80.9	64.1
TÜFE (%)*	5.54	2.74	2.03	1.73	1.58

Kaynak: IMF

\* 1999’dan sonra avro

Frankfurt, Hessen eyaletinin birinci ve Almanya'nın 5. en büyük kenti olup dünyanın önde gelen finans merkezlerinden biridir. Bölgedeki yerleşim merkezleriyle beraber Frankfurt'un nüfusu yaklaşık 3 milyondur. Almanya'da finansal hizmetlerin kalbi olarak görülen Frankfurt nüfusunun yarısı birinci veya ikinci nesil göçmenlerden oluşmaktadır.

Önemli çoğunluğu yabancı olan 200'den fazla finansal kurumda yaklaşık 75.000 kişi istihdam edilmektedir. Avrupa Merkez Bankası'nın Frankfurt'ta bulunması nedeniyle uluslararası finans ve para politikaları bakımından Frankfurt'un büyük önemi bulunmaktadır. Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Kurumu (EIOPA), Avrupa Sistemik Risk Kurulu (ESRB), Almanya Merkez Bankası, Almanya Federal Mali Denetleme Kurumu (BaFin) ve Avrupa Merkez Bankası'nın yer aldığı Frankfurt finans sektörü için gözetim açısından da büyük önem teşkil etmektedir. Bu kuruluşlarla beraber dünyanın önde gelen pek çok danışmanlık şirketleri, ticaret birlikleri, meslek odaları da Frankfurt'ta temsil edilmektedir. Daha önce değinildiği gibi New York, Londra, Tokyo'daki borsalar gibi dünya devleriyle aynı konumda bulunan Deutsche Börse de Frankfurt'ta bulunmaktadır.

En büyüğü Frankfurt'ta bulunan Deutsche Börse olmakla beraber Almanya'da toplamda yedi borsa bulunmaktadır. Günümüzde Rotterdam ve Antwerp'ten sonra Avrupa'nın en büyük limanı olan Hamburg 1558 kurulmuş Almanya'nın en eski borsasına ev sahipliği yapmaktadır. Stuttgart Borsası ise Frankfurt'tan sonra Almanya'nın en büyük ikinci borsası konumundadır. Yerel borsaların halen faaliyette bulunmasına rağmen Almanya'da pay piyasasında gerçekleşen işlemlerin önemli bölümü Deutsche Börse'de gerçekleşmektedir.

Yabancı bir şirket Deutsche Börse tarafından belirlenmiş muadil bir borsada halihazırda işlem görüyorsa Deutsche Börse'de de kolaylıkla çifte kote (dual listing) olabilmektedir. Frankfurt'ta kote olmak başta Avrupalı yatırımcılar olmak üzere hayli geniş bir yatırımcı tabanına erişim sağladığından şirketlerin kolaylıkla finansmana erişebilmelerine neden olmaktadır.

Deutsche Börse'nin sadece Alman değil diğer Avrupa hatta küresel şirketlere ev sahipliği yapması Frankfurt'un bir finans merkezi olma çabasını önemli ölçüde desteklemektedir. Adidas, BMW, Daimler, Lufthansa, Siemens ve Volkswagen gibi tanınmış Alman şirketleriyle beraber Deutsche Börse'de Apple, Coca-Cola, Google, Microsoft, Nestle ve Royal Dutch gibi yabancı şirketler de işlem görmektedir. Bu kıymetlerin önemli büyüklüğünü kuzey Amerikalı şirketler teşkil etmektedir.

Almanya'nın para ve sermaye piyasalarına ilişkin temel veriler Tablo 2'de verilmektedir. Deutsche Börse'de işlem gören halka açık yabancı şirket sayısı 1990lardan günümüze önemli ölçüde gerilemiştir. Bunun nedeni spekülasyon işlemleri önleme gayesiyle Deutsche Börse tarafından kotasyon koşullarının ağırlaştırılmasıdır. 2000 yılından 2010 yılına kadar kote yabancı şirket sayısındaki 170 şirketlik düşüş kotasyon koşullarının sıkılaştırılmasını göstermektedir.

Döviz piyasalarına bakıldığında İngiltere, ABD, Singapur, Hong Kong ve Japonya'nın dünyada gerçekleştirilen toplam işlem hacminin önemli çoğunluğunu teşkil ettiği görülmektedir. 2016 yılında toplam hacmin %37'si ile İngiltere'nin liderlik ettiği sıralamada, %20 pay ile ABD'nin ikinci sırada yer aldığı, Almanya'nın ise

%2 ile sıralamada hayli gerilerde bulunduğu anlaşılmaktadır.

**Tablo 2: Almanya Para ve Sermaye Piyasası Temel Verileri**

	1980	1990	2000	2010	2017
<b>Bankacılık Sektörü</b>					
Banka Kredileri/GSYH (%)	71%	80%	116%	91%	77%
Mevduat/GSYH (%)	53%	57%	91%	73%	80%
<b>Sermaye Piyasası</b>					
Piyasa Değeri/GSYH (%)	8%	23%	67%	43%	62%
Halka Açık Yerli Şirket Sayısı	459	413	744	690	450
Halka Açık Yabancı Şirket Sayısı	175	234	245	75	49
Yatırım Fonu Büyüklüğü/GSYH	-	-	39%	46%	58%
Emeklilik Fonu Büyüklüğü/GSYH	-	-	5%	14%	17%
<b>Sigortacılık Piyasası</b>					
Toplam Brüt Prim/GSYH	-	6%	8%	7%	8%

Kaynak: Dünya Bankası, Dünya Borsalar Federasyonu

## Brexit Etkileri

Brexit'in ardından Avrupa liderlerinin avro bazlı işlemlerin Londra'da yapılmasını önleme isteği Frankfurt'un diğerleri arasından sıyrılarak Avrupa'nın finansal merkezi olma yolundaki duruşunu desteklemiştir. Londra'nın Avrupa'nın en büyük finans merkezi olma rolünün devamı ile ilgili en ciddi sorun AB'nin pasaport sistemi olarak görülmektedir. Hâlihazırda Birleşik Krallık'ta mukim bankalar, AB ortak pazarının finansal firmalar için en önemli özelliği olarak kabul edilen pasaport sistemi altında AB genelinde faaliyetlerini kolayca sürdürebilmektedir. Ancak Birleşik Krallık'ın Avrupa Birliği'nden çıkmasıyla sistemin nasıl ilerleyeceği henüz tam

olarak belirli değildir. Bununla beraber, Londra'da finansal hizmetler alanında yaklaşık 1 milyon kişi çalışırken bu rakam Frankfurt'ta bunun %10'undan azdır. Deutsche Bank'ın Temmuz 2018'de avro takas işlemlerini Londra'dan Deutsche Börse bünyesindeki Eurex'e kaydırmasıyla Frankfurt'un bu işlemlerdeki payı 0'dan %8'e yükselmiştir. İlerleyen dönemde euro ile ilgili işlemlerin önemli bölümünün Kıta Avrupa'sına kaymasıyla Frankfurt'un öneminin daha da artacağı düşünülmektedir.

Hali hazırda Frankfurt'ta 200'den fazla kredi kuruluşu bulunmaktadır. Bunların 150'den fazlası yabancı bankalardan oluşmaktadır.

## FRANKFURT FİNANS MERKEZİ

Frankfurt Main Finance, 2008 yılında finansal krize karşı sektör içinde iletişimi artırarak tüm paydaşlar ile diyalogu tek bir kanaldan sürdürmek için Hessen Eyaleti Başbakanı ve Frankfurt Belediye Başkanının girişimiyle kurulmuştur. Bu platforma, Hessen Eyaleti, Frankfurt ve

Eschborn şehirleri ile pek çok finansal kuruluş üye olup hâlihazırda üye sayısı 60'tır. Dernek statüsüne sahip Frankfurt Main Finance, Brexit'in gündeme gelmesiyle Frankfurt'u Londra'dan sonra Avrupa'nın finans merkezi kılmaya yönelik faaliyetlerini yürütme görevini

üstlenmiştir. Oluşum yayımladığı raporlar, düzenlendiği organizasyonlar ve yaptığı savunuculuk faaliyetleriyle Frankfurt'u önde gelen finansal merkezlerden biri yapma konusunda gayret göstermektedir.

Üyeler genel kurulda yönetim kurulunu belirlemekte, yönetim kurulu da Finans Merkezi'nin günlük işlerini yönetmek üzere

## DÜZENLEYİCİ KURUMLAR

Serbest piyasaya dayanan Alman ekonomisi federal hükümetle beraber pek çok özerk kurum tarafından denetlenmektedir. 1922-23'te yaşanan hiper enflasyon sorunun tekrar yaşanmaması için alınan önlemler arasında Alman Federal Bankası'nın kurularak para politikasının yürütmeden bağımsızlaştırılması bulunmaktadır. Ticaret odaları halen ekonomi yönetiminde önemli ağırlığa sahiptir. Federal ve eyalet hükümetleri kamu kuruluşlarının işletmesini doğrudan üstlenirse de yürürlükteki iyi yönetim uygulamaları hükümet yetkililerinin kamu sermayeli şirketlere keyfi müdahalesini önlemektedir.

BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), Merkez Bankasıyla beraber Almanya'da para ve sermaye piyasalarının düzenlenmesinden sorumlu düzenleyici otoritedir. 2002 yılına kadar bankacılık, sermaye piyasası ve sigortacılık üç farklı kurum tarafından düzenlense de bu tarihte yapılan düzenlemelerle BaFin çatısı altında birleştirilmiştir. Ana amacı finansal sistemin Almanya'da düzgün ve istikrarlı bir şekilde sürmesini sağlamak ve Almanya'nın bir finansal merkez olarak kredibilitésinin devamlılığını olan kurumun

12 kişiden oluşan Yürütücü Komite'yi seçmektedir.

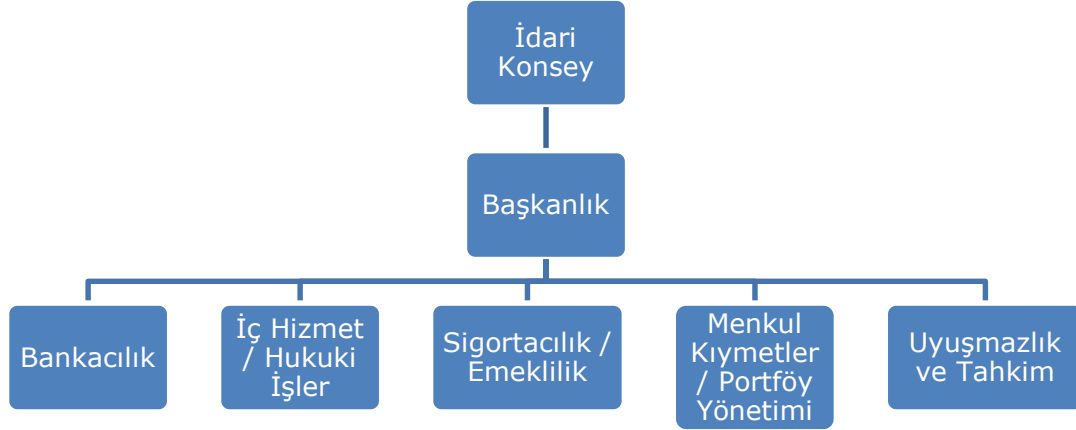
Üyeleri ve katılımları sayesinde, hepsi Frankfurt ile yakın ilişkilerini göstermekte ve Frankfurt'u en büyük ulusal ve uluslararası finans merkezleri arasında konumlandırma arzusu göstermektedir.

düzenlemeye olan bütünleşik yaklaşımı "benzer riskler için benzer düzenlemeler" yapmak olarak açıklanmaktadır. Para piyasası, sigortacılık ve sermaye piyasasının her üçünde faaliyet gösteren büyük finansal kuruluşları tek bir kurum çatısı altında denetlemek merkezi denetim yaklaşımını destekleyen nedenlerden biridir. Tek bir denetleyici kurum bulunsa da farklı sektörlerle ilişkin faaliyetler farklı departmanlar tarafından sektöre özgü nitelikler göz önünde bulundurularak sürdürülmektedir. Kurumun Almanya'nın eski başkenti Bonn ve Frankfurt'ta ofisleri bulunmaktadır.

Alman Maliye Bakanlığı gözetiminde faaliyet gösteren BaFin, başkanı Maliye Bakanı olan bir İdari Konsey tarafından denetlenmektedir. İdari Konsey, tüm finansal sistemin düzenleme ve denetleme sorumluluğunu üstlenen BaFin'in şeffaflığını ve hesap verebilirliğini artırma amacı gütmektedir. İdari Konsey Alman Federal Meclisi'nden temsilcilerle beraber Ekonomi, Enerji ve Adalet Bakanlığı'ndan yöneticilerden meydana gelmektedir. Yılda en az iki kere toplanan konseye Maliye Bakanı'nın onayıyla belirlenen akademisyen ve piyasa profesyonelleri de katılmaktadır.



**Grafik 1: BaFin'in Yapısı**



Kaynak: BaFin

## FİNTEK

Frankfurt'da Avrupa'nın önde gelen fintek merkezlerinden olma gayesiyle start-up, şirket, yatırımcı, çalışan ve mentorları bir araya getiren TechQuartier kurulmuştur. Hessen Eyaleti, Goethe Üniversitesi ve özel sektörün desteğiyle kurulan TechQuartier halihazırda 150'den fazla start-up'a çalışma alanı ve danışmanlık desteği sağlamaktadır.

Almanya'nın önde gelen bankalarından Commerzbank 2014'te kurduğu kuluçka merkeziyle dikkatle seçilmiş fintek start-

up'larına sermaye, danışmanlık ve çalışma alanı sağlamaya başlamıştır.

Deutsche Börse 2016'da eskiden bir fabrika olarak kullanılan bir binayı fintek merkezi'ne dönüştürmüştür. Girişimcilere toplam 60 çalışma alanını ücretsiz sağlayan Deutsche Börse ayrıca finans ve pazarlama uzmanları ile görüşme fırsatı, yatırımcılara erişim imkanı ve girişimlere faaliyetleri hakkında geribildirim sağlamaktadır.

## İNSAN KAYNAĞI

Frankfurt bölgesinin 100 kilometre yarıçapındaki alanında 6 tane üniversite bulunmaktadır. Bunlardan ikisi Frankfurt Goethe Üniversitesi ile Mannheim Üniversiteleri olup bu üniversiteler yurtdışı muadilleri ile rekabet gücüne sahip önemli yükseköğretim kurumlarıdır. Bölgedeki finansal kuruluşlarla ortak yürütülen yarı zamanlı eğitimler nitelikli işgücünün yetişmesine yardımcı olurken çalışanların kendilerini geliştirmelerine, öğrencilerin ise işgücüne daha kolay katılabilmelerine olanak tanımaktadır.

Ekonomi ve finansla beraber bilgi teknolojileri alanındaki eğitim fırsatları kurumların ihtiyaç duyduğu işgücüne erişimini kolaylaştırmaktadır. Bu alanlarda önemli araştırmalar yapmak üzere pek çok ülkeden araştırmacı Almanya'ya gelmektedir.

Federal hükümetin Ar-Ge harcamaları 2005 ile 2017 yılları arasında 9 milyar avro artarak 2017'de 17,2 milyar avroya yükselmiştir. Endüstrinin Ar-Ge harcamaları da hesaba katıldığında toplam

Ar-Ge harcaması 2015 yılı için 90 milyar avro olmuştur. Bu oran Avrupa 2020 Stratejisi'nde hedeflendiği şekilde Almanya'nın GSYH'nın yaklaşık %3'ünü temsil etmektedir. Küresel İnovasyon Endeksi'nde 9. sırada yer alan Almanya Avrupa Birliği bünyesindeki toplam Ar-Ge harcamalarının yaklaşık %30'unu gerçekleştirmektedir. Yayımlanan akademik yayın sıralamasında ise Almanya, ABD, Çin ve İngiltere'nin ardından dünyada 4. sırada yer almaktadır.

Bölge dilinin Dünya'da ağırlığı daha fazla olan İngilizce olmaması eğitim fırsatları için İngiltere'de bulunan okulların daha çok tercih edilmesine neden olmaktadır. Almanca ile beraber İngilizce dilinde de eğitim veren programların çoğaltılması nitelikli işgücünün bölgeye çekilmesini teşvik edeceği düşünülmektedir.

Alman Eğitim ve Araştırma Bakanlığı'nın resmi rakamlarına göre 2017 yılında Alman üniversitelerinde eğitim gören öğrenci sayısı 1,8 milyonken bunların %14'ü yabancı öğrencilerden meydana

## GENEL DEĞERLENDİRME

Almanya Avrupa'nın 1. dünyanın en büyük 4. ekonomisi konumundadır. Almanya ekonomisinin 19. yüzyılda ticaretin önündeki engellerin kaldırılmasıyla şahlanmaya başlayan süreci günümüze kadar gelmiştir. Tarihsel olarak beyliklerden oluşan Almanya, yıkıcı dünya savaşlarından sonra kendini yeniden inşa edip Avrupa Birliği'nin kurucu üyelerinden olmuş ve bugün Avrupa'nın en yüksek milli gelire sahip ülkesi haline gelmiştir.

Alman kalkınmasının yükselişe geçtiği 19. yüzyılda sermaye birikimiyle finansal sistemin hareketlendiği, Frankfurt'un bu dönemde Avrupa'nın önde gelen kuvvetleri arasındaki coğrafi konumu nedeniyle bir

gelmektedir. 564 bin öğrenci hukuk, ekonomi ve sosyal bilimler alanında eğitim görmekte olup bu öğrencilerin %10'unun yabancı öğrencilerden oluştuğu görülmektedir.

Lise öğrencilerinin performansını değerlendiren PISA skalasında Almanya'nın matematik, okuma ve bilim branşlarının her birinde OECD ortalamasının hayli önünde yer alarak dünyada diğer gelişmiş ülkelerle beraber ilk 20'de bulunduğu anlaşılmaktadır.

HSBC tarafından yabancı ülkelerde çalışanlar arasında yapılan kariyer gelişim, iş-yaşam dengesi, sağlık hizmetleri, güvenlik, konaklama, okul kalitesi, sosyal hayat gibi bileşenlerin değerlendirildiği "Expatriate Explorer Survey" araştırmasının sonuçlarına göre Almanya 2018 yılında Singapur ve Yeni Zelanda'nın ardından 3. sırada yer almaktadır. Frankfurt sunduğu kültürel imkânlar ve sosyal yaşam olanaklarıyla yabancıların çalışmak için tercih ettiği bir şehir olmayı sürdürmektedir.

ticaret ve finans merkezi olarak sivrildiği anlaşılmaktadır.

Frankfurt, Avrupa Merkez Bankası, Alman Merkez Bankası ve Deutsche Börse ile beraber sayısız finansal kuruluşun şehirde mukim olması nedeniyle Avrupa'nın en önemli finans merkezlerinden biri olarak ön plana çıkmaktadır. Birleşik Krallık'ın Avrupa Birliği'nden ayrılma kararı almasını müteakip Londra yerine Frankfurt'un Avrupa'nın finansal merkezi olması yolunda kamu ve özel kökenli pek çok paydaşın ortaklığıyla Frankfurt Main Finance faaliyet göstermektedir. Kurum Frankfurt'un finansal merkez olarak

Londra'nın yerini alması için uluslararası çalışmalarını sürdürmektedir.

Frankfurt'un düşük suç oranı ve yüksek hayat standartları nedeniyle Londra'ya iyi bir alternatif olduğu ancak Alman düzenleyicilerin öngörülebilir olmakla beraber katı ve geleneksel olarak algılanması şehrin finansal merkez olması konusunda şüphelere neden olmaktadır.

Şehir, Kıta Avrupası'nın en büyük havalimanlarından birine sahip olup

altyapı açısından uluslararası muadillerine eşit konaklama ve ulaşım imkanları sunmaktadır. Bununla beraber, Frankfurt fuar merkeziyle şehir finans alanındaki pek çok önemli kongre, toplantı, zirve ve buluşmaya da ev sahipliği etmektedir.

Öngörülebilir düzenleyici iklimi, güçlü sanayii, yetkin insan kaynağı ile güvenilir hukuki sistemi ile Frankfurt'un Brexit'in ardından Avrupa'nın finans merkezi olacağı düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

The Global Financial Centres Index 24, Z/Yen ile Çin Kalkınma Enstitüsü

Frankfurt as a Financial Centre After Brexit, The University of Sheffield, Aralık 2017

<https://searchinginhistory.blogspot.com/2015/04/the-industrial-revolution-of-germany.html>

<https://www.economist.com/leaders/2012/04/14/modell-deutschland-uber-alles>

Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoriteler, TSPB Gösterge (Kış 2015)

<https://searchinginhistory.blogspot.com/2015/04/the-industrial-revolution-of-germany.html>

<http://speri.dept.shef.ac.uk/wp-content/uploads/2018/01/SPERI-Brief-10-Frankfurt.pdf>

<https://www.heritage.org>

Deutsche Börse: [www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com)

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin): [www.bafin.de](http://www.bafin.de)

Education and Research in Figures 2017, Bundesministerium für Bildung und Forschung

Global Innovation Index, 2018

Scimago Country & Journal Ranking

HSBC Expat Explorer Survey

# LONDRA FİNANS MERKEZİ

*Ceylan Anıl*

2000 yıllık tarihe sahip olan Londra şehri, günümüzde kültürel çeşitliliğin en zengin olduğu şehirlerden biridir. En gelişmiş şehirlerden biri olmasının yanı sıra, tarihi yapısını ve geleneklerini de günümüzde korumaya devam etmiştir. Gelişmiş finans sektörünün yanında ticaret ve kültür sanat alanlarında da dünyanın önde gelen merkezleri arasında yer almayı başarmıştır.

A. T. Kearney tarafından açıklanan Küresel Şehirler endeksine göre dünyadaki en büyük ikinci metropol olan Londra, her yıl 20 milyon turist çekerek Avrupa'da en çok turist çeken şehir konumundadır. Üniversite öğrencileri için de hayli cazip bir ortam sağlayarak en çok uluslararası öğrenci barındıran şehirlerden biri haline gelen Londra'da, 11'i

dünyanın en iyi 100 üniversitesi içinde yer alan toplam 40 üniversite bulunmaktadır.

Londra, Z/Yen tarafından yayımlanan Küresel Finansal Merkez Endeksi'nin Eylül 2018'de yayımlanan sayısında dünyanın en büyük ikinci finans merkezi seçilmiştir. Aynı zamanda Londra, Avrupa'nın piyasa değeri olarak en büyük (dünyada 4.) borsasına sahiptir.

Londra'nın günümüzde birçok alanda sahip olduğu liderlik konumu, kuşkusuz yüzyıllardır sahip olduğu ve edindiği mirasın sonucudur. Bugün İngiltere'nin başkenti Londra'nın neden en büyük finans merkezlerinden biri haline geldiğini kavramak için İngiltere'nin gelişmişliğinin temeline inmek gerekmektedir.

## TARİHSEL GELİŞİM VE SİYASİ FAKTÖRLER

Londra, Büyük Britanya'nın en büyük liman şehri olarak jeopolitik konumunun da yardımıyla tarih boyunca çok büyük bir ticari merkez olmuştur. Gemiciliğin gelişmesiyle beraber İngiltere, 15. yüzyıldan itibaren dünyanın çeşitli coğrafyalarına (Asya, Afrika, Amerika) yayılarak önemli sömürgeler elde etmiştir ve bu alanda, kısa zamanda İspanya ve Portekiz'i geride bırakarak ekonomisini büyütüştür.

İngiltere, ticaretin yoğunlaştığı stratejik konumu nedeniyle sanayi devrimi öncesi merkantilist politikalar uygulamıştır. Bu politikalar; tüccarlar ve devletin işbirliği içinde olması, tüccarların özel mülkiyeti ile devletin politik gücünün beraber artması üzerinedir. Devlet ana ekonomik politika olarak tüccarları korumuş, düzenleme ve sübvansiyonlar-

la bu kesimi destekleyerek ihracatın artmasında aktif rol oynamıştır.

Bankacılık kurumlarının temelleri de sermaye birikimi ile beraber atılmıştır. 17. yüzyılda özel mülkiyet ve veraset hakları çıkmış; tüccarlar kahvehanelerde menkul kıymet işlemleri yapmaya başlayıp, bu yüzyılın sonunda Londra'da kamu borçlarını finanse etme amacıyla merkez bankası Bank of England (dünyada açılan ikinci merkez bankası) kurulmuştur. Dünyanın en eski borsalarından olan Londra Borsası da bu dönemde kurulmuştur.

18. yüzyılda sanayi devrimi İngiltere'de gerçekleşmiştir. O sırada çoktan dünyanın ticaret merkezi haline gelmiş olan Londra, imal edilen ürünlerin dağıtım merkezi haline gele-

rek tüm ticaretin ve ekonominin kalbinin attığı yer olarak konumunu pekiştirmiştir.

Sanayi devrimiyle beraber sermayedarlar, vergi ve düzenlemelerin tamamen kaldırılmasını savunmaya başlamışlardır. Devlet politikaları kapitalizm ve serbest piyasa doğrultusunda şekillenmiştir.

Batı Avrupa uzun süre önce kapitalizmin temellerini (özel mülkiyet ve veraset hakkı gibi) inşa etmiş olsa da, modern kapitalist sistemin tam anlamıyla sanayi devrimi ile oluştuğu söylenmektedir. Bu değişimin öncüsü olan İngiltere, hâlihazırda sağlam olan ekonomik ve politik altyapısını iyice kuvvetlendirmiştir.

19. yüzyıl boyunca dünyada ekonomik ve politik olarak en güçlü ülke İngiltere, dünyanın en büyük başkenti ise Londra olmuş, ticaret ve politika dışında finansın da merkezi olarak konumlanmıştır. 19 yüzyıl sonlarında aralarında Alman ve Fransızların da olduğu yabancı bankalar Londra'da şube açmaya başlamıştır. Ancak İngiltere, süper güç konumunu 20. yüzyılda ABD'ye bırakmıştır.

İngiltere, 1963 ve 1967'de Avrupa Birliğine girmek istemiş fakat iki dönemde de Fransa tarafından veto edilmiştir. 1969'daki üçüncü başvurusunda ise Avrupa Birliğine kabul edilmiştir.

20. yüzyıl sonlarına doğru İngiltere'de finans sektörünü etkileyen önemli bir gelişme Thatcher hükümeti tarafından yapılan deregülasyon düzenlemeleri olmuştur. Bu düzen-

## HUKUKİ ÇERÇEVE

İngiltere, anayasal hukuk sisteminin temellerinin ilk atıldığı ülkedir. 1215'te İngiltere'de yazılan Magna Carta Libertatum fermanı, halk ve Kral arasındaki hakların ele alındığı ilk antlaşmadır. Antlaşma ile ilk kez bir halkın temel hakları yasal olarak açıklanmış-

lemeler ile uluslararası sermaye akımları artmış, birçok yabancı banka açılmış, finansal sektörün ekonomideki payı artmıştır.

2000'li yıllardan itibaren dünyadaki en büyük 5 ekonomiden biri olan İngiltere, küresel krizden kötü etkilenmiş ve sonrasında düzenleyici yapısında reformlar yapmıştır. Küresel krizin ardından 2017'de, İngiltere AB üyeliğini halk oylamasına sunmuştur. %52 oy çoğunluğuyla halk, AB'den çıkmak istemiştir. Brexit olarak tanımlanan ve 2019'da sonlanacak olan çıkış sürecinin hangi kurallar çerçevesinde gerçekleşeceği henüz sonuçlandırılmamıştır. Bu durum hem politik hem ekonomik belirsizlik yaratmaktadır.

İngiltere, tarih boyunca birçok yeniliğin öncüsü olmuştur. Fakat İngiltere, aynı zamanda geleneklerine de oldukça bağlı bir ülkedir. Ülkede yönetim biçimi anayasal monarşidir. Ülkenin kraliçesi olan 2. Elizabeth, aynı zamanda Commonwealth Bölgesi olarak geçen ve eski İngiliz kolonilerinden oluşan; Avustralya, Kanada ve Yeni Zelanda'nın da içinde bulunduğu 16 ülkenin de kraliçesidir.

Commonwealth Bölgesi ülkelerinin de içinde olduğu, toplam 32 ülkeden oluşan Commonwealth Ulusları adlı uluslararası birlik, yine eski İngiliz kolonilerinden oluşmaktadır ve gönüllülük esaslıdır. Bu birliğin başkanı da 2. Elizabeth'dir.

İngiltere'nin ve Londra'nın gelişim sebepleri, konu başlıklara alınarak daha ayrıntılı şekilde incelenecektir.

tır. Yine bu ferman ile ilk kez hukukun üstünlüğü kabul edilmiştir.

2. yüzyılda hukuk sisteminin temellerinin atıldığı İngiltere'de, bireysel hak ve özgürlükler açısından gelişmeler de erken yaşanmış, 17. ve 18. yüzyılda özel mülkiyet ka-

nunları ile ise sanayi ve ticari faaliyetlerinin daha güvenli bir ortamda yapılmasına olanak tanımıştır.

İngiliz hukuk sistemi sadece kanunlara değil, örf ve adet kurallarına ve mahkeme kararlarına dayanmaktadır. Bir diğer deyişle hukuk, hâkimler eliyle yaratılmaktadır. Anglo Sakson hukuk sistemi olarak geçen bu sistem, günümüzde dünya nüfusunun %30'u tarafından kullanılmakta, bu da Anglo Sakson hukuk sistemini dünyada en yaygın kullanılan hukuk sistemi yapmaktadır.

Ticari uyuşmazlıklarda tahkim, yargı yoluna göre çok daha hızlı ve düşük maliyetli çözümler üretebilmektedir. Ayrıca tahkimde yargılama gizli yapılabilmekte ve ticari sırlar saklanabilmektedir. Bu da tahkim kurumlarının uluslararası ticaret ve finans alanlarının da önemli bir rol oynamasını sağlamıştır.

Londra'da bulunan ve kar amacı gütmeyen bir kurum olan Londra Uluslararası Tahkim Merkezi, 1892'de "Londra Tahkim Odası" tarafından kurulmuştur. Kurum, üyelik şartı

olmaksızın tüm taraflara çözüm sunmaktadır. Dünyanın önde gelen tahkim merkezlerinden biri olan ve uluslararası bir yapıya sahip olan Londra Uluslararası Tahkim Merkezi, dünyanın her yerinden ve her hukuk sisteminden vakalara bakmaktadır. Merkezde davaların ortalama %80'i yabancı uyruklu yatırımcılardan oluşmaktadır.

Londra Uluslararası Tahkim Merkezi ile beraber tahkim çalışmalarını yürüten Londra Ticaret Odası, Londra'nın en büyük meslek örgütüdür ve bağımsız bir kuruluştur. Örgüt, şirket birleşmeleri ve satın almalar, bankacılık, ticaret, sigortacılık gibi alanlarda tahkim çözümleri üretmektedir. Londra Uluslararası Tahkim Merkezinden farklı olarak üyelik şartı aranmaktadır.

Esnek, etkili ve tarafsız çözüm sunmak üzere tasarlanmış olan bu iki kurum, mekân ve hukuk sistemlerinden bağımsız çözümler üretmektedir. Bu sayede kurumlar, Londra'da işlem yapan yatırımcılara güven sunmakta yabancı sermayenin Londra'ya gelmesini teşvik etmektedir.

## KENTLEŞME VE COĞRAFİ FAKTÖRLER

Günümüzde, Londra dünyanın birçok farklı yerindeki iş insanları için yerleşim yeri olarak tercih edilmektedir. Hem Avrupa şehirlerine, hem Kuzey Amerika'ya olan yakınlığı dolayısıyla, Londra, şehre ulaşım ve finansal hizmetlere erişim açısından en elverişli yerlerden biri kabul edilmektedir. Bu yakınlık döviz ticaretinin yoğunlaşması açısından şehre avantaj sağlamış, bankacılığı geliştirmiştir.

Londra'nın saat dilimi de, şehrin çalışma saatlerinin Orta Doğu, Amerika ve Asya'ninkiler ile örtüşmesini sağlamış, bu durum Londra'ya borsada yapılan işlemler açısından büyük avantaj sağlamıştır.

Şehirdeki kültürel çeşitlilik de insanların Londra'yı yaşam alanı olarak tercih etmesinde büyük etkidir. En çok turist çeken şehirlerden biri olan Londra, ayrıca 250'ye yakın tiyatroya ve 250'yi aşkın müzeye ev sahipliği yapmaktadır.

### The City of London

Londra'nın kendi içinde de finans merkezi olarak anılan yer Square Mile olup, şehrin göbeğinde bulunan bu alanın yönetimi The City of London Corporation'a bağlıdır. Bu belediye Londra'daki 33 belediyeden biri olmakla birlikte, belli konularda özerkliğe sahiptir. Londra'nın tarihi merkezinin de bulunduğu yer olan bu alana verilen özel hak ve ayrıcalıklar Magna Carta ile sağlanmıştır.

The City of London belediye seçimlerinde, diğer belediye seçimlerinden farklı olarak sadece bölgede ikamet edenler değil, tüzel kişiler de oy kullanma hakkına sahiptir. Bu sıra dışı uygulama, The City of London'ın tarih boyunca ticaretin merkezi olmasından kaynaklanmaktadır. The City of London belediyesi, bu konumu korumak adına çalışmaktadır.

**Şekil 1: The City of London ve Canary Wharf**



## FİNANSAL ALTYAPI

İngiltere ekonomisinin gelişmişlik düzeyi, finans sektörünün de doğal bir süreçle büyümesini sağlamış olsa da, finansal altyapı alanında alınan bazı can alıcı kararlar ile İngiltere bugün en büyük uluslararası finans merkezlerinden biri olmuştur.

### 1986 Deregülasyonları

Küreselleşme konusunda İngiltere'nin gelişmesini sağlayan en büyük gelişme 1986'da 'Büyük Patlama' (Big Bang) olarak anılan Deregülasyon ve Finansal Hizmetler Yasasıdır. Bu yasa, Londra Borsası'na karşı İngiltere rekabet kurumu tarafından o dönemde açılan tekelleşmeye ilişkin dava nedeniyle çıkmıştır. Yasa, Londra Borsasında rekabeti artırmaya yönelik olup, çarpıcı bir başarı elde etmiştir.

Thatcher hükümeti tarafından yapılan bu düzenleme ile banka ve diğer finansal kurumlara aracılık yapma fırsatı getirmiş, ön-

## Canary Wharf

Londra'da finans merkezi olarak konumlanan Square Mile'in bir benzeri de yine Londra'da Canary Wharf bölgesidir. Bölge, 19. yüzyılın en işlek limanlarından iken, 20. yüzyıl sonlarında limancılık işlerinin azalmasıyla buradaki tüm limanlar kapatılmıştı.

Hükümetin 1981'de buranın gelişimini desteklemek amacıyla kurduğu London Docklands Development Cooperation ile terk edilmiş limanlarla dolu bu bölgenin bankalar ve şirketlerin arka ofislerini (back office) konumlandıkları yer olması için çalışılmış, buraya ucuz metro hattı kurulması gibi eylemler başarı ile sonuçlanmıştır. Günümüzde Citi Group, JPMorgan Chase gibi çok sayıda küresel bankanın ve şirketin bulunduğu bir bölge haline gelmiştir.

ceden alt sınır uygulaması bulunan komisyon ücretleri serbest piyasalaştırılmıştır.

Önceden düzenleyici ve denetleyici olarak görev yapan SIB (Securities and Investment Board) ile özdüzenleyici kurumlar SRO (Self Regulatory Organization) beraber çalışırken, tüm düzenleme yetkileri tek bir kurum altında birleştirilmiştir. Bu sayede, bankacılık, sigortacılık ve yatırım hizmetlerinin düzenlenmesi Finansal Hizmetler Otoritesi'ne (Financial Securities Authority) transfer olmuştur.

Büyük Patlama düzenlemesi ile ayrıca yabancı şirketler ilk defa İngiltere piyasasında işlem yapabilir hale gelmiştir.

Borsa'da aynı zamanda teknolojik yenilikler yapılmış; önceden süregelen sesli müzayedeye yerini bilgisayar ve telefon aracılığıyla yapılan müzayedeye bırakmıştır.

Yabancı sahipliğine ilişkin serbest piyasa politikaları ile uluslararası sermaye akımlarının gelişimi hızlandırılmıştır. Bu sayede İngiltere’de birçok yabancı banka açılmıştır. Önceden hepsi yerli olan aracı kurumlara, düzenlemenin ardından sadece 1 yılda 75 adet yabancı aracı kurum eklenmiştir.

20. yüzyılın sonuna gelindiğinde, İngiltere’de finansal sektörde çalışan kişi sayısı 1 milyona yaklaşmıştır. Finans sektörü, ülke ekonomisinin 12’de 1’ini oluşturmaya başlamıştır.

### **Yenilikçilik**

İngiltere’de düzenlemeler yeni finansal ürünleri destekleyici bir çerçevede gelişmiş, bu sayede 1960’larda Eurodollar ve Eurobond piyasaları ilk İngiltere’de ortaya çıkmıştır. 1982’de ise türev araçlar piyasaya sunulmuştur.

Londra yenilikleri teşvik eden bu düzenlemeler sayesinde bugün türev araçlar, döviz piyasası, uluslararası borçlanma araçları, para piyasasının yanı sıra kıymetli madenler ve taşlar alanlarında öncü konuma erişmiştir.

İngiltere’de alternatif yatırım araçlarına yönelik düzenlemeler de dikkat çekmektedir. Örneğin, İslami finans alanındaki düzenlemeler 2000 yılında yapılmıştır. Londra borsası 2007’de ilk sukuk satışını gerçekleştirerek Batı dünyasında İslami finans araçlarının işlem gördüğü ilk yer olmuştur. Ayrıca Londra’da Avrupa İslami Yatırım Bankası kurulması, şehirde Şeriat hukukuna uyumlu 5 İslami banka bulunması gibi etkenler Londra’nın İslami finans alanında Batı dünyası içinde lider konuma gelmesini sağlamıştır.

Son dönemlerde finansal teknolojinin ivme alması ile İngiltere, yeni bir kavram olan ve finansal teknoloji anlamına gelen fintek konusunda teknolojik altyapısını geliştirilerek Londra’nın bir fintek merkezi haline gelmesini sağlamıştır. Bu konuda en önemli adımlardan biri, fintek girişimlerini desteklemek amacıyla getirilen birtakım yenilikçi düzenlemelerdir.

Kum havuzu adı ile anılan bu düzenlemeler, girişim şirketlerinin ve teknolojik çözümler sunan küçük ölçekli finansal işletmelerin, finans sektöründe bankalar gibi köklü kurumlara rekabet edebilmesi amaçlanarak 2016’da seçilen şirketler için uygulanmaya başlamıştır. Bu kurumlara kısıtlı süre için çeşitli düzenleyici esneklikler getirilerek yeni ürün ve hizmetlerin gözetim altında test edilmesini sağlamaktadır.

İlk kez İngiltere’de gerçekleşen ve günümüzde İngiltere’nin düzenleyici organı olan FSA tarafından düzenlenip yürütülen bu uygulama, yenilikçi şirketlere tanınan sübvansiyonlarla piyasada hareketliliğin ve teknoloji alanında rekabetin artması sağlamıştır. Uygulama daha sonra, başka ülkeler tarafından da adapte edilmiştir. Konu ile ilgili ayrıntılı araştırma, Gösterge’nin Temmuz 2018 sayısında bulunmaktadır.

Londra’da, yüksek teknoloji şirketlerinin yoğunlaştığı ve sonrada Tech City olarak anılan bölgenin gelişimi, 2011’de devlet tarafından üstlenilmiş ve devlet, bu bölgedeki start-up’lara finansman sağlamaya başlamıştır.

Günümüzde birçok teknoloji şirketinin konumlanmış olduğu bu bölgenin amacı, Silicon Vadisi gibi teknolojinin yoğunlaştığı, yatırımcıları çeken bir bölge olmaktır.

Yine finansal teknoloji alanında yapılan bir yenilik, 2017’de İngiltere’deki en büyük bankaların API’lerini, Avrupa Birliği düzenlemesi doğrultusunda lisanslı fintek şirketleri ile paylaşılması kararıdır.

**Libor**

Yine 1980’lerde Londra’da, bankaların birbirlerine verdikleri gecelik borca uyguladıkları faiz oranını ifade etmek için İngiliz Bankacılar Birliği (BBA) tarafından kullanılan LIBOR



(London Interbank Offered Rate), daha sonra evrensel bir referans faiz oranı haline gelmiştir. Londra'daki bankaların birbirlerine uyguladıkları faiz böyle bir referans noktası haline gelmesinin sebebi, bu dönemde en iyi bankaların Londra'da konumlanmış olmasıdır. Libor, ilgili bankaların kullandıkları faize dair ilettikleri fiyatların ortalaması hesaplanarak, günlük olarak açıklanmaktadır.

Uluslararası bir gösterge olan LIBOR'un hesaplanmasında rol oynayan bankaların, faiz oranlarını anlaşılarak daha düşük gösterdikleri ve bu kurumların hile ile haksız kazanç sağladığı 2008 yılında ortaya çıkmıştır. Libor skandalı olarak geçen bu piyasa manipülasyonunun 2005'ten beri devam ettiği kanıtlanmıştır.

Bu durum sonucunda, BBA'nın yönetimindeki LIBOR hesaplama yetkisi 2014'te Amerikalı emtia borsası Intercontinental Exchange'e (ICE) devredilmiştir. Libor oranı, günümüzde ICE tarafından hesaplanmakta ve açıklanmaktadır.

### **Küresel Kriz Sonrası Reformlar**

İngiltere'nin 20. yüzyıl sonlarından itibaren uyguladığı deregülasyon politikaları sektörün büyümesini hızlandırırken, yatırımcı güveni de paralel olarak artmıştır. Bankalar çok daha kolay kredi vermeye başlamış, bu durum 2008 krizinde rol oynamıştır.

İngiltere, 2008'deki küresel krizden hayli etkilenmiştir. Bu dönemde tüm finansal kurumların FSA tarafından düzenleniyor olması sorgulanmış ve düzenleyici yapıda reforma gidilmiştir.

2012 yılında kabul edilen Finansal Hizmetler Kanunuyla bankaların görev ve sorumlulukları artırılmış, finansal piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesi merkez bankasına geçmiştir. Düzenleyici etkilerin tek çatı altında toplanması sistemi değiştirilerek "ikili yapı yaklaşımı" benimsenmiş, bu amaçla

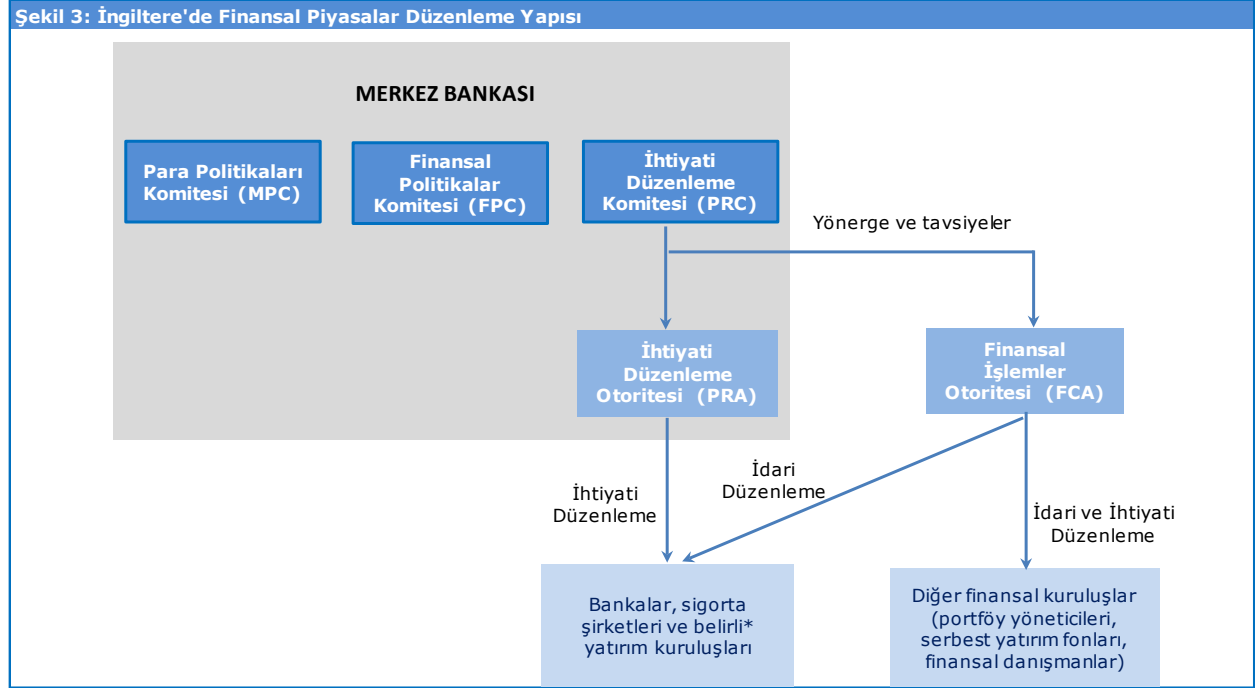
Merkez Bankasına bağlı olarak düzenleme organı 2013 yılında ikiye ayrılmıştır.

Bunlardan biri, bankaları denetleme sorumluluğundaki İhtiyati Düzenleme Otoritesi (Prudential Regulation Authority)'dir. Merkez bankasının bir iştiraki olan otorite, denetime tabi kurumların faaliyetlerini güvenilir bir ortamda gerçekleştirmesini sağlamak ve piyasanın rekabet gücünü artırmak için çalışmaktadır. Kurumun esas görevi ise; yükümlülüğündeki kurumların batmasını önlemekten ziyade, kurumların olası iflaslarının, finansal sistemde aksamalara neden olmasını engellemektir. İhtiyati Düzenleme Otoritesi, kurumlarda sermaye yeterliliği ve kurumsal yönetim gibi konularda gerekli koşulları belirlemektedir. Ayrıca, denetimi altındaki kurumları, olası iflas durumunda finansal istikrara ilişkin risklerine göre kategorize ederek değerlendirmektedir. İhtiyati Düzenleme Otoritesi yönetim kurulunun başkanı, Merkez Bankası başkanıdır.

İkili yapıdaki diğer kurum ise, Finansal İşlemler Otoritesi (Financial Conduct Authority)'dir. Merkez bankasından bağımsız olan bu otoriteye, Merkez Bankası bünyesindeki İhtiyati Düzenlemeler Komitesi yönerge ve tavsiye vermekle yetkilidir.

Finansal İşlemler Otoritesi ülkedeki tüm finansal kurumların düzenleyici ve denetleyicisidir. İhtiyati Düzenleme Otoritesine tabi finansal kurumlara (banka, kredi kuruluşları, sigorta şirketleri, belirli yatırım kuruluşları) yönelik idari düzenleme ve denetleme yapan otorite, bu firmalar dışındaki yatırım kuruluşları, borsalar, portföy yöneticileri, finansal planlayıcılar ve kooperatif kredi kuruluşlarının hem idari hem de ihtiyati düzenlenmesinden sorumludur. Bir diğer ifadeyle İhtiyati Düzenleme Otoritesine tabi kurumlar aynı zamanda Finansal İşlemler Otoritesi denetimi altındadır. Ülkedeki tüm finansal kurumların sicili Finansal İşlemler Otoritesi tarafından tutulmaktadır.

Finansal İşlemler Otoritesi yönetim kurulunun başkanı Hazine tarafından belirlenir. Merkez bankası başkan yardımcısı (aynı zamanda İhtiyati Düzenleme Otoritesi Genel Müdürü) da yönetim kurulunda yer almaktadır. Eşgüdüm için İhtiyati Düzenleme Otoritesi ve Finansal İşlemler Otoritesi yönetim kurullarında ortak üyelerin mevcut olduğu görülmektedir. Örneğin Finansal İşlemler Otoritesi yönetim kurulu başkanı, İhtiyati Düzenleme Otoritesi yönetim kurulunda üyeler arasındadır.



Kaynak: İngiltere Merkez Bankası

\*Geniş yetkili yatırım kuruluşları

2008 krizindeki sarsılmanın bir başka sonucu, 2010 yılında finans sektöründeki rekabeti pekiştirmek ve İngiltere'nin regülasyon ve istihdam politikalarına katkı sağlamak amacıyla kurulan The CityUK'dir.

The CityUK lobisi, ülkenin finans sektöründe derinleşmeyi artırmak amaçlı bağımsız bir girişimdir ve üyeleri özel sektör profesyonellerinden oluşmaktadır. Lobinin yönetim kurulunda EY, Morgan Stanley gibi şirketlerin yanı sıra Londra şehir merkezini (ve finans merkezi Square Mile etrafını) çevreleyen City of London belediyesi de bulunmaktadır.

Kurum günümüzde "Uluslararası Çalışma Programı" adı altında birçok ülkede İngiltere merkezli finansal firmaların tanıtılması ve yaygınlaşması için çalışmaktadır. Ülkelerdeki

ilgili organlar ile finansal sektördeki gelişmeler ve yenilikler üzerine düzenli olarak buluşmakta ve bu kurumlara bu alanlarda işbirlikleri ve danışmanlık hizmeti sunulmaktadır. Kurum fintek alanında Hong Kong, İsrail, Almanya, Türkiye gibi çeşitli ülkelere forumlar düzenlemekte ve fintek çözümlerini ülkelere sunmaktadır.

Bu programın Türkiye ayağı da bulunmaktadır. Bir takım fintek panelleri düzenlenerek Türkiye'nin gelişmesi gereken noktalar ve bu konularda çözüm önerileri tartışılmıştır. İngiltere ile olası işbirlikleri konuşulmuştur. Ayrıca Türkiye'de İstanbul Finans Merkezi projesi kapsamında, The CityUK ve Borsa İstanbul işbirliği için görüşmeler yapılmış, The CityUK Türkiye'nin finans alanında gelişimi için danışmanlıkta bulunmaktadır.

## BEŞERİ SERMAYE

Londra, sunduğu oldukça uygun yaşam olanakları ile diğer ülkelerden beyin göçü alan bir ülkedir. Dünyaca ünlü birçok üniversiteye ev sahipliği yapması sayesinde, uluslararası öğrencileri çekmekte ve onları iş gücüne katmaktadır. Günümüzde Londra, etnik çeşitliliğin en fazla olduğu öğrenci şehirlerinden biridir. İngiltere Ulusal İstatistik Kurumu tarafından 10 yılda bir yapılan ve en son 2011’de yapılmış olan araştırmaya göre Londra’daki İngiliz oranı %45’te kalmaktadır. Şehirde 250’den fazla dil konuşulmaktadır.

Uluslararası bir öğrenci şehri olması, iş gücünün de yetenek ve bilgi birikimi olarak çeşitlenmesini sağlamaktadır. 2017 yılında İngiltere’deki üniversite öğrencilerinin %6’sı

diğer Avrupa Birliği ülkelerinden, %13’ü diğer uluslardandır. Yüksek lisans öğrencilerinin ise %42’si Avrupa Birliği dışındandır.

Bunun yanı sıra, dünyanın finans merkezlerinden biri olmasının bir sonucu olarak, finans alanında uzman personel de bu şehirde yoğunlaşmıştır. Nitelikli ve yenilikçi işgücü, İngiltere’nin düzenli olarak kendini geliştirmesine ciddi katkı sağlamaktadır.

Sektörde çalışan yabancı sayısı 325.000’e yakınken, bu kişilerin 120.000’i bankada çalışmaktadır. Toplam çalışan sayısına bakıldığında, bankacılıktan sonra sigortacılık ve aracılık faaliyetleri gelmektedir.

**Tablo 1: İngiltere’de Şirket ve Çalışan Sayısı (2017 Sonu)**

	Yerli		Yabancı		Toplam	
	Şirket S.	Çalışan S.	Şirket S.	Çalışan S.	Şirket S.	Çalışan S.
Bankacılık Faaliyetleri	420	298,477	215	120,415	635	418,892
Sigortacılık Faaliyetleri	7,980	190,816	460	110,172	8,440	301,482
Bankacılık Dışı Finans	1,350	29,978	140	17,300	1,490	47,278
Yatırım Ortaklıkları	1,375	5,628	120	1,340	1,495	8,451
Aracılık Faaliyetleri	5,670	37,705	395	20,220	6,065	57,925
Portföy Yönetim Şirketleri	1,785	20,168	260	16,293	2,045	36,461
Borsa, Takas ve Saklama Kuruluşları	385	2,726	15	2,545	400	5,271
Diğer	23,080	82,721	435	36,388	23,515	119,109
<b>Toplam</b>	<b>42,045</b>	<b>668,219</b>	<b>2,040</b>	<b>324,673</b>	<b>44,085</b>	<b>994,869</b>

Kaynak: İngiltere Ulusal İstatistik Bürosu

İngiltere’de finans sektöründe 2017 sonunda 42.000 yerli, 2.000 yabancı şirket bulunmaktadır. Bu sektördeki toplam çalışan sayısı 1 milyonu bulmakta olup, 300.000’i yabancıdır.

İngiltere’de bankacılık sektörü çalışanları, toplam finans sektörü çalışanlarının %42’sini oluşturmaktadır. Sektörde 215 yabancı banka, 420 yerli banka bulunmaktadır.

İngiltere’de bankacılıktan sonra en büyük sektör olan sigortacılık faaliyetlerinde 8.440 adet şirketteki toplam çalışan sayısı 300.000’i geçmektedir.

Aracılık şirketlerinde şirket başına ortalama çalışan sayısı 10 kişide kalmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinde ise şirket başına ortalama 18 çalışan bulunmaktadır.

## VERİLERLE İNGİLTERE EKONOMİSİ VE LONDRA FİNANS MERKEZİ

Son 30 yıllık süreçte sıralamada hep dünyanın en büyük 5. ekonomisi olan İngiltere’de, GSYH 2017 yılı için 2,628 trilyon dolar, kişi başı milli gelir ise 39.735 dolar olarak gerçekleşmiştir. İngiltere’de 66 milyon kişi yaşamaktadır.

Dünya Ekonomik Forumu’nun 2017-18 Uluslararası Rekabet Raporu’na göre İngiltere 137 ülke arasında 8. sırada yer almaktadır.

Aynı rapora göre ülke, en yüksek performans gösterdiği işgücü piyasası etkinliği bileşeni olan teknolojiye hazırlık alanında dünya sıralamasında 4. sırada yer almaktadır. Raporda; İngiltere’nin Avrupa Birliğinden çıkacak olması nedeniyle eleştirilen istikrarsız ekonomi politikaları, vergi düzenlemeleri ve yüksek vergi yükümlülüğü ülkenin sorunları arasında belirtilmiştir.

Tablo 2: Ekonomik Göstergeler	1980	1990	2000	2010	2017
Nüfus (milyon)	56.3	57.2	58.9	62.8	66
GSYH (milyar dolar)	601.1	1,183.0	1,638.7	2,431.2	2,565.1
Kişi başı GSYH (dolar)	10,672	20,668	27,828	38,738	38,847
Cari Denge/GSYH (%)	0.5	-3.1	-2.1	-2.7	-3.6
Kamu Borcu/GSYH (%)	42.8	28.8	37.3	75.9	89.5
TÜFE (%)	15.16	7.7	1.0	3.3	2.8

Kaynak: IMF Küresel Ekonomik Görünüm Raporu

İngiltere ekonomisinin büyük değişim noktalarından biri, 1986’daki Büyük Patlama adıyla anılan düzenleme değişikliğidir. Yabancı yatırımların önünü açan bu düzenlemeler ile özellikle gayri safi yurtiçi hasılanın büyüme hızı ivme kazanmıştır.

İngiltere ekonomisi için bir diğer çarpıcı gelişme 2008 küresel krizi olmuştur. İngiltere gayrimenkul sektöründeki düşüş finansal sektöre yansıdığına, bundan en çok finansal hizmet çalışanlarının yoğun olduğu Londra etkilenmiştir. 2008 yılında son 16 yıldır ilk defa küçülen İngiltere ekonomisi ayrıca son 20 yılın en büyük cari açık oranını vermiştir. İngiltere’de bazı büyük bankalar kamulaştırılmak zorunda kalmıştır.

İngiltere daha sonra tekrar büyümeye geçse de, 23 Haziran 2016’da Avrupa Birliğinden çıkmak üzere alınan referandum kararı ile İngiltere’nin makroekonomik istikrarı konusunda daha belirsiz bir ortam oluşmuştur. Ülkenin Avrupa Birliğinden çıkış sürecinin 2019 Mart ayında sonlanması beklenmektedir.

İngiltere’nin genel ekonomisine bakacak olursak; finansal krizlere rağmen temkinli büyümesini sürdürmeye devam eden gayri-safi milli hasılası, borçlanmayı kolaylaştıran düşük faiz ve %2,7’lik enflasyon oranıyla oldukça güçlü bir ekonomiye sahiptir.

<b>Tablo 3: Finans Kesimi Verileri</b>	<b>1980</b>	<b>1990</b>	<b>2000</b>	<b>2010</b>	<b>2017</b>
Kredi/GSYH (%)	96.9	101.8	128.7	133.7	109.0
Mevduat/GSYH (%)	72.2*	88.3	104.5	131.4	110.9
Toplam Prim Üretimi/GSYH (%)		4.4	14.8	12.6	9.2
Borsa Piyasa Değeri/GSYH (%)		77.8	156.4	121.8	99.0
Halka Açık Yerli Şirket Sayısı	2,659	1,946	2,428	2,362	2,070
Halka Açık Yabancı Şirket Sayısı	482	613	501	604	428
Günlük Ortalama Döviz İşlem Hacmi (milyar dolar)			542**	1,854	2,406***

Kaynak: Uluslararası Ödemeler Bankası, Dünya Borsalar Federasyonu, İngiltere Merkez Bankası

\*1982 verisi

\*\*2011 verisi

\*\*\*2016 verisi

Londra'da bankacılık 1980'lerden beri oldukça gelişkindir. Kredilerin ve mevduatın Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya oranı hayli yüksektir.

2008 krizinde devlet bankacılık sektöründe kamulaştırmaya gitmek durumunda kalmış, kamu maliyesinden 37 milyar Avro tutarında para kamulaştırma kapsamında bankalara aktarılmıştır.

Dünyadaki en büyük üçüncü, Avrupa'da ise en büyük sigorta piyasasına sahip olan İngiltere'de, sigortacılık sektörü 2008 krizi nedeniyle oldukça sarsılmıştır.

Sigortacılık sektöründe, bankacılık sektöründe olduğu gibi, İngiltere teknolojinin gelişimine önem vermiş ve geniş bir ürün yelpazesine sahip olan sektörde büyüme, fintek çalışmaları sayesinde tekrar ivme kazanmıştır.

Süregelen ekonomik politikaların da yardımıyla bugün Londra; bankacılık ve sigortacı-

lığın yanı sıra, tahvil, vadeli işlem ve yabancı para ticaretinde de öncülerdendir. İlk KOBİ piyasası Londra'da açılmıştır. Bugün ise Avrupa'daki en büyük KOBİ piyasasıdır. Yanı sıra, Londra Metal Piyasası (LME) dünyadaki en geniş kıymetli maden (spot ve türev) piyasasıdır.

Dünyanın en eski borsalarından olan Londra Borsası, 2007'de İtalyan Borsası ile birleşerek Londra Borsalar Grubunu oluşturmuştur.

İngiltere, tezgahüstü döviz işlemlerinde günlük ortalama 2,406 milyar dolar işlem hacmiyle dünyanın en büyük döviz piyasasına sahiptir. Bu tutar dünyadaki toplam döviz piyasası işlem hacminin neredeyse yarısını oluşturmaktadır.

İngiltere borsası finansal ürün çeşitliliği, destekleyici düzenleme çerçevesi ve derin finansal piyasaları sayesinde yatırımcıları çekmektedir ve piyasa değeri açısından dünyadaki en büyük 4. borsadır.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Londra'nın en büyük finans merkezlerinden biri olmasının sebeplerinin, şehrin konumunun ve ticari bir liman kenti olmasının doğal bir sonucu olduğu söylenebilse de, İngiltere her zaman stratejik politikalar izlemiştir.

Ekonomiyi şekillendiren en büyük göstergenin ticaret olduğu zamanlarda, net ihracatın artmasına yönelik vergi politikaları izlenerek

tüccarlar korunmuş, kolonicilik başladığında kısa zamanda bunun öncüsü konumuna gelmiş, 1986 kararları ile birlikte piyasalarını serbestleştirmiştir.

20. yüzyıldan itibaren İngiltere'de yerel ve bölgesel piyasaların gelişmesinden ziyade yurtdışı kaynakları ve girişimleri çekmek amaçlanmıştır. Bu nedenle düzenlemeler

uluslararası pazarların ihtiyaçlarına cevap verecek şekilde tasarlanmıştır. Teknoloji çağına hızla adapte olmuş, kum havuzu düzenlemeleri ile fintek alanında da öncü konumuna gelmiştir.

2008 krizi sonrası, ülkenin finans sektöründe derinleşmesi amacıyla kurulan The CityUK lobisi, sektörde gelişime katkı sağlamaktadır. Özel sektör profesyonellerinden oluşan ve The City of London belediyesinin de desteğini alan lobi, birçok ülkede İngiltere merkezli finansal firmaların tanıtılması ve yaygınlaşması için çalışmaktadır.

Süregelen ekonomik politikaların da yardımıyla bugün Londra; bankacılık ve sigortacılığın yanı sıra, tahvil, vadeli işlem ve yabancı para ticaretinde de öncülerdendir. Avrupa'daki en büyük KOBİ piyasası ve dünyadaki en geniş kıymetli maden piyasası burada yer almaktadır. Ayrıca İngiltere'nin tezgahüstü döviz işlem hacmi, dünyadaki toplam döviz piyasası işlem hacminin neredeyse yarısını oluşturmaktadır.

Londra, yatırımcı haklarının korunması açısından en güvenli şehirlerden biridir. Dünyanın önde gelen tahkim merkezlerinden biri

olan ve uluslararası bir yapıya sahip olan Londra Uluslararası Tahkim Merkezinde, davaların ortalama %80'i yabancı uyruklu yatırımcılardan oluşmaktadır.

Uluslararası bir öğrenci şehri olması, iş gücünün de yetenek ve bilgi birikimi olarak çeşitlenmesini sağlamaktadır. Bunun yanı sıra, dünyanın finans merkezlerinden biri olmasının bir sonucu olarak, finans alanında uzman personel de bu şehirde yoğunlaşmıştır. Sektörde çalışan 1 milyona yakın kişinin 300.000'i yabancıdır. Nitelikli ve yenilikçi işgücü, İngiltere'nin düzenli olarak kendini geliştirmesine ciddi katkı sağlamaktadır.

İngiltere, hukuk sistemi, güçlü ekonomisi ve sağladığı olanaklarla günümüzde yatırımcıların, çalışanların ve öğrencilerin rağbet ettiği bir ülkedir. En büyük 2. uluslararası finans merkezi olan Londra, hem bankacılık hem sermaye piyasaları açısından en gelişmiş şehirlerden biridir. Londra'nın günümüzde bu konumunu korumak adına tek engeli Brexit nedeniyle doğan ekonomik belirsizlik ortamıdır.

## KAYNAKÇA

<https://www.bankofengland.co.uk>

<https://www.fca.org.uk/>

<http://www.prarulebook.co.uk/>

<https://www.abi.org.uk>

<http://www.uncsbrp.org/finance.htm>

<https://www.bis.org>

<http://www.bbc.co.uk>

<https://www.cityoflondon.gov.uk>

<https://www.britannica.com/place/United-Kingdom/Economy#ref44699>

<https://www.britannica.com/place/United-Kingdom/Trade>

<https://www.lseq.com>

<http://researchbriefings.files.parliament.uk/documents/SN06193/SN06193.pdf>

# SEUL FİNANS MERKEZİ

Onur Saltürk

Güney Kore Cumhuriyeti, Kore Savaşı'nın ardından Kore Yarımadası'nın güneyinde kurulmuş, 1980'lere kadar tarım ekonomisine dayalı bir ülke olarak kalmıştır. Doğal kaynakların zayıflığı ve yetersiz yurtiçi sermayeye rağmen izlenen liberal politikalar ile ülke hızla kalkınmaya geçmiş ve günümüzde tüm gelişmekte olan piyasalara örnek olacak şekilde kalkınmıştır.

2015 yılında Z/Yen tarafından yayımlanan Küresel Finansal Merkezi Endeksi'nde 6. sırada yer alan Seul'un Eylül 2018'de 33. sıraya gerilediği görülmektedir. Bunun en önemli nedeninin finansal sisteme ilişkin düzenlemelerdeki katılık ile finansal teknoloji alanında yapılan atılımların dünya ülkeleri ile karşılaştırıldığında hayli sınırlı olmasıdır. Kore kısa sürede

yakaladığı inanılmaz kalkınma performansı ile dikkat çekse de Seul'un Hong Kong, Singapur, Şanghai ve Tokyo gibi hayli rekabetçi şehirlerin bulunduğu Asya'da muadillerinin gerisinde kaldığı görülmektedir.

Bununla beraber Dünya Bankası'nın yayımladığı Doing Business Report'unda belirtildiği gibi iş yapma kolaylığı açısından Kore dünyadaki en rekabetçi ülkelerden biridir. Kore 2018'e göre bir sıra gerilese de Hong Kong'un ardından dünyada 5. Sırada yer almaktadır.

Bu çalışmamızda Kore'nin ekonomik gelişimi, genel ekonomi politikaları, düzenleyici çerçevesi ve Seul'un uluslararası bir finans merkezi olması için yapılan faaliyetler incelenmektedir.

## TARİHSEL GELİŞİM VE SİYASİ FAKTÖRLER

1953'te Kore'nin Kuzey ve Güney olarak bölünmesiyle sona eren Kore Savaşı'nın ardından Güney Kore'nin serbest piyasa ekonomisini benimsemiş demokratik bir cumhuriyetle olmasıyla başlayan dönem Han Nehri Mucizesi olarak anılmaktadır. Bu süreçte Kore'nin liberal politik

ekonomiler izlemesi, ağır sanayi teşvikleri, ABD ve Japonya'dan alınan ekonomik destekler kişi başı milli gelirin gelişmiş ülkeler seviyesine ulaşmasına neden olmuştur.

Kore Savaşı'nın ardından Kuzey ve Güney Kore'nin ekonomileri 1960 yılında benzerken günümüze gelindiğinde Güney Kore kişi başına düşen milli gelirin Kuzey Kore'ye göre 20 kat daha fazla olduğu görülmektedir. Mevcut durumda Güney Kore'de kişi başına düşen milli gelir Avrupa'nın önemli ekonomilerinden İtalya ve İspanya'nın önündedir.

Güney Kore, kuruluşundan itibaren kısıtlı yeraltı kaynaklarıyla ekonomik büyümenin ancak ihracatla gerçekleşebileceği





düşüncesiyle ihracata yönelik sanayileşme stratejisi izlemiştir. 1960'larda ihracata yönelik çeşitli kamu teşvikleri ve gümrük işlemlerinin basitleştirilmesi hammadde ithalatı ve son ürün ihracatını kolaylaştırmıştır. 1970'lere gelindiğinde petro-kimya ve ağır sanayiye yönelik teşviklerle ülke, Asya'da hızla sanayileşen Hong Kong, Tayvan ve Singapur'un yanındaki yerini almıştır.

1997 yılında patlayan Asya Krizi Kore ekonomisini hayli olumsuz etkilemiştir. Tayland'la başlayan süreçte, yabancı yatırımcılar nazarında Kore'nin kredibilitesinin düşmesiyle yabancı yatırımcılar ülkede bulunan varlıklarını hızla çekmeye başlamıştır. Kore'den çıkan sıcak parayla 1997'de Won'un değeri %66, borsanın değeri ise %49 oranında düşmüştür. İşsizlik %2-3 bandından %9'a fırlamış ve ülke dış borçlarını ödeyememe noktasına geldiği için IMF'ye başvurmuştur.

## EKONOMİ POLİTİKALARI

Kore'nin ekonomik kalkınması boyunca finansal sistem ve sermaye piyasasının da gelişmesi için ileride değinileceği üzere ekonomi yönetimince çeşitli adımlar atılmıştır. Sermaye piyasalarının geliştirilmesi için pek çok program uygulanmış, şirketlerin istikrarlı ve sürdürülebilir şekilde finansmana erişim sağlayabilmesinin önü açılmıştır. Bu hedefe yönelik olarak 1960'lardan itibaren yapılan faaliyetler ileride değinileceği üzere kanunlarla yapılan düzenlemelerle sağlanmıştır.

Şirketler için finansmana erişiminin kolaylaştırılması ve yatırımcıların yatırım fırsatlarına kolayca erişebilmesi için Kore'nin iki önemli şehri Seul ve Busan'ın finans merkezi olarak tasarlanması gündeme gelmiştir. Bu amaca hizmeten,

Aralık 1997'de IMF'den alınan \$58 milyar \$'lık kurtarma paketi ile kriz kontrol altına alınmaya çalışılsa da ekonomi 1998'de %5,5 küçülmüştür. Finansal yardım paketi kapsamında devlet yöneticileri yabancı para kanununu yürürlükten kaldırma, yabancıların ortaklık ve yatırım sınırlamalarının kaldırılması, kamu sermayeli kurumların özelleştirilmesi, işten çıkarmaların kolaylaştırılması benzeri liberal politikaları benimsemiştir. IMF programı Kore'nin ödemelerini vaktinden önce tamamlamasıyla Ağustos 2001'de sona ermiştir.

Başta ağır sanayi olmak üzere pek çok sektöre yapılan teşviklerle ekonomi kuvvetlendirilerek günümüzde Kore'nin dünyadaki önemli ekonomiler arasında yer alması sağlanmıştır. 20. yüzyılın ortasında ciddi ekonomik sıkıntılar yaşayan Kore güttüğü ekonomik politikalarla yalnızca 50 yıl içerisinde Samsung, Hyundai, Kia ve LG gibi dünyaca ünlü markalar çıkarmayı başarmıştır.

2008'de yürürlüğe giren Finansal Merkez Kurma Ve Geliştirme Kanunu Kore yönetiminin ekonomiyi kalkındırmak ve yeni iş imkanları yaratmak için finansal hizmetler sektörünü teşvik etmek amacıyla yapılacak faaliyetlere yasal çerçeveyi sağlamaktadır. 2009 Şubatında yürürlüğe giren Finansal Yatırım Hizmetleri ve Sermaye Piyasası Kanunu ise genel olarak sermaye piyasası ve finansal sistemin yapı ve işleyişini düzenleyecek şekilde kurgulanmıştır.

Bu iki kanun, Seul ve Busan'ın muadilleri arasında yükselerek küresel finans merkezleri olmaları yönündeki yasal zemini tesis etmektedir.

## Sermaye Piyasasını Geliştirme Kanunu

Kore'de sermaye piyasalarının desteklenerek büyüme ve kalkınmanın sağlanması için Kasım 1968'de Sermaye Piyasası Geliştirme Kanunu Ulusal Meclis tarafından kabul edilmiştir. Kanun, kamu sermayeli şirketlerin halka açılmasını teşvik etmek için bu şirketlere yönelik vergi avantajları sağlamıştır. Pay senedi yatırımlarının teşvik edilmesi için kanun asgari temettü verimini belirlemeye kadar varan düzenlemeler içermiştir. Bu kanunla beraber ilk kez Pay Senedi Sahipliği Planı (Employee Stock Option Plan, ESOP) uygulamaya konmuştur. Hükümetin kararlılığını vurgulamak için 1969 yılı Sermaye Piyasası Gelişim Yılı ilan edilmiştir. Aynı kanunla Kore Yatırım Geliştirme Şirketi de kurulmuştur. Kore Borsası, Maliye Bakanlığı, Merkez Bankası, Kore sermaye piyasası özdüzenleyici kuruluşu gibi kurumları temsilen üyelerin bulunduğu bir yönetim kuruluna sahip Kore Yatırım Geliştirme Şirketi kurularak halka arz edilen kamu şirketlerinin halka arz aracılık yüklenimi, tabana yayılmış pay senedi sahipliğinin özendirilmesi ve pay senedi fiyatlarının istikrarın sağlanması amaçlanmıştır. Kore Yatırım Geliştirme Şirketi 1977 yılında faaliyetlerini sonlandırmıştır.

Ancak, yöneticilerin tüm girişimlerine rağmen bu dönemde yapılan halka arzların başarısı sınırlı olmuştur. Bunun nedeni henüz gelişme sürecinde ve yatırım ihtiyacı içinde bulunan şirketlerin temettü ödemesinde bulunmak için yeterince karlılıkta olmamasıydı. Şirketlerin karlı olması durumunda dahi ödenen temettü verimi mevduat faizi ve enflasyonun gerisinde kalmaktaydı. Getirilerin düşüklüğü yatırımcı iştahının bu nedenle sınırlı olmasına neden olmaktadır. Geniş bir yatırımcı mevcudiyetinin bulunmaması

ihraç edilen kıymetlere olan talebin sınırlı olmasına neden olmuştur. Bu nedenlerle, önemli vergisel avantajlara rağmen şirket yöneticileri, kurum kontrolünü kaybetme endişesiyle de, halka açılmalara isteksiz yaklaşmıştır.

## Halka Arzı Teşvik Kanunu

Geçmişten gelen birikimler ışığında 1972 yılında Halka Arzı Teşvik Kanunu benimsenmiştir. Bu kanun ekonomi yönetimine hangi firmaların halka açılacağını belirleme yetkisini vermiş, kurumların halka açılmayı reddetmesi durumunda ise kurumların bankacılık sistemine erişimini engelleyerek onları cezalandırma gücünü vermiştir. Bunun üzerine, 70'lerde yaşanan petrol şokuna rağmen halka arz edilen firma sayısı yaklaşık 300 adet artmıştır.

Bu dönemde yaşanan hızlı ekonomik büyüme de firmaların sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için gönüllü olarak halka açılmalarını teşvik etmiştir. Kore'nin iki haneli büyüme rakamlarına ulaştığı bu dönemde halka açılmaların önemli ölçüde hız kazandığı görülmektedir.

İlgili dönemde kanunun devlet yöneticilerine tanıdığı yetkiler etkili olmuşsa da düşük faiz oranları bu dönemde pay senedi yatırımlarının daha cazip olmasına neden olmuştur. Pay senedi piyasasına bu dönemde ortaya çıkan ilgi, büyük ölçekli halka arzların başarıyla tamamlanmasına olanak tanımıştır.

Ekonomi yönetiminin artan sermaye piyasası faaliyetine paralel olarak menkul kıymetlerle ilgili düzenlemeleri zamanında yapması şirket sahipleri ve yatırımcıların kaygılarını hafifletmeye yardımcı olmuştur. Örneğin, %10 sahiplik sınırı yatırımcıların şirket yönetimini ele geçirmesini engellemeye yönelik olarak tasarlanmıştır.

Bu düzenleme şirket kontrolünü kaybetme korkusu yaşayan şirket sahiplerinin endişelerini önemli ölçüde azaltmıştır. Aynı dönemde şirketlerin kamuyu aydınlatma pratiklerinin sistemleştirilerek zorunlu hale getirilmesi, yatırımcıların şeffaflık eksikliğinden duyduğu endişeyi hafifletmiştir. 1970'lerde izlenen politikalar devlet yöneticilerinin halka arz olunan şirketleri doğrudan belirlemesi nedeniyle hızlansa da, yöneticilerin firmaları düşük fiyatlarla dahi halka arz etmeye çabası Hyundai benzeri firmaların bu dönemde halka arzdan kaçınmasına neden olmuştur.

1970'lerin sonuna doğru tekrarlayan petrol krizi nedeniyle dünyada büyümenin zayıflaması Kore menkul kıymetler piyasası üzerinde hayli olumsuz etkilere neden olmuş ve pek çok şirketin kottan çıkmasına neden olmuştur. Bu durum esas olarak, halka arz için teşvik edilen şirketlerin kalıcı ekonomik güce sahip olmamasından kaynaklanmıştır.

Dolayısıyla, güdülen ekonomik politika kısa vadeli olarak etkili olmuşsa da uzun vadede kalıcı bir etki yaratmamıştır. 1970'lerde yaşanan petrol krizlerinin ardından sermaye piyasalarından finansman sağlamak yerine firmaların para piyasalarına yöneldiği görülmüştür. Pay senedi finansmanındansa bankalardan kredi yoluyla finansman sağlanması şirketlerin bilançosunun bozularak riskli hale gelmelerine neden olmuştur. Bankacılığın ön plana çıktığı bu dönemde, sermaye piyasalarının ve halka arzların artması için ekonomi yönetimi bir dizi düzenleme yapmaya gitmiştir.

Düşük uluslararası faiz oranları, Kore Won'unun düşük değeri ile 80'lerde gerileyen petrol fiyatları gibi olumlu makroekonomik gelişmeler, Kore ürünlerine olan talebi artırarak firmaları sermaye piyasalarından daha fazla

finansman sağlamaları için teşvik etmiştir. Bu dönemde artan kişi başı milli gelirle Koreli yerli bireysel yatırımcıların sermaye piyasası yatırımlarına ilgisinin artmasıyla yatırımcı tabanının genişlediği anlaşılmıştır. Halka arz fiyatlarının piyasa tarafından belirlenmesine müsaade edilmesi ve fiyatların kamu tarafından belirlenme faaliyetinin sonlandırılması halka arzların canlanmasına katkıda bulunmuştur.

### Pay Senedi Sahipliği Planı Teşviki

Pay Senedi Sahipliği Planı (Employee Stock Option Plan, ESOP) ilk olarak 1968 tarihli Sermaye Piyasası Geliştirme Kanunu ile getirilmiştir. Bu plan temettü getirilerinin o dönemde hayli düşük olması ve kişi başı milli gelirin tasarruf yapmak için hayli düşük olması nedeniyle çalışanlar tarafından ilgi görmemiştir. Önceden denenmemiş bir sistem olması nedeniyle şirket yöneticileri de bu plana uzak durmaktaydı. Bu nedenle, sistemi kamuoyuna tanıtmak ve yaygınlaştırmak amacıyla Maliye Bakanlığı, 1974 yılında bir dizi destekleyici tedbir açıklamıştır. Bunlardan ilki, şirket hisselerini satın almak isteyen çalışanlar için bakanlık tarafından başlatılan bir kredi programıdır. İkinci tedbir, bakanlık firmaları ikramiye ve kıdem tazminatı ödemeleri için pay senedi kullanmaya teşvik etmesi olmuştur. Üçüncüsü, halka arz edilmek üzere olan şirketlerin asgari %10'luk payının ilgili plan için ayrılmasını zorunlu kılmıştır. Dördüncüsü ise, bakanlık firmaların şirket hisselerini çalışanlarına indirimli olarak satmalarını teşvik etmesi olmuştur. Destekleyici tedbirlerin açıklanmasından kısa bir süre sonra pay senedi sahipliği planlarına katılım hayli artarak Kore'nin kalkınmasına rastlayan 1980'ler boyunca halka arz olunan şirket paylarına finansman sağlayan en güvenilir kaynak olarak iş görmüştür. Tüm faydalarına

rağmen bu planlar belirli riskleri de beraberinde getirmiştir. İlgili plana dahil olan bir katılımcı şirketinin batması halinde hem işini hem de varlıklarının önemli bir bölümünü kaybetmekle karşı karşıya kalmış, plandaki çeşitlendirme imkanının sınırlılığı nedeniyle risk dağıtımının farklı sektörler arasında yapılması hususunda da sıkıntılar yaşanmıştır.

### **Halkın Pay Senedi Sahipliği Planı Teşviki**

1980'lerin sonunda gelindiğinde ekonomi yönetimi pay senedi sahipliği planına ilaveten Halkın Pay Senedi Sahipliği Planını (People's Stock Ownership Plan, PSOP) uygulamaya almıştır. Bu plan kamuya ait şirket paylarının düşük ve orta gelirli hane halkına üç yıllık mecburi bir elde tutma süresine riayet etmek koşuluyla indirimli olarak satılmasını hedeflemiştir. Halkın pay senedi sahipliği planı için iki temel amaç belirlenmiştir: Birincisi, Kore'nin ekonomik kalkınmasından Kore halkını nemalandırarak onlara bir mülkiyet ve sorumluluk hissi aşılandırırken daha fazla ekonomik kalkınma için ortak bir zemin ve fikir birliği oluşturmaktır. İkinci hedef, düşük ve orta gelirli hanehalkının kalkınma nedeniyle ortaya çıkan servetten pay alarak geleceğe yönelik sermaye piyasası tabanının geliştirilmesine hizmet etmektir.

Halkın pay senedi sahipliği planı yatırımcı tabanının geliştirilmesi açısından önemli vazife görmüştür. 1987 yılında pay senedi yatırım bulunan kişi sayısı 3 milyonken bu rakam 1989'a gelindiğinde 19 milyona yükselmiştir. Ancak, planın bir başka önemli hedefi olan orta ve düşük gelirli hanehalklarına fayda sağlama bağaında ilgili kesimin kısıtlı yatırım kapasitesi nedeniyle ancak sınırlı olduğu söylenebilmektedir. Üç yıllık zorunlu elde tutma süresi boyunca tahsis edilen pay senetlerinin sağladığı getiriler kıymetler

%30 indirimle hanehalkına arz olunduğu için hayli tatminkar olmuştur.

Yatırımcı tabanının genişletilmesi 1980'lerin sonlarındaki yeni halka arzların başarıyla gerçekleştirilmesinde büyük rol oynamıştır. Ancak diğer yandan bu politika, pay senedi piyasasında işlem yapmak için yeterli donanımına sahip olmayan yatırımcıların da türemesine vesile olmuştur. Bu dönemde sınırlı kaynak sahibi yerli bireysel yatırımcıların ciddi oranda borçlanıp sıklıkla işlem yaparak ciddi kayıplara uğraması hayli yaygın bir durum olmuştur. Borsanın yükselme trendinde olduğu dönemde piyasaya girme eğilimi bulunan bireysel yatırımcıların düşüşe geçen piyasa nedeniyle panikle satışa yönelmesi ciddi kayıpları beraberinde getirebildiğinden politika yapıcılarının benzer planlar kurgularken bu ihtimali göz önünde bulundurması elzemdir.

### **Financial Hub Korea: Finansal Merkez Kurma Ve Geliştirme Kanunu**

Finansal Merkez Kurma ve Geliştirme Kanunu Mart 2008'de yayımlanmıştır. Bu kanunla beraber finansal merkez oluşturulmasının ve geliştirilmesinin desteklenmesi için Finansal Hizmetler Komisyonu üç yılda bir yenilenen bir planı düzenleyecek ve uygulayacaktır. Bu kapsamda Eylül 2008'de Finans Merkezi Kore (Financial Hub Korea) kurulmuştur. Finans merkezi faaliyetlerini sistemli bir şekilde yürütmesi için ilgili kanun kapsamında kurulan Finans Merkezi Kore faal olarak Eylül 2009'da çalışmaya başlamıştır. Kanuna göre yönetim kurulu toplam üye sayısı otuz olarak belirlenmiştir. Üyeler finansal hizmetlerin farklı dallarında tecrübeli kişilerden meydana gelmekte olup görev süreleri iki yılla sınırlandırılmıştır.

Ocak 2009'da düzenlemelere paralel olarak Seul ve Busan'ın finans merkezi olarak belirlenmesinin ardından 2009 Şubatında Finansal Yatırım Hizmetleri ve Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girmiştir. İlgili kanun kapsamında Kore yönetimi, kurumsal yatırımcı tabanı kuvvetli bir finans merkezi oluşturmak için portföy yönetimi endüstrisini geliştirmeyi hedeflemektedir.

Finansal Merkez Kurma ve Geliştirme Kanunu kapsamında Finans Merkezi olarak belirlenmiş bir bölgede yeni kurulan bir banka veya sigorta şirketine vergisel avantajlar verilmesine karar verilmiştir. Kurumun sermayesi asgari 2 milyar Won ve çalışan sayısı en az 10 ise kurumun ödemekle yükümlü olduğu kuruluşu müteakip ilk üç yıl için kurumlar vergisinden muafiyeti %100, takip eden iki yılda ise %50 olarak belirlenmiştir.

Kurumun Finans Merkezi'nde gayrimenkul edinmesi halinde maruz kalacağı tüm vergiler ilgili Finans Merkezi'nin yerel yönetimi tarafından 15 yılı geçmemek suretiyle hafifletilebilmektedir.

Finans Merkezi Kore, küresel finans şirketlerini ülkeye çekmek, yurtiçi finansal

kuruluşların yurtdışına açılmalarını desteklemek ve finansal sistemi iyileştirme yönünde faaliyetlerde bulunarak Kore'yi uluslararası bir finans merkezi olarak konumlandırmak için oluşturulmuştur. Bu amaca hizmeten, Kore'de faaliyet gösteren tüm finansal kuruluşların karşılaşılabilecekleri engelleri ortadan kaldırmak için Finans Merkezi Kore başta kamu kuruluşları olmak üzere tüm paydaşlarla ortak faaliyetler yürütmektedir.

Finans Merkezi Kore, yurtiçinde uluslararası rekabet gücüne sahip finansal kuruluşların filizlenmesi ile yabancı çokuluslu finansal şirketlerin ülkeye çekilmesini sağlayacak uluslararası standartlarda bir finansal sistem tesis etmek için serbest piyasa ilkelerini gözeterek liberalleşme politikalarını düzenlemek ve uygulamakla görevlendirilmiştir. Bunun yanında, Finans Merkezi Kore ayrıca şirketlere tescil ve kayıt hususlarında bilgi ve yardım sağlamak, yabancı sermayeli şirketlerin Kore'de karşılaştığı sorunları gidermek, Kore'de ikamet eden yabancı çalışanlar ve yakınlarına göç ve eğitim konularında idari destek sağlamaktadır.

## DÜZENLEYİCİ VE HUKUKİ ÇERÇEVE

Kore sermaye piyasası kamu kuruluşlarıyla beraber Türkiye'de olduğu gibi bir özdüzenleyici kuruluşla da düzenlemektedir. Bu düzenleyici kuruluşlar Maliye ve Ekonomi Bakanlığı, Finansal Hizmetler Komisyonu ve Kore Aracı Kuruluşlar Birliği'dir.

Mali sistemin istikrarını sağlamaya yönelik politikalar 1998 yılına dek Maliye ve Ekonomi Bakanlığı sorumluluğundaydı. Bakanlık 1998'de finansal düzenleme ve denetleme yetkilerini Finansal Hizmetler Komisyonu'na, mali politikalarla ilgili

görevlerini ise Kore Merkez Bankası'na devretmiştir.

1998'de kurulan Finansal Hizmetler Komisyonu bankacılık, sermaye piyasası ve sigortacılığın düzenlenmesi ve denetlenmesinden sorumludur. Özerk bir kurum olan Finansal Hizmetler Komisyonu Kore'de faaliyet gösteren tüm finansal kuruluşların denetimiyle mükelleftir. Finansal Denetim Komisyonunda 9 kurul üyesi bulunmakta olup bu üyeler bakanlar kurulu ve ekonomi bakanının önerisi

üzerine devlet başkanı tarafından 3 yıllık süre için atanmaktadır.

Kore Borsası 1956 yılında kurulmuş, 2005 yılında ise Kore Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası ve KOBİ'lerin işlem gördüğü KOSDAQ'la birleşmiştir. Borsanın başlıca görevleri menkul kıymet piyasasının düzenli işleyişini sağlamak ve işlem yapan kurumları denetlemektir.

## İNSAN KAYNAĞI

52 milyonluk nüfusu bulunan Kore'nin %45'i 25 ila 54 yaş arasında bulunmaktadır. 55 yaş üzeri nüfus, toplam nüfusun %30'unu teşkil etmektedir. Kore'de ortalama yaş 42 olup, bu rakam ortalama yaşın 31 olduğu Türkiye'nin hayli önündedir. Bu bakımda Kore'nin yaşlanan bir nüfusa sahip olduğu söylenebilmektedir. Nüfusun %82'si kentlerde yaşamaktadır.

Yeraltı kaynaklarının sınırlılığı nedeniyle Kore'nin en büyük kaynağının beşeri sermaye olduğu söylenebilmektedir. Kore'deki eğitim harcamaları GSYH'nin yaklaşık %5'ine tekabül etmektedir. Lise öğrencilerinin performansını değerlendiren PISA skalasında Kore'nin 516 puanla 493 olan OECD ortalamasının önünde yer alarak sıralamada üst sıralarda bulunmaktadır.

Akademik makale sayıları incelendiğinde Kore'nin Avustralya'nın ardından dünyada 12. sırada yer aldığı görülmektedir.

## KORE EKONOMİSİ VE FİNANS SEKTÖRÜ

Kore'ye ilişkin temel ekonomik göstergelere Tablo 1'de yer verilmektedir. 1980'lerden itibaren önemli ekonomik çıkış yakalayan Kore'nin GSYH'si 1,5 trilyon doları aşmıştır. 1980 yılında dünyada milli gelir bakımından 28. sırada yer alan Kore 2017 yılına gelindiğinde 12. sıraya

Kore sermaye piyasasında 1953 yılında Kore Aracı Kuruluşlar Birliği özdüzenleyici bir kuruluş olarak kurulmuştur. Kurumun temel hedefleri yatırımcı haklarının geliştirilmesi ve korunmasını, üyelerin kurum tarafından belirlenen kurallar çerçevesinde faaliyet göstermesini ve sermaye piyasasının geliştirilmesini sağlamaktır.

Halihazırda Kore'de 432 yükseköğrenim kurumu bulunmakta olup eğitime devam eden 2 milyon üniversite öğrencisi bulunmaktadır. Bu öğrencilerin yaklaşık %5'i yabancı öğrencilerden meydana gelmektedir. Yükseköğrenime önemli ölçüde yatırım yapılsa da Kore üniversitelerinin diğer Asya ülkeleri ile karşılaştırıldığı uluslararası sıralamalarda daha alt sıralarda yer aldığı, Singapur, Çin ve Japon üniversitelerinin ise kendilerine daha üst sıralarda yer buldukları görülmektedir.

Kore'de aktif internet kullanıcısı sayısının nüfusa oranı dünyadaki pek çok ülkenin önünde bulunmakla beraber ABD, Japonya ve Çin gibi ülkelerle beraber dünyada patent başvurusu sayısında ön sıralarda yer almaktadır. 2016 yılında yapılan 200.000'den fazla patent başvurusu ile dünyada 4. sırada yer alan Kore'de başvuruların %22'sinin yabancı şirketler tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

yükselmiştir. Gene 1980'lerde yüksek enflasyonla mücadele eden ülke 1990'lardan itibaren tek haneli rakamlara geriletmeyi başarmıştır. Türkiye için çoğunlukla bir rol model olarak gösterilen Kore'nin hâlihazırda kişi başı milli geliri \$30.000 civarındadır. Ülke nüfusu 52

milyondur. Dünya Ekonomik Forumu'nun 2017-18 Uluslararası Rekabet Raporu'na

göre Kore 137 ülke arasında 26. sırada yer almaktadır.

Tablo 1: Kore Temel Bilgiler					
	1980	1990	2000	2010	2017
Nüfus (milyon)	38.1	42.9	47.0	49.6	51.5
GSYH (milyar dolar)	65.0	279.3	561.6	1,094.5	1,538.0
Kişi başı GSYH (dolar)	1,704	6,516	11,948	22,087	29,891
Cari Denge/GSYH (%)	-10.5	-0.9	1.9	2.6	5.1
Kamu Borcu/GSYH (%)	-	13.4	17.1	30.8	39.8
TÜFE (%)	32.20	9.34	2.78	3.03	1.46

Kaynak: IMF

Tüm bu izlenen politikaların yıllar içerisinde Kore para ve sermaye piyasalarına yansması Tablo 2'de görülmektedir. Kore'nin 1980'lerden itibaren ekonomik kalkınmaya geçmesi bankacılığın hızla büyümesine neden olmuştur. Bununla beraber özellikle dikkat

çekici olan bu dönemden itibaren Kore yönetiminin de desteğiyle halka arzlardaki önemli artıştır. Kore'nin uluslararası bir finansal merkez olma çabasına rağmen Kore'de halka açılmayı tercih eden yabancı şirket sayısı halihazırda hayli sınırlıdır.

Tablo 2: Kore Para ve Sermaye Piyasası Temel Verileri					
	1980	1990	2000	2010	2017
<b>Bankacılık Sektörü</b>					
Kredi/GSYH (%)	37%	47%	66%	157%	170%
Mevduat/GSYH (%)	24%	29%	55%	63%	127%
<b>Sermaye Piyasası</b>					
Piyasa Değeri/GSYH (%)	-	41%	28%	100%	116%
Halka Açık Yerli Şirket Sayısı	352	677	702	1,781	2,114
Halka Açık Yabancı Şirket Sayısı	-	-	-	17	20
Yatırım Fonu Büyüklüğü/GSYH	-	-	20%	24%	25%
Emeklilik Fonu Büyüklüğü/GSYH	-	-	2%	4%	7%
<b>Sigortacılık Piyasası</b>					
Toplam Brüt Prim/GSYH	-	-	11%	11%	12%

Kaynak: Dünya Bankası, Dünya Borsalar Federasyonu

## GENEL DEĞERLENDİRME

Kore 1960'lı yıllardan itibaren hızlıca kalkınmaya başlayarak gelişmiş ülkeler seviyesine yükselme fırsatı bulmuştur. Kore sermaye piyasalarının geliştirilmesi için devlet yöneticileri özellikle yüksek borçluluğun neden olduğu kırılganlığın azaltılması için pay senedi halka arzlarını teşvik etmiştir. Bu yolda, Kore yönetiminin sermaye piyasasına ilişkin dünyadaki yaygın politikalardan farklı izlediği iki politika bulunmaktadır. Bunların ilki özellikle halka arzlarda aktif rol oynayarak

çeşitli teşviklerle şirketlerin halka açılmalarını sağlamaya çabalarırken, halka açılmayı reddeden şirketleri cezalandırmaya varan uygulamalarda bulunmasıdır. Bu cezalandırıcı uygulamaların en yaygını halka açılmayı reddeden kurumların bankalar aracılığıyla finansmana erişiminin sınırlandırılmasıdır. Teşvik mekanizması özellikle gelişmekte olan ülkelerde hayli yaygınken cezalandırma uygulamaları Kore'de olduğu gibi yaygın şekilde kullanılmamıştır. İkinci

husus ise ekonomik kalkınma sürecine denk gelen zaman zarfında Kore hükümetinin, yerli sermayenin sermaye piyasaları kanalıyla reel sektöre aktarılmasını hayli önemsemesi olmuştur. Ekonomideki kırılganlığı azaltmak için şirketlerin borçluluk oranlarının pay ihraçlarıyla azaltılmasını hedefleyen ekonomi yönetimi, pay sahipliğini vatandaşlar arasında cazip hale getirmek isteyerek bunu sağlamaya yönelik bir dizi faaliyette bulunmuştur. Bu sayede, Dört Asya Kaplanından biri olan Kore'nin kalkınmasından yerel halk da faydalanmıştır.

Sermaye piyasasının gelişimi için Kore'de kamu 1960'lardan itibaren doğrudan müdahale yöntemini tercih etmiştir. Şirketler halka açılma için sadece teşvik edilmemiş, belirli dönemlerde halka açıklamayı reddettikleri takdirde cezalandırılmıştır. Uygulanan bu politikalar sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulursa da her zaman kalıcı olarak başarılı olmamıştır.

Kore yönetiminin 2008 yılında kabul ettiği Finansal Merkez Kurma ve Geliştirme Kanunu ile Seul ve Busan'ın finansal merkez olarak belirlenmesi finans merkezi kurma çalışmalarına yasal bir çerçeve

kazandırmıştır. Bu süreçte kurulan Finans Merkezi Kore, başta Seul ve Busan olmak üzere ülke genelinde finansal hizmetlerin geliştirilmesi için faaliyet göstermektedir. Finansal Merkez Kurma ve Geliştirme Kanunu kapsamında şirketlere belirli kıstasları karşılamaları halinde vergisel avantajlar sunulmaktadır.

Tüm bu adımlara rağmen Seul ve Busan'ın birer finansal merkez olarak konumlandığını iddia etmek mümkün değildir. Kore'nin finansal merkez oluşturma için yürüttüğü faaliyetler bölgedeki Çin gibi diğer ülkelerin gölgesinde kalmıştır. 2013 ile 2016 arasında Barclay's, Citi, RBS, HSBC ve UBS gibi uluslararası finansal kuruluşların faaliyetlerinin bir kısmını ya da tamamını durdurduğu görülmektedir. Bu hususta, Kore'nin düzenleme altyapısının Hong Kong, Singapur gibi ülkelere göre daha katı olmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Bir diğer nedenin de finansal teknoloji alanında Kore'nin muadil ülkelerin gerisinde kalmasıdır. 2015 yılında Küresel Finansal Merkezi Endeksi'nde Tokyo'nun ardından dünyada 6. sırada yer alan Seul'ün bu gelişmeler ışığında Eylül 2018 itibarıyla 33. sıraya gerilediği görülmektedir.

## KAYNAKÇA

Financial Services Commission, Kore

Doing Business and Investing in Korea, PWC (2012)

Korea'a Capital Market Promotion Policies (2012)

2016 Financial Policy Direction, FSC Kore (2016)

Invest Korea: [www.investkorea.org](http://www.investkorea.org)

Developing an International Financial Center to Modernize the Korean Service Sector, Academic Paper Series, Korea Academic Institute (2011)

Seoul's financial hub dream gone wrong, KoreaTimes



Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları, TSPB, Nisan 2004

World Intellectual Property Indicators 2017, WIPO

Scimago Country & Journal Ranking

# SİNGAPUR FİNANS MERKEZİ

Deniz Kahraman

Ufak yüzölçümlü ada ülkesi Singapur, 1965 yılında Malezya'dan bağımsızlığını kazandıktan sonra, en üst düzeyde devlet politikası olarak finansal hizmetler sektörünün geliştirilmesi hedefini ve ticarete liberalizasyonu benimsemiştir. Dünyanın en büyük ikinci limanına sahip olan 5 milyon nüfuslu şehir devleti, döviz piyasası ve yatırım fonu sektörü için önemli bir merkez konumuna erişmiştir.

Ülkenin kurulduğu 1965 yılında kişi başına düşen milli gelir 500 dolar ile Meksika ve Güney Afrika ile aynı düzeyde iken, 1990 yılında 13.000 dolar ile Güney Kore, İsrail ve Portekiz düzeyine, 2015 yılında 56.000 dolar ile ABD ve Almanya düzeyine yükselmiştir.

Ekonomik büyümedeki itici güç, liberalizasyonla birlikte deniz ticaretinin artması, yük-

sek teknoloji alanında imalat sektörünün büyümesi ve finansal hizmetler sektörünün gelişmesi olmuştur.

Londra merkezli düşünce kuruluşu tarafından yayımlanan Küresel Finansal Merkez Endeksi'nin Eylül 2018 sayısında, Singapur 769 puanla Dünyanın en gelişmiş 4. finans merkezi konumuna sahiptir. Ülke, endeksin yayınlanmaya başladığı 2007 yılından bu yana hep üst sıralarda yer almıştır.

Singapur Uluslararası Finans Merkezi projesi hükümet tarafından devlet politikası olarak 1975 tarihinde belirlenmiştir. Finans merkezi, hâlihazırda merkez bankası rolü de olan finansal düzenleyici kuruluş (Monetary Authority of Singapore MAS) bünyesinde oluşturulan Finansal Sektörü Geliştirme Dairesi tarafından yürütülmektedir.

## TARİHSEL GELİŞİM VE SİYASİ FAKTÖRLER

Singapur'un finans merkezi olarak kökenleri, Büyük Britanya İmparatorluğu'nun kolonisi olarak 17. yüzyılda üstlenmiş olduğu ticaret merkezi rolüne dayanmaktadır.



Ülkenin jeopolitik konumuyla da birlikte deniz ticareti açısından önemli bir merkez olması, finansal hizmetlerin gelişimini desteklemiştir. Gemi ticaretine yönelik olarak sigortacılık faaliyeti, döviz ticareti gibi alanlarda finansal hizmetler zaman içerisinde gelişmiştir.

Uzun yıllar Britanya sömürgesi olan Singapur, 1963 yılında İngiltere'den ayrılarak Malezya Federasyonu'na dâhil olmuş, 1965 yılında bağımsızlığını kazanmıştır. Bununla beraber, 1966 yılından itibaren "İngiliz Milletler Topluluğu" üyesidir.

Singapur bağımsızlığını kazandığı 1965 yılından itibaren parlamenter demokrasi sistemiyle olsa da, fiilen tek parti tarafından yö-

netilmektedir. 1965 – 1981 yılları arasında düzenlenen tüm seçimlerde, parlamentodaki tüm milletvekilleri People’s Action Party (PAP) tarafından gösterilen adaylar olmuştur.

Ülkenin siyasi bağımsızlığını kazanmasının ardından, ekonomisinin de kendi ayakları üzerinde duracak düzeye erişmesi gerekmektedir. Ülkenin kurucusu Lee Kuan Yew, finansal hizmetler sektörünü ekonomik kalkınmanın temel taşlarından biri olarak 1965

## EKONOMİ POLİTİKASI

1960’ların sonundan itibaren Asya ülkelerinin bağımsızlıklarını kazandıktan sonraki güçlü ekonomik büyüme performansı göstermesi, finans merkezlerinin gelişmeye başlamasına neden olmuştur. Bununla birlikte, uluslararası yatırım kuruluşları sınır ötesi ticareti kolaylaştırmak amacıyla, Asya’da şubeler açmaya başlamıştır. Diğer yandan, 1949 yılından itibaren Çin ekonomisinin dışa kapanması nedeniyle bölgenin önde gelen finans merkezlerinden biri olan Şanghai’nin faaliyetini durdurması, Singapur’un yükselişinde etkili olmuştur.

Singapur’da istikrarlı siyasi otoritenin finansal piyasayı geliştirmeye yönelik kararlı tutumu ve eylemleri finans sektörünün gelişimini desteklemiştir. Hükümet, verimli ve şeffaf yasal çerçevenin sağlanması, tüm finansal sektörü düzenleyen MAS’ın bankacılık sektörünü destekleyecek adımlar atması, vergi rejiminde yurtdışı yerleşiklerin kazançlarına sağlanan istisnalar ve mali teşvikleri de içeren oldukça kapsamlı adımları atmıştır.

1966 yılında uygulanmaya başlanan politikalarla birlikte, ülkede serbest bölgelerin kuruluşuna izin verilmiştir. Bu adımla birlikte, deniz ticareti gelişmeye başlamıştır.

Singapur hükümetinin kararıyla, ülkenin zaman diliminin diğer küresel finans merkezleri arasında boşluğu doldurabileceği dü-

yulundan itibaren benimsemiştir. 1975 yılına gelindiğinde ise, hükümetin hazırlamış olduğu 10 yıllık kalkınma planında uluslararası finans merkezi olma hedefi ifade edilmiş, gerekli eylemler açıkça tanımlanmıştır. Bu yaklaşımın benimsenmesinde, ekonomik etki alanı ve doğal kaynak yetersizliği etkili olmuştur. Finansal hizmetler sektörünün gelişimiyle birlikte, Singapur’un ada ülkesi olmasının verdiği dezavantajı gidermek ve diğer küresel kentlerle bağların güçlendirilmesi amaçlanmıştır.

şüncesiyle, ABD piyasalarının kapanışı ile Avrupa piyasalarının açılışı arasındaki zaman diliminde işleyecek olan Asya Dolar Piyasası (Asian Dollar Market/ADM) Singapur’da 1968 yılında işlemeye başlamıştır.

Aynı yıl, bu kapsamda ABD Doları ile Singapur’da kurulu olan mevcut şubesinde kıyı bankacılığı faaliyeti yürütmek üzere yetki alan ilk kurum Bank of America olmuştur.

Asya dolar piyasasının Singapur’da kurulmasında, ülkenin sahip olduğu gelişkin bankacılık sektörü etkili olan faktörlerden biridir. 1968 yılında 35 ticari banka ve 25 yabancı banka şubesi bulunmaktaydı. Diğer yandan, 1963 yılında İngiltere’den bağımsızlığın kazanılmasının ardından, Sterlin kullanımının terkedilmesi de ABD doları cinsinden kaynak bulma ihtiyacında etkili görülebilir. Bu iş alanını geliştirmeye yönelik olarak, vergisel ve mali teşvikler açıklanmıştır. Bu teşviklerle birlikte, hem ABD hem de Avrupa’ya göre avantaj sağlanmış ve bu bölgelerden döviz çekilmiştir. Bu kapsamda, 1968 yılında, yurtdışı yerleşiklerin döviz mevduat hesaplarından elde ettikleri faiz gelirine uygulanan %10 oranındaki stopaj kaldırılmıştır.

Bu adımın ardından, yabancı bankaların Singapur’da şube açmasını teşvik etmek amacıyla 1970 yılında Bankacılık Kanunu ve Yabancı Para Kanunu yayınlanmıştır. 1973 yı-

linda ise, bankaların döviz mevduat hesaplarından elde etmiş olduğu gelirlerine uygulanan kurumlar vergisi oranı %40'tan 10'a çekilmiştir. Bu teşviklerin de desteğiyle, 70'li yıllar boyunca hem kıyı bankacılığı (off-shore) hem de ticari bankacılık alanında faa-

liyet gösteren çok sayıda yabancı bankanın Singapur'u tercih etmesini sağlamıştır. 1975 yılına gelindiğinde, ülkede döviz cinsinden faaliyet göstermeye yetkili banka sayısı 61'e ulaşmıştır.

<b>Kutu 1: Singapur'da Ekonomik Reformlar</b>	
1966	Serbest Ticaret Bölgeleri Kanunu yayımlandı
1968	Asya'da ilk kez yabancı bankaların şubelerine dövizle faaliyet imkânı tanındı
1968	Asya Dolar Piyasasının (ADM) kuruldu
1968	Döviz mevduat hesaplarına uygulanan %10 stopaj kaldırıldı
1970	Bankacılık Kanunu ve Yabancı Para Kanunu yürürlüğe girdi
1971	Monetary Authority of Singapore (MAS) kuruldu
1973	Bankaların döviz işlemlerinden elde etmiş olduğu gelire uygulanan vergi %40'tan %10'a indirildi
1973	Singapur, Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşmasına (GATT) üye oldu
1973	Singapur Menkul Kıymetler Borsası (SES) kuruldu
1974	Ulusal varlık fonu olan Temasek Holdings kuruldu
1978	Singapur Altın Borsası (SGE) kuruldu
1978	Sermaye kontrolleri kaldırıldı
1981	İkinci ulusal varlık fonu olan GIC Private Limited kuruldu.
1984	Asya'da ilk kez vadeli işlemler borsası Singapore International Monetary Exchange (SIMEX) kuruldu
1984	İlk kez SIMEX ile CME arasında sağlanan ortak bağlantıyla vadeli işlem pozisyonunun gün boyunca sürdürülmesi mümkün oldu
1985	1985 resesyonu sonrasında, finansal hizmetler sektörünün geliştirilmesi için öncelikli alanlar belirlendi
1987	KOBİ Borsası (SESDAQ) kuruldu
1991	Singapur Uluslararası Tahkim Merkezi kuruldu
1992	Kauçuk Birliği Emtia Borsası kuruldu
1997	Asya finansal krizi
1999	Menkul kıymetler borsası (SES) ile vadeli işlemler borsası (SIMEX), Singapur Borsası (SGX) çatısı altında birleşti
1999	Yurtiçi bankalar konsolide oldu
2015	MAS bünyesinde Fintek Ofisi kuruldu
2018	Bankaların döviz (ACU) ve yerel para (DBU) muhasebe hesaplarının birleştirilmesine karar verildi

## FİNANSAL SEKTÖR REFORMLARI

Monetary Authority of Singapore, (MAS) kurulduğu 1971 yılından beri, bankacılık, sigorta ve aracılık sektörünün tümünü düzenleyen ve tüm finansal politikaları belirleyen kuruluştur. Ülkede finansal hizmetler piyasasının düzenlenmesinde ve denetlenmesinde yeknesak bir yapının kurulmuş olması, finansal sektörün gelişimini desteklemiştir.

MAS'ın sahip olduğu güçlü fonksiyonun yanında, 1971 yılında Ekonomik Kalkınma Kurulu (Economic Development Board) reel sektördeki yatırım ortamını tanıtan ve yabancı yatırımcılara rehberlik eden bir yapı olarak kurulmuştur. Bu iki yapının işbirliğiyle birlikte, finansal sektörün reel ekonomiyi desteklemesi amaçlanmıştır.

Finansal sektörün gelişimi için iki önemli reform yapılmıştır. Bu reformlar, 1973 yılında Singapur Borsasının (the Stock Exchange of Singapore / SES) kurulması ve 1978 yılında sermaye kontrollerinin kaldırılmasıdır. Sermaye kontrollerinin kaldırılmasıyla birlikte, Singapur'da döviz piyasasının oluşması sağlanmıştır. 1968 ile 1978 yılları arasında ülkeye döviz girişi sadece bankaların özel hesapları ile sınırlı iken, 1978 yılından itibaren ülkeye döviz giriş ve çıkışı serbest bırakılmıştır.

Singapur'da bankacılık sektörü, geniş yetkili banka, sınırlı yetkili banka ve kıyı bankacılığı lisanslı bankalar olarak sınıflandırılmaktadır. Ülkedeki bankaların yabancı para cinsinden (ACU) işlemleri, yerel para cinsinden işlemlerinden ayrı olarak izlenmektedir. Singapur Doları (SGD) cinsinden işlemlerinin izlendiği hesaplara Domestic Banking Unit (DBU) ismi verilirken, döviz cinsinden işlemlerinin izlendiği hesaplara Asian Currency Unit (ACU) ismi verilmektedir. Bu iki hesabın tanımlanmasıyla birlikte bankaların yerel ve offshore faaliyetlerinin hesap bazında ayrıştırılması sağlanmıştır. Bu hesap kalemlerinin ayrıştırılmasıyla, kıyı bankacılığı faaliyetinin

teşvik edilmesi amaçlanmıştır. Düzenleyici kuruluş MAS, Nisan 2018'de Mart 2020'ye kadar bu iki hesap kaleminin birleştirilmesine karar vermiştir.

Ekonomik Kalkınma Kurulu (EDB) tarafından, 1974 yılında kamunun sahip olduğu şirketlerin tek elden etkin bir şekilde yönetilmesi için Temasek Holdings isimli bir yapı kurulmuştur. Bu yapının kuruluş amacı, ekonomik kalkınmanın sağlanması, kamu şirketlerinin efektif yönetimi ve ülke dışındaki stratejik yatırım fırsatlarının değerlendirilmesidir. 2018 yılı Mart ayı itibarıyla şirketin yönetmekte olduğu varlıkları toplamı 309 milyar dolardır.

1981 yılında ise ikinci bir ulusal varlık fonu olan GIC Private Limited kurulmuştur. Bu fonun kuruluş amacı, ülkenin döviz rezervlerinin yönetilerek satın alma gücünün korunmasıdır. Şirketin yönetmekte olduğu varlık büyüklüğü açıklanmamaktadır.

### Yeni Piyasaların Kurulması

Singapur Menkul Kıymetler Borsası (SES) kurulduktan sonra emtia piyasasını teşvik etmek üzere, 1978 yılında Altın Borsası kurulmuş ve altın alım satımından elde edilen gelirin tabii olduğu değer artış kazancı vergisi oranı %40'tan %10'a indirilmiştir. Emtia piyasasını teşvik etmek üzere adımlar kapsamında, 1992 yılında Singapur Kauçuk Birliği Emtia Borsası kurulmuş, 1994 yılında Singapur Emtia Borsası çatısı altında yeniden organize edilmiştir.

Singapur, Asya Döviz Piyasasıyla dünya ölçeğinde hatırı sayılır bir konuma ulaştıktan sonra, 1985 yılında resesyona girmiştir. Resesyon, düşen küresel ticaret ve ülkede işgücü maliyetlerinin artmasından kaynaklanmıştır. Resesyonu aşmak üzere, Ekonomi Değerlendirme Komitesi tarafından finansal hizmetler sektörünün geliştirilmesi gereken 7 farklı alan belirlenmiştir.

Bu alanlar, risk yönetimi, fon yönetimi, sermaye piyasaları, finansal ve emtia vadeli işlemler, ticaret finansmanı ve reasürans olmak üzeredir. Fon yönetimi ve vadeli işlemler alanına yönelen ülke, diğer finans merkezlerine göre önemli bir karşılaştırmalı üstünlük sağlamıştır.

Finansal ürünlerin çeşitlenmesi amacıyla, 1984 yılında vadeli işlem ve opsiyon kontratlarının işlem göreceği Singapore International Monetary Exchange (SIMEX) Asya'nın ilk vadeli işlemler borsası olarak kurulmuştur. Ayrıca, Chicago Mercantile Exchange (CME) ile SIMEX arasında o yılda kurulan bağlantıyla (Mutual Offset System) birlikte, CME'in kapalı olduğu saat diliminde SIMEX üzerinden pozisyonun kapatılması mümkün olmuştur. 1992 yılında ise SIMEX ile İngiltere'de bulunan International Petroleum Exchange (IPE) ile aynı bağlantı sağlanarak petrol vadeli kontratlarında dünya genelinde kesintisiz 18 saat işlem yapılma olanağı doğmuştur.

1987 yılında ise KOBİ'lerin sermaye piyasası aracılığıyla fon sağlayabilmesi için özel bir pazar olan SESDAQ (Stock Exchange of Singapore Dealing and Automated Quotation) kurulmuştur.

### **Borsaların Konsolidasyonu**

1999 yılı Aralık ayında, Singapur Menkul Kıymetler Borsası (Stock Exchange of Singapore) ile Singapur Türev Borsası (Singapore International Monetary Exchange) Singapur Borsası (Singapore Exchange/SGX) çatısı altında birleşmiştir. Singapur Borsası, 2000 yılı Kasım ayında halka açılarak, 1998 yılında halka açılan Avustralya Borsası'nın ardından Asya Pasifik Bölgesi'nde halka açılan ikinci borsa olmuştur. Borsanın iştiraki olan Singapore Exchange Regulation (SGX RegCo) özdüzenleyici role sahiptir.

KOBİ'lerin ihraç etmiş olduğu pay senetlerinin işlem gördüğü ayrı pazar olan SESDAQ,

2007 yılı Kasım ayında Catalist ismini almıştır. Bu yapı önceki halinden farklı olarak sponsor sistemiyle çalışmakta, sponsorlar yenilikçi iş modellerine ihtiyaç duydukları tüm alanlarda yol göstermektedir. 2008 yılı Haziran ayında ise, emtia borsaları Singapur Borsası (SGX) ile birleşmiştir.

Hükümetin de desteğiyle, elektronik işlemlerin başlaması, komisyon oranlarının serbest bırakılması, ürün çeşitliliğinin artırılması ve diğer borsalarla stratejik ortaklıkların kurulması sağlanmış ve yatırımcı tabanı geliştirilmiştir.

2018 yılı Ağustos ayı itibarıyla Singapur Borsası'na (SGX) 745 şirket kote durumdadır. Borsaya kote olan şirketlerin %36'sı yabancı şirketlerden oluşmaktadır. Bu şirketlerin toplam piyasa değeri 706 milyar dolardır. 2018 yılı Ekim ayına kadar 15 şirket halka açılmış yaklaşık 1,5 milyar dolar kaynak yaratılmıştır. Borsada pay senetleri yerel para biriminin yanında, Avustralya Doları (AUD), Renminbi (CNY), Euro (EUR), Hong Kong Doları (HKD), Japon Yeni (JPY) ve ABD Doları (USD) cinsinden de kote olabilmektedir. 2012 yılından itibaren, bazı pay senetlerinin farklı işlem kodu ile iki ayrı para birimiyle (USD, SGD, AUD, RMB) satın alınabilmesine imkân tanınmıştır. Bu pay senetleri, hem yerel para hem de döviz kotasyonu ile işlem görmekte, saklama esnasında konsolide bir havuzda izlenmektedir.

### **Bankacılık Sektörü Konsolidasyonu**

Singapur 90'lı yıllara bankacılık, varlık yönetimi, döviz ve vadeli işlemler alanında güçlü avantajlarla girmiştir. 1997 yılında meydana gelen Asya Finans Kriziyle ülkenin finans sektörü hız kesse de, düzenleyici otorite yapısal reformlarına devam etmiştir.

Singapur'da finansal düzenleyici kuruluş, 1999 yılı Mayıs ayında aldığı kararla ticari bankacılık iş alanının liberalizasyonu ve yerel bankaların rekabetçiliğini artırmak üzere

konsolidasyonuna karar vermiştir. Bu adımlarla birlikte, "Qualifying Full Bank" (QFB) isimli bir lisans türü tanımlanmıştır. Bu lisans, yabancı bankalara perakende bankacılık alanında faaliyet gösterme imkânı sun-

## FİNTEK

Singapur fintek ekosistemine olan bakış açısıyla da önemli bir konuma sahiptir.

Finansal teknoloji alanındaki yeniliklere uyumlu olarak düzenleme çerçevesinin genişletilmesi ve fintek iş alanı için uygun ortamın yaratılması amacıyla, Finansal Teknoloji ve Yenilik Grubu (Financial Technology & Innovation Group / FTIG) 2015 yılı Ağustos ayında çalışmalarına başlamıştır. 2016 yılı Mayıs ayında ise, yine MAS bünyesinde Fintek Ofisi kurulmuştur.

Ülke, blok zinciri teknolojisi ve kripto para birimlerine olan bakış açısında oldukça açık görüşlüdür. 2017 yılı Kasım ayında düzenleyici otorite, blok zinciri teknolojisi aracılığıyla

## HUKUKİ ÇERÇEVE

Güçlü bir finans merkezi olabilmenin ön koşullarından biri de, güçlü bir hukuk sisteminden geçmektedir. Yatırımcıların yaşaması muhtemel anlaşmazlıkların etkin ve adil bir çözümü için gerekli yapıların tesis edilmesi gerekmektedir. Singapur'da hukuk sistemi İngiliz hukuku ile benzerlik göstermektedir. Davalar İngilizce olarak görülmektedir. Bu hukuk sistemi, örf- adet kuralları, mahkeme kararları (içtihatlar) ve dağınık halde bulunan kanunlara dayanmaktadır.

## KENTLEŞME VE BEŞERİ SERMAYE

1927 yılında kurulan Singapore Investment Trust (SIT) isimli yapı, altyapının geliştirilmesi, sosyal konut üretimi ve merkezi planlamadan sorumlu olmuştur. 1960 yılında planlama yetkisi hükümetin planlama de-

muştur. Bu bankalar daha fazla noktadan yerel müşteriye ulaşabilmiştir. Yine aynı kararlar, yerel bankacılık sektöründe konsolidasyon teşvik edilmiştir. Yerel bankalarda %40 olan yabancı ortak sınırı kaldırılmıştır.

gerçekleştirilecek varlık ihraçlarına (ICO) ilişkin şartları içeren bir rehber yayınlamıştır.

Bu kapsamda şirketler, yayınlanmış olan rehberdeki şartlara bağlı olarak blok zinciri teknolojisi aracılığıyla fon toplayabilecektir. Diğer yandan, fintek alanında iş geliştiren şirketlere düzenleme açısından uygun ortamın sunulduğu düzenleme kum havuzunda 2017 sonu itibarıyla 140 şirket faaliyet göstermektedir.

Singapur Devlet Teknoloji Ajansı, Maliye Bakanlığı ile işbirliğiyle 2017 yılında APEX olarak adlandırılan ortak bir uygulama programlama arayüzü (API) kurmuştur. Bu arayüzle birlikte, çeşitli kuruluşlar arasında veri paylaşımı mümkün olmuştur.

World Justice Project tarafından yayınlanan hukukun üstünlüğü endeksine göre, 2018 yılı itibarıyla Singapur 113 ülke arasında 13. sırada yer almaktadır.

1991 yılında ticari ve finansal uyuşmazlıkların çözümü için Singapur Uluslararası Tahkim Merkezi kurulmuştur. Bu merkezde 40'tan fazla ülkeden 400'den fazla uzman uluslararası uyuşmazlıkların çözümü için çalışmaktadır.

partmanına bağlanırken, sosyal konut üretimi sorumluluğu Housing Development Board (HDB) isimli yapıya bağlanmıştır.

Singapur'un kuruluşundan önce koloni yönetimi zamanında 1955 yılında kurulmuş olan sosyal güvenlik sistemi çalışanların zorunlu tasarrufunu da içerdiği için, ülkede tasarruf oranının artmasında etkili olmuştur. Bu yapı, emeklilik, sağlık ve konut edindirme alanında kullanılmaktadır.

1968 tarihinde sosyal güvenlik fonu tasarruflarının HDB tarafından üretilen konutların satın alınmasında kullanılmasına izin verilmiştir. 1981 yılına gelindiğinde, bu izin kapsamı özel teşebbüs tarafından üretilen konutları kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak, konut sahipliği oranı yükselmeye başlamıştır. 2017 itibarıyla ülkedeki konut sahipliği oranı %90 ile dünyanın en yükseğidir.

ATKearney tarafından yapılan çalışmaya göre, Singapur 2018 yılı itibarıyla küresel kentler endeksinde 5. sırada yer almaktadır. Singapur'da finans sektörünün hızla gelişmesi, sektörün ihtiyaç duyduğu kentsel kullanımların mekânsal organizasyonunu da gerektirmiştir.

Singapur'un güçlü bir finans merkezi niteliğine sahip olmasında, kentin bütüncül bir planlama yaklaşımıyla ele alınmış olması da etkili olarak görülebilir. Ülkede hızla gelişen finans sektörünün alan ihtiyacının artmasıyla birlikte, merkezi iş alanında bulunmak daha da maliyetli bir hal almıştır. Merkezi iş alanına olan talebin artışıyla birlikte, kentin dışında finans merkezleri tasarlanması gereksinimi ortaya çıkmıştır.

Bu amaçla merkezi iş alanıyla yüksek erişilebilirlik düzeyine sahip olacak şekilde güçlü ulaşım ağıyla desteklenmiş, Marina Bay Financial Centre ve Changi Business Park isimli iki alt bölge tasarlanmıştır. 1977 yılında inşa edilen 70 hektar büyüklüğündeki Changi Business Park ile finansal kuruluşların bilgi işlem ve veri merkezleri için ihtiyaç duydukları alan gereksinimin giderilmesi amaçlanmıştır. 2012 yılında geliştirilen Mari-

na Bay Financial Centre ise finansal kuruluşların ihtiyaç duyduğu alan gereksinimini sağlamaktadır.

2018 yılına ait Henley Passport Index sonuçlarına göre, Singapur pasaportu, 189 ülke ile varılan vizesiz seyahat anlaşmalarıyla seyahat serbestliği bakımından itibarı en yüksek pasaport konumundadır. Singapur'da çifte vatandaşlığa izin verilmemesi nedeniyle, çok sayıda yabancı profesyonelin Singapur vatandaşı olmak üzere sahip oldukları diğer vatandaşlıklarını bıraktığı görülmektedir.

Çok kültürlü yapısıyla dikkat çeken Singapur'da 2017 yılı itibarıyla yaşayanların %29'unun yurtdışı doğumlu olduğu görülmektedir. World Cities Culture Forum verilerine göre, kentte 225 sanat galerisi, 57 gece kulübü ve 660 adet bar bulunmaktadır. Bunun yanında, 2018 yılı itibarıyla 39 Michelin yıldızlı restoran bulunmaktadır. Singapur yaşayanlara sunduğu tüm olanaklarla birlikte, HSBC Expat Explorer isimli çalışmaya göre, yabancı çalışanlar için dünyadaki en iyi imkânları sunan kent olarak görülmektedir.

Singapur'un yaşam standardının en yüksek olduğu kentlerden biri olması çok sayıda yabancı profesyoneli ülkeye çekmiştir. Yaşam standardının yüksek olduğunu gösteren göstergelerden bir diğeri olan ülkenin eğitim sisteminin başarısı, OECD PISA sonuçlarıyla da doğrulanmıştır. En son yayınlanan 2015 sonuçlarında OECD ortalama başarı puanı 493 iken, Singapur 556 puanla ilk sırada yer almaktadır.

Singapur'daki üniversiteler ülkede istihdam olanaklarının geniş olması ve başarılı eğitim ortamıyla çok sayıda yabancı öğrenciyi ülkeye çekmektedir. Ülkede eğitim gören öğrenciler, haftada 16 saat süreyle yarı-zamanlı çalışma iznine sahip olmaktadır. Son 10 yılda ülkede eğitim gören yabancı öğrencilerin %82'sinin daimi oturuma, %18'inin ise vatandaşlığa hak kazandığı görülmektedir.



Times Higher Education tarafından yapılan çalışmaya göre, 2018 yılı itibarıyla dünyadaki en iyi 100 üniversite arasına Singapur'dan 2 üniversite girmektedir. National University

of Singapore 22. sırada iken, Nanyang Technological University 52. sırada yer almaktadır.

## SİNGAPUR EKONOMİSİ VE FİNANS MERKEZİ

Singapur, 1965 yılında Malezya'dan bağımsızlığını kazanmasının ardından, serbest piyasa ekonomisine açılmak üzere reformlara hız vermiştir. Bu hedefin benimsenmesinde, siyasi bağımsızlık sonrasında ekonomik kalkınma ihtiyacı etkili olmuştur.

Ülke dış ticaret politikaları açısından incelendiğinde, dünyadaki en liberal ülkeler arasında yer almaktadır. Bu kapsamda, ülke 1948'de kurulan Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması'na 1973 yılında dâhil olmuştur. Liberal dış ticaret politikasının yanında, finansal hizmetler sektörünün geliştirilmesi hedefi en üst düzeyde devlet politikası olarak benimsenmiştir.

5,7 milyon nüfusa sahip Singapur'da GSYH 2017 yılı için 323 milyar, kişi başı milli gelir ile 58.000 USD ile Dünya'da 9. sırada gelmektedir. 1987 yılına kadar cari işlemler hesabında açık veren ülke, imalat sanayi ihracatı ve finansal hizmet ihracatının artışıyla birlikte, cari fazla vermeye başlamıştır.

Küçük iç piyasa ve doğal kaynak kısıtlarına rağmen, Singapur ekonomisi 1997-98 Asya Krizi ve 2008 küresel finans krizinden başarıyla çıkmıştır. 2017 yılı itibarıyla GSYH'nın

%20'si civarında cari fazla veren ülke ekonomisi, tasarruf fazlasına sahip olmuştur.

Elektronik ve makine ihracatı, finansal hizmetler, turizm ve lojistik sektörlerinin itici güç olduğu ülke ekonomisi, 1980 ile 2017 yılları arasında, yıllık ortalama %6,5 oranında büyümüştür.

GSYH'de en yüksek payı %20 ile imalat sanayi sektörü alırken, elektronik, kimya, biyomedikal gibi katma değerli sektörlerin ağırlığı görülmektedir. İmalat sanayi sektörünün gelişiminde, finansal hizmetler sektörü etkili olmuştur.

Petrol ürünleri, tütün mamulleri, alkollü içkiler ile motorlu taşıtlar dışındaki mallardan gümrük vergisi alınmamaktadır. 1966 yılında yürürlüğe giren serbest ticaret bölgeleri kanunuyla, 5 serbest bölge bulunmaktadır. Dünya'nın toplam yük ticareti bakımından en büyük ikinci yük limanı olan Singapur Limanı, aynı zamanda küresel petrol üretiminin %50'sinin ticaretini gerçekleştirmektedir.

Euromonitor tarafından yayınlanan en güncel çalışmaya göre Singapur, yıllık 16,8 milyon kişiyle dünyanın en çok turist çeken 4. kenti konumundadır.

**Tablo 1: Ekonomik Göstergeler**

	1965	1970	1980	1990	1998	2000	2010	2017
Nüfus (milyon)	1.9	2.1	2.4	3.0	3.9	4.0	5.1	5.6
GSYH (milyar dolar)	1.0	1.9	12.1	38.9	85.7	95.8	236.4	323.9
Kişi başı GSYH (dolar)	516	925	5,004	12,766	21,824	23,793	46,569	57,713
Cari Denge/GSYH (%)	-	-	-13.1	8.1	21.6	10.8	23.4	18.8
Kamu Borcu/GSYH (%)	-	-	-	70.9	81.5	79.9	97.0	111.1
TÜFE (%)	0.2	0.5	6.0	3.8	-1.4	2.1	4.6	0.4

Kaynak: IMF Küresel Ekonomik Görünüm Raporu, Dünya Bankası

1968 yılında Singapur'un Asya ülkeleri arasında, yabancı bankalara döviz işlemlerini açan ilk ülke olması Asya Dolar Piyasası'nın ülkede kurulmasını sağlamıştır. Bu piyasa, New York kapanışı ile Londra açılışı arasındaki zaman diliminde işlemeye başlamış, ülkeyi tezgahüstü döviz piyasası işlemleri için bir merkez konumuna taşımıştır.

Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements BIS) tarafından üç yılda bir yayınlanan çalışmaya göre (Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets), 2016 yılı sonu itibarıyla Singapur, tezgahüstü döviz işlemlerinde günlük ortalama 517 milyar dolar işlem hacmiyle İngiltere ve ABD'nin ardından dünyanın en büyük üçüncü döviz piyasasına sahiptir. Aynı dönemde Türkiye için bu tutar 22 milyar dolardır.

Singapur'da bankacılık sektörünün aktif büyüklüğü Haziran 2018 itibarıyla 1,3 trilyon dolar olup, ülkede 200'den fazla banka faaliyet göstermektedir. Kasım 2018 itibarıyla 125 yabancı banka Singapur Bankalar Birliği üyesidir.

1990 yılında Singapur Borsasının piyasa değerinin GSYH payı %88 iken, 2017 yılı sonu itibarıyla 787 milyar dolar ile %243'e ulaşmıştır. WFE verilerine göre, piyasa büyüklüğünün GSYH'deki payı açısından dünyada 3. sırada yer almaktadır. Asya'da uluslararası boyutu en gelişmiş borsalardan biri olan Singapur Borsası'nda, 2017 yılı itibarıyla 750 şirketin 267'si yabancıdır.

Ülkede özel sektör borçlanma araçları sektörünün gelişmiş olduğu görülmektedir. 2005 yılında ülkenin özel sektör borçlanma araçları stoku 67.5 milyar dolar iken, 2017 yılında 325 milyar dolar ile milli geliri aşmıştır. Singapur Borsasına kote olan borçlanma araçlarının %75'inin yurtdışı ihraççılara ait olduğu görülmektedir.

Ülkede yatırım fonu sektörünün hayli gelişkin olduğu görülmektedir. MAS tarafından yayınlanan verilere göre, Singapur'da yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 2017 sonu itibarıyla 2,4 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu tutar International Investment Funds Association (IIFA) tarafından derlenen verilere göre, yönetilen portföy büyüklüğünde dünyada ABD, Lüksemburg ve İrlanda'nın ardından gelmektedir.

Ülkede fon yönetimi sektörünün gelişiminde vergi teşvikleri etkilidir. Örneğin, Singapur'da yönetilen yurtdışında kurulu bir fonun (offshore fon) gelirleri vergiden istisna edilmiştir. Belirli şartlarda Singapur'da kurulu olan yatırım fonlarına da vergi istisnası söz konusudur.

2018 yılına ait Allianz Küresel Varlık Raporu sonuçlarına göre, Singapur kişi başına düşen finansal varlık 126.960 euro olup, ülke Asya'nın en varlıklı ülkesidir. 2017 yılı itibarıyla kişi başına düşen GSYH cari fiyatlarla 79.697 dolar olmak üzeredir. Diğer yandan, Capgemini World Wealth Report verilerine göre, Singapur'da 1 milyon dolardan fazla finansal varlığa sahip olan bireylerin sayısı 122.440 kişidir.

Singapur'da hali hazırda kurumlar vergisi oranı %17 olup, değer artış kazancı vergiden istisna edilmiştir. Katma değer vergisi ise %7 oranındadır.

Finansal Sektör Teşvik Programı (Financial Sector Initiative) ile fon yöneticilerinin elde etmiş olduğu gelirlerine uygulanan vergi oranı çeşitli şartlara bağlı olarak kurumlar vergisi oranından (%17) daha düşük olarak (%10) belirlenmiştir. Bu şartlar, fon yönetimi veya yatırım danışmanlığı yetki belgesine sahip olmak, yönetilen portföy büyüklüğünün 250 milyon SGD'den büyük olması, ayda 3.500 SGD'den fazla ücret ödenen 3 kişinin istihdam ediliyor olmasıdır.

<b>Tablo 2: Singapur Piyasa Büyüklükleri</b>						
<b>Singapur Borsası</b>	<b>1990</b>	<b>1998</b>	<b>2005</b>	<b>2010</b>	<b>2015</b>	<b>2017</b>
Pay Piyasası İşlem Hacmi (milyar dolar)	21.1	58.5	116.5	305.8	198.0	213.6
Piyasa Değeri (milyar dolar)	34.3	96.5	257.3	647.2	640.0	787.3
Halka Açık Şirket Sayısı	159	418	686	778	769	750
Halka Açık Yabancı Şirket Sayısı	9	161	122	317	286	267
Piyasa Değeri/GSYH (%)	88%	113%	202%	274%	210%	243%
Hisse Devir Hızı (%)	61%	61%	45%	47%	31%	27%
<b>Borçlanma Araçları</b>	<b>1990</b>	<b>1998</b>	<b>2005</b>	<b>2010</b>	<b>2015</b>	<b>2017</b>
Özel Sektör Borçlanma Araçları Stoku (milyar dolar)	0.0	0.0	67.5	115.8	247.7	325.4
Piyasa Değeri/GSYH (%)	-	-	53%	49%	81%	100%
<b>Döviz İşlemleri</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>	<b>2007</b>	<b>2010</b>	<b>2013</b>	<b>2016</b>
Günlük Ortalama Döviz İşlem Hacmi (milyar dolar)	103.7	133.6	241.8	266.0	383.1	517.2

Kaynak: WFE, BIS, Singapur Borsası

Eylül 2018’de yürürlüğe giren düzenlemeyle, Singapur’da ilk defa değişken sermayeli şirket kuruluşu mümkün hale gelmiştir. Bazı yatırım fonlarının ihtiyaç duyduğu esneklik sağlanmış, açık uçlu yatırım fonu kurulmasına imkân sağlanmıştır.

2017 yılı itibarıyla, Heritage Foundation tarafından yayımlanan Ekonomik Özgürlük Endeksi’ne göre, Hong Kong’un ardından en yoğun serbest piyasa ekonomisine sahip ülkedir. Dolayısıyla, pazara giriş engelleri bakımından dünyadaki en serbest ülkeler arasında yer almaktadır. Özellikle gümrük ve dış ticaret işlemlerinin kolay yapılabilmesi, şirket kuruluşunun hızlıca gerçekleştirilebil-

mesi işletmelere avantaj sağlamaktadır. İngilizce’nin resmi dil olması da, şirketler açısından bir diğer avantajdır.

Dünya Ekonomik Forumu’nun 2017-18 Uluslararası Rekabet Raporu’na göre Singapur 137 ülke arasında 3. sırada yer almaktadır. Dünya Bankası tarafından yayınlanan iş çevrelerinin faaliyet gösterebilme kolaylığını yansıtan 2019 yılı Doing Business raporuna göre, Singapur 190 ülke arasında 2. sırada yer almaktadır. Bu rapora göre ülkede 1.5 günde şirket kurulabilmektedir. Aynı zamanda, yatırımcının azınlık haklarının korunmasında 100 üzerinden 80 puanla iyi bir noktadadır.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

1965 yılına kadar Malezya’nın bir parçası olan Singapur, 1963 yılı öncesinde İngiltere’nin egemenliği altındaydı. Ada ülkesi olmanın yarattığı kısıtlarla ve ekonomik etki alanı eksikliğiyle birlikte, ekonomik kalkınmayı sağlamak üzere girişimde bulunma ihtiyacı duymuştur. Bu kapsamda, lojistik ve finans merkezi olma hedefi benimsenmiştir. Ülke, planlı bir yaklaşımla serbest piyasa ekonomisinin gereklerini yerine getirmek üzere çalışmıştır.

Bu kapsamda, limanlar 1966 yılında serbest bölge olarak belirlenmiş ve deniz ticaretinin gelişmesi sağlanmıştır. 1968 yılında ise, Asya’da ilk kez yabancı bankaların şubelerine döviz alanında faaliyet imkânı tanınmıştır. Ayrıca, yabancı bankalara yatırılacak olan döviz mevduatına uygulanan stopaj %10’dan sıfıra indirmiştir. Bu adımla birlikte, ABD ve Avrupa’dan portföy yatırımı çekilmiştir.

Dünya'da serbest piyasa ekonomisini en geniş kapsamlı uygulayan ülke olan Singapur, özellikle bankacılık düzenlemelerini gevşetmeyi kademeli olarak yaparak iç piyasadaki bankaların gelişimini desteklemiştir. Singapur'un küresel finans merkezi olmasında çok sayıda faktörün etkili olduğu görülmektedir. Bu faktörler arasında en belirleyici olan siyasi otoritenin merkezi bir yaklaşımla proaktif bir şekilde sermaye piyasasını geliştirmek üzere kararlı bir duruşu benimsemesidir. Diğer boyut ise, ABD ve Avrupa piyasaları arasındaki zaman dilimi avantajını para ve sermaye piyasasının tüm alanlarında başarıyla uygulamış olmasıdır.

Tezgahüstü döviz işlem hacminde, Londra ve New York'un ardından en yüksek paya sahip olan ülke, doların Asya'ya açıldığı kapıdır. Bunun yanında, vadeli işlemlerde CME ile yapılan bağlantıyla birlikte pozisyonların iki borsadan da yönetilmesi mümkün olmuştur.

Kentin deniz ticareti merkezi geçmişine dayanan finansal hizmetler sektörünün varlığı, ülkenin stratejik jeopolitik konumuyla ilgili olarak, gelişmiş piyasaların kapalı olduğu bir zaman dilimine sahip olması, doğal avantajları destekleyecek sosyo-politik ilişkiler olarak ifade edilebilir.

Singapur, hem hukukun üstünlüğü endekslerinde üst sıralarda yer almakta, hem de iş yapma kolaylığı açısından kapsayıcı düzenleme çerçevesiyle birlikte önemli avantajlara sahiptir. Bunun yanında, vergisel teşviklerle birlikte ülke Dünyanın önde gelen yatırım fonu merkezlerinden biri düzeyine erişmiştir. Son dönemde düzenlemede yapılan değişikliklerle birlikte değişken sermayeli yatırım fonu kuruluşuna izin verilmesiyle birlikte, yatırım fonlarındaki büyüme ivmesinin sürmesi beklenmektedir.

## KAYNAKÇA

Hu J., Vanhullebusch M, Harding A. (2016). Finance, Rule of Law and Development in Asia Perspectives from Singapore, Hong Kong and Mainland China.

Jin, K. N. (1996). Singapore as a Financial Center: New Developments, Challenges and Prospects.

Monetary Authority of Singapore, Annual Report 2017/18.

Woo J.J. (2017). Singapore's Transformation into a Global Financial Hub.

Woo J.J. (2016). Singapore as an International Financial Centre: History, Policy and Politics.

World Cities Culture Forum. Cultural Indicators.

HSBC Expat Explorer, Living in Singapore.

# ŞANGHAY FİNANS MERKEZİ

Deniz Kahraman

Dünyanın ikinci büyük ekonomisi ve 1,4 milyar nüfusu ile en kalabalık ülkesi olan Çin, 80'li yıllardan itibaren kademeli olarak dışa açılma politikasıyla birlikte hızlı bir büyüme dönemi içerisine girmiş, büyük bir kalkınma hamlesi gerçekleştirmiştir.

Çin Halk Cumhuriyeti sermaye piyasası, sahip olduğu büyüklük ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yakından takip ettiği bir piyasa konumundadır. Şanghay, Beijing ve Şenzhen ülkede finans merkezi rolü üstlenmektedir. Bu merkezler arasında piyasa büyüklüğü, halka açık şirket sayısı ve faaliyet gösteren yatırım kuruluşu sayısı olarak en büyüğü Şanghay'dır.

Londra merkezli düşünce kuruluşu Z/Yen tarafından yayımlanan Küresel Finansal Merkez Endeksi'nin Eylül 2018 sonuçlarına göre, Şanghay Finans Merkezi hükümetin destek-

leriyle birlikte son dönemde ilerleme kaydederek 766 puanla Dünyanın en gelişmiş 5. finans merkezi konumuna ulaşmıştır. Şanghay, 2007 yılı Mart ayında yayınlanan ilk sayıda ise, dünyada 24. sırada yer almaktaydı.

Çin'de finansal hizmetlerin gelişkin olduğu diğer kentler olan Beijing ve Şenzhen ise, küresel finansal merkez endekslerinde sırasıyla 8. ve 12. sırada yer almaktadır. Böylelikle, finansal merkez endeksinde ilk sıralarda Çinli üç kentin yer aldığı görülmektedir.

Şanghay Finans Merkezi projesi, yerel yönetime bağlı olarak 2002 yılında kurulan Şanghay Finansal Hizmetler Ofisi tarafından yürütülmektedir. Bu yapının temel görevi finans merkezi perspektifi açısından planların yapılması ve finans sektörünün gelişimi için her alanda çalışmaların yürütülmesidir.

## TARİHSEL GELİŞİM VE SİYASİ FAKTÖRLER

Şanghay'da finans sektörünün gelişimi, 1842 yılında İngiltere ve Çin arasında imzalanan Nanking Anlaşması ile Çin, Şanghay'ın da dâhil olduğu bazı gümrüklerini düşük tarifelerle İngiltere'ye açmasıyla başlamıştır. Bu anlaşmayla birlikte, Çin'de yabancıların ticari faaliyetleri artış göstermiştir.

Çin Hanedanlığı, 1912 yılına kadar Mançuryalıların egemenliği altında kaldıktan sonra, milliyetçi lider Sun Yat Sen'in bağımsızlık mücadelesini kazanmasıyla Çin Cumhuriyeti ismini almıştır. 1912 yılından 1949 yılına kadar milliyetçi cephe ile Mao Zedong liderliğindeki komünist parti arasında çekişmeler sürmüştür.



1912 yılında milliyetçi parti (Kuomitang) tarafından kurulan Çin Cumhuriyeti döneminde, Şanghay, Uzakdoğu'nun en önemli finans merkezi konumuna erişmiştir. Bu dönemde, Londra ve New York ile birlikte dünyanın en büyük hisse senedi piyasasına sahip olan Şanghay 1934 yılı itibarıyla 24 ka-

mu bankası, 33 yabancı banka ve 200'den fazla faktoring şirketine ev sahipliği yapmaktaydı. Aynı yılda Hong Kong'da 21, Singapur'da ise 19 yabancı banka şubesi bulunmaktaydı.

Şanghai'da şubesi olan yabancı bankaların faaliyet amacı, İngiliz gayrimenkul yatırımcılarına ve Japon pamuk endüstrisine finansman sağlamaktı. 1931 yılı Eylül ayında Japonya'nın Çin'in doğusunda bulunan Manchurya'yı işgaliyle başlayan süreçte, 1937 yılında Şanghai'nın da işgal edilmesiyle kentte finans sektörünün etkinliği sekteye uğramıştır. 1945 yılında Japonya'nın İkinci Dünya Savaşı'nı kaybetmesiyle Çin ile Japonya arasındaki savaş da sonlanmış, savaş nedeniyle faaliyetleri durdurulan Şanghai Borsası yeniden açılmıştır.

1949 yılına gelindiğinde komünist lider Mao Zedong'un milliyetçi parti ile giriştiği mücadeleyi kazanmasının ardından, Çin Halk Cumhuriyeti ilan edilmiştir. Bununla birlikte, ülkenin ekonomik yapısı dışa kapalı planlı yapıya evrilmiştir.

1949 yılından beri Devlet politikası Çin Komünist Partisi (ÇKP) tarafından belirlenmekte olup, ülkenin bugünkü Anayasası 1982 yılında onaylanmıştır. Anayasa'ya göre devletin merkez organları; Devlet Başkanlığı, Ulusal Halk Kongresi, Devlet Konseyi, Merkezi Askeri Komisyon, Yüksek Mahkeme ve Başsavcılık olarak belirlenmiştir.

## EKONOMİ POLİTİKALARI

Çin Halk Cumhuriyeti'nin kurulmasının ardından, planlı ekonomik yapısındaki değişim süreci, Mao Zedong başkanlığındaki yönetimin yerini 1978 yılında Deng Xiaoping'e bırakmasıyla başlamıştır. Şanghai'nın yeniden finans merkezi rolünün güçlenmesinde, yönetimdeki bu değişiklik kırılma noktası olmuştur. Yönetimdeki bu değişimle birlikte serbest piyasa ekonomisi reformları da başlamış, yeniden yabancı sermayenin ülkeye kontrollü olarak girişine izin verilmiştir.

Tek parti iktidarında parti genel sekreteri, hem devlet başkanı hem de Askeri Komisyonun başkanıdır. Devlet yönetiminin en yetkili organı Çin Komünist Partisi Merkez Komitesi'ne bağlı olan Politbüro Daimi Komitesidir. Daimi Komite, Hükümetin de üzerinde bir kurum olup, ülkeyi ilgilendiren önemli konularda son söz sahibidir. Yedi üyeden oluşan Daimi Komite'nin başkanı devlet başkanıdır. Başbakan da Komitenin üyeleri arasındadır.

Ulusal Halk Kongresi, ülkenin en yüksek yasa organı olup, üyeleri Parti tarafından belirlenen temsilcilerden oluşmaktadır. Kongre, yılda bir kez Mart ayında toplanmakta ve Hükümet programını ve ihtiyaca göre hazırlanan yeni yasaları onaylamaktadır.

Devlet Konseyi, yürütme erkinin en yüksek organı olup, Başbakan tarafından yönetilmektedir. Konsey, idari mevzuata ilişkin yasama işlemlerini gerçekleştirmeye yetkilidir. Başbakan, devlet başkanı tarafından atanır.

Ülkede son dönemdeki önemli yasal değişikliklerden biri, devlet başkanlığı için getirilen 10 yıllık görev süresi sınırının, 2018 yılı Mart ayında yürürlüğe giren anayasa değişikliğiyle kaldırılması olmuştur. Böylelikle, 2013 yılından itibaren görevde olan mevcut devlet başkanı Xi Jinping'in süresiz olarak görevde kalması mümkün hale gelmiştir.

Uygulanan reformların temel özelliği, ekonomide ağırlığı bulunan kamu işletmelerinin doğrudan özelleştirilmesi yerine devletin özel teşebbüsün gelişimini desteklemesi yaklaşımına dayanmaktadır. Bu anlamda ilk adım, 1978 yılında Xiaogang eyaletinin Anhui kentinde çiftçilerin arazi kiralmasına izin verilmesi olmuştur. Üretimin bir kısmı devlete ait olurken, kalan kısmının serbest piyasada satılabilmesine izin verilmiştir.

## Serbest Ticaret Bölgeleri

Çin’de resmi olarak doğrudan yabancı sermayenin girişine Temmuz 1979’da yürürlüğe giren ortak girişimleri (joint venture) düzenleyen kanunla 1979 yılında izin verilirken, 1980 yılı Ağustos ayında ise ticaretin kontrollü olarak liberalizasyonu için özel ekonomik bölgeler kurulmasına karar verilmiştir. Bu bölgelerin kurulmasındaki amaç, serbest piyasa ekonomisine dayanan politikaları belli bölgelerde uygulamak ve bu uygulamalardan olumlu sonuç verenleri zaman içerisinde ülkenin diğer kesimlerine yaymaktır.

Bu bölgeler, serbest piyasa ekonomisinin geçerli olduğu Hong Kong, Makao ve Tayvan yakınlarındaki Şenzhen, Zhuhai, Santaou ve Xiamen olmuştur. Bu dört bölge 1981 yılında doğrudan yabancı yatırımların %60’ını çekmiştir. Bu özel ekonomik bölgelerde, yatırım malı ithalatında gümrük vergilerinden muafiyet, ülkenin diğer bölgelerine göre daha düşük vergi oranı ve düşük fiyatlarla enerji sağlanması gibi teşvikler sunulmuştur. Çin’e yapılan doğrudan yabancı yatırımlar, reform sürecinin başladığı 1970’lerin sonlarında neredeyse yokken, 2000’li yıllara gelindiğinde yıllık 40-50 milyar dolar düzeyine erişmiştir. 1988 yılında ise 4 kapsamlı özel ekonomik bölgeye Hainan eklenmiştir.

Özel ekonomik bölgeler stratejisinin başarıya ulaşmasının ardından, 1984 ile 1988 yılları arasında 14 sahil kentinde 17 “Ekonomik ve Teknolojik Gelişim Bölgesi” kurulmasına karar verilmiştir.

1986 yılında ise, Çin’de yabancı şirketlerin kuruluşuna ilişkin olarak yasal düzenleme yapılmıştır. Bu düzenlemeyle birlikte tama-

men yabancı sermayeli şirket kurulabilmesi mümkün olmuştur.

Aynı yıl, Çin Dünya Ticaret Örgütüne üyelik için başvuruda bulunmuş, 15 yıl süren müzakere süreci sonunda 2001 yılında üye olmuştur. Çin, üyelik sürecinde 1990’lardan itibaren kademeli olarak tarifelerde indirim gitmiş, ticaret düzenlemelerini uluslararası anlaşmalara göre yeniden şekillendirmiştir. Çin, üyelikle birlikte DTÖ üyelerine uygulanan tarifelerden yararlanmış, işgücü maliyetinin düşük olması nedeniyle, ihracatına ivme kazandırmıştır. Bu gelişmeyle birlikte, Çin’in Dünya ticaretindeki ağırlığı hızlı bir gelişim dönemine girmiştir.

2013’te ülkenin en yüksek yürütme organı olan Devlet Konseyi’nin onayıyla birlikte, Çin’in ilk serbest ticaret bölgesi olan Şanghay Serbest Ticaret Bölgesi kurulmuştur. 1990 yılından itibaren Şanghay bölgesinde kurulmuş olan gümrük bölgeleri; Waigaoquiao Serbest Bölgesi, Waigaoquiao Bonded Lojistik Parkı, Yangshan Serbest Liman Bölgesi ve Pudong Havalimanı Serbest Bölgesi, Şanghay Serbest Bölgesi çatısı altında ortak serbest ticaret bölgesi olarak belirlenmiştir.

Devlet Konseyi tarafından belirlenen sektörlerdeki kuruluşlar, şirket kuruluşu için daha uygun asgari sermaye yükümlülüğü, %50 azaltılmış kurumlar vergisi (%15) gibi çeşitli teşviklerle birlikte faaliyetini bu bölgede sürdürebilme imkânına kavuşmuştur. Fiziki altın ticaretine aracılık etmek üzere, Şanghay Altın Borsası’nın (SGE) iştiraki olan Şanghay Uluslararası Altın Borsası bu serbest bölgede 2013 yılında kurulmuştur.



<b>Kutu 1: Çin Halk Cumhuriyetinde Ekonomik Reformlar</b>	
1956	Ülkede faaliyet gösteren özel şirketlerin kamulaştırılması
1978	Çiftçilerin arazi kiralmasına izin verilmesi, fazla mahsülün serbest piyasada satma hakkının tanınması
1979	Yabancı ortaklı girişimlere izin verilmesi
1980	Özel ekonomik bölgelerin kurulması
1986	Tamamen yabancı sermayeli şirket kuruluşuna izin verilmesi
1990	Şanghay'ın doğusunda finans merkezinin kurulması
1990	Şanghay ve Şenzhen borsalarının kurulması
1992	Sermaye Piyasası Düzenleme Komisyonunun (CSRC) kurulması
1992	B tipi hisse senetleri (döviz cinsi) ile hisse senedi piyasalarının yabancı yatırımcılara açılması
1998	Sigortacılık Düzenleme Komisyonunun (CIRC) kurulması
2001	Çin'in Dünya Ticaret Örgütüne üye olması
2002	Tamamen yabancı sermayeli banka kurulmasına izin verilmesi
2003	Bankacılık Düzenleme Komisyonunun (CBRC) kurulması
2005	Şanghay'ın finansal hizmetlerin geliştirilmesi için kalkınma bölgesi olarak belirlenmesi
2009	Şanghay uluslararası finans merkezi projesi
2013	Şanghay serbest ticaret bölgesinin kurulması
2017	Finansal İstikrar ve Kalkınma Komitesi'nin kurulması
2018	Sigorta ve bankacılık sektörü düzenleyici kuruluşlarının Nisan ayında birleştirilmesi
2018	A tipi hisse senetlerinin (renminbi cinsi) sınırlı olarak yabancı yatırımcılara açılması

## **Lujiazui Finans ve Ticaret Bölgesi**

Ülkede komünist partinin yönetime gelmesiyle Şanghay Borsası kapatılınca, Şanghay'da faaliyet gösteren finans sektörü temsilcileri Hong Kong ve Çinli muhaliflerin kurduğu Tayvan'a taşınmıştır. Bugün, Hong Kong, Tayvan ve Singapur'un önde gelen finans merkezleri arasında olmasında Şanghay'da finans sektörünün güç kaybetmesi etkili olmuştur.

1956 yılına gelindiğinde ise, ülkede faaliyet göstermeye devam eden özel şirketler kamulaştırılmıştır. Kontrollü ekonomi modelinde, finans kurumları Pekin'e taşınırken Şanghay'da sanayi sektörü güçlenmiştir.

Şanghay'ın finans merkezi rolü açısından en önemli kırılma noktası, 1968 yılından itibaren kademeli olarak yabancı sermaye girişine izin verilmesidir.

Çin'de finans sektörünün Beijing, Şanghay ve Şenzhen'de gelişim gösterdiği görülmektedir. Bu gelişimde bu üç önemli merkeze yüklenen roller etkili olmuştur. Ülkenin baş-

kenti olan Beijing'de finansal düzenleyici kuruluşlar, büyük kamu bankaları ve sigorta şirketleri yer alırken, Şanghay için özel ekonomik bölge statüsünün tanınmasıyla birlikte yerli ve yabancı ticari bankalar yer seçmiştir. Şenzhen'de ise iktisadi faaliyetlere bağlı olarak pay senedi piyasasının geliştiği ifade edilebilir.

1990 yılı Nisan ayında Şanghay'ın doğusunda yer alan Pudong New Area bölgesi, Çin Devlet Konseyi tarafından özel ekonomik bölge olarak tanımlanmıştır. Bu kararda, Şanghay'ı terk eden yabancı bankaları yeniden bölgeye çekmek üzere, finansal hizmetler sektörünü canlandırma hedefi etkili olmuştur.

## Kutu 2: Finans Sektörünün Geliştirilmesi Hedefiyle Atılan Adımlar

1990: Şanghay'ın doğusundaki Pudong New Area'ya özel ekonomik bölge statüsü tanındı. (Lujiazui Finans ve Ticaret Bölgesi)

1990: Şanghay Borsası yeniden açıldı.

2005: Lujiazui, finansal hizmetlerin geliştirilmesi için kalkınma bölgesi olarak belirlendi.

2009: Şanghay Uluslararası Finans Merkezi (IFC) projesi açıklandı.

2013: Şanghay Serbest Ticaret Bölgesi (SFTZ) kuruldu.

Bu kapsamda sunulan temel avantajlar şunlardır:

- Pudong'da imalat sektöründe faaliyet gösteren kurumlar ve yabancı bankalar da dâhil olmak üzere, bölgede kurulan işletmeler için kurumlar vergisi oranı, tüm özel ekonomik bölgelerde olduğu gibi %15 olarak uygulanır. (Çin'in diğer kesimlerinde kurumlar vergisi oranı %30)
- Bankacılık, sigorta, ulaşım ve ticaret hizmetleri sektörünün yabancı yatırımcılara açılması
- Pudong Bölgesi'nde 70 yıla kadar arazi kiralamanın mümkün kılınması

Bu kapsamda New Pudong Area içinde Lujiazui Finans ve Ticaret Bölgesi'nde ülkenin ilk finans merkezi 1990 yılında kurulmuştur. Bu bölgeyi tercih edecek olan finansal kuruluşlara vergisel teşvikler sağlanması, çalışanlar açısından daha kolay vize temin edilebilmesi gibi çeşitli imkânlar sunulmuştur. Bu politikalarla birlikte, yerli ve yabancı çok sayıda yatırım kuruluşu bu bölgede şube açmıştır. 2005 yılında ise Lujiazui Bölgesi ülke düzeyinde finans ve ticaret merkezi rolü yüklenen tek kalkınma bölgesi olarak belirlenmiştir. Lujiazui'nin içinde bulunduğu Pudong Bölgesi, özel ekonomik bölgelerle aynı vergi avantajlarına sahiptir.

### Borsaların Yeniden Açılması

1980'lerde, kamu borcunun milli gelirin %90'ına ulaşması nedeniyle sermaye piyasalarına yönelik reform programı oluşturulmuştur. Bu çerçevede, reel sektöre sermaye piyasalarından kaynak aktarılması için ko-

münist rejimle birlikte kapatılan borsaların yeniden açılmasına karar verilmiştir. Böylece, bir yandan yerli yatırımcıların birikimlerini sermaye piyasasına yönlendirebilmesi, bir diğer yandan da yabancı sermaye girişinin hızlanması için 1990 yılında, Şanghay Borsası tekrar faaliyetine başlamış ve Şenzhen Borsası kurulmuştur. Şanghay Borsası'nda işlem gören şirketler büyük kamu şirketleri iken, Şenzhen Borsası'nda küçük ve yeni gelişen şirketlerin işlem görmesi amaçlanmıştır.

Şanghay'da halihazırda aktif olan piyasalar; Şanghay Borsası, Şanghay Türev Borsası, Şanghay Altın Borsası ve döviz piyasası (CFETS) olmak üzeredir.

Şanghay Borsası, kar amacı gütmeyen kamu kuruluşu niteliğinde bir kurumdur. Ülkede sermaye piyasaları, Sermaye Piyasası Düzenleme Komisyonu (CSRC) tarafından düzenlenmekte ve denetlenmektedir.

### Bankacılık ve Sigortacılık Sektörlerinin Gelişmesi

Çin Merkez Bankası (People's Bank of China) 1949 ile 1978 yılları arasında ülkedeki tek banka konumunda olup, aynı zamanda ticari banka faaliyetlerini de yürütmekteydi. Ülkede döviz alım satımı çeşitli kriterlere bağlıdır. 1978 yılında kurulan Devlet Yabancı Para Yönetimi otoritesi (State Administration of Foreign Exchange/SAFE) döviz piyasasına ilişkin kuralları ve politikaları belirlemektedir.

1979 yılında Merkez Bankası'nın ticari bankacılık faaliyetleri 4 gruba ayırmıştır. Her bir faaliyete ilişkin 4 kamu bankası kurulmuş ve

Merkez Bankası ticari bankacılık faaliyetlerini bu bankalara devretmiştir.

Çin’de yabancı bankaların irtibat bürosu açmasına 1980 yılında izin verilmiştir. Bu irtibat bürolarının işlevi, yabancı firmalara danışmanlık hizmeti verilmesi ve iş geliştirme süreçlerini yürütülmesi gibi faaliyetlerle sınırlıdır. 1990 yılında ise, yabancı bankaların şube açmasına izin verilmiştir. Bu şubeler, mevduat toplayamamakta, sadece yabancı para cinsinden işlemlere aracılık etmektedir.

1996 yılında ise, ilk olarak Şanghay’da pilot proje olarak uygulanmak üzere, yabancı bankaların yurtdışı bireylere ve şirketlere Renminbi cinsinden hizmet verebilmesine izin verilmiştir.

Çin’in 2001 yılında Dünya Ticaret Örgütü’ne katılmasıyla birlikte, düzenleyici otorite tarafından özel olarak yetkilendirilen bankalar tüm yurtiçi yerleşiklere yabancı para cinsinden hizmet verebilir hale gelmiştir.

Finans sektörünün tam anlamıyla liberalizasyonu, 2002 yılında 16’ncı Çin Komünist Partisi Ulusal Kongresi’nde özel sektörün finans sektörünün bir parçası haline gelmesine izin verilmesiyle başlamıştır. Bu adımla birlikte 2003 yılından itibaren, yerel para cinsinden faaliyet göstermeye yetkili yabancı bankalar, yurtiçi şirketlere kredi verebilmekte, mevduat kabul edebilmektedir. Bu bankalar, 2006 yılından itibaren tüm yurtiçi birey ve kurumlara kredi verebilmekte, mevduat kabul edebilmekte ve varlık yönetimi hizmeti sunabilmektedir.

Çin’de döviz operasyonlarını düzenleyen kuruluş SAFE, Şanghay Serbest Ticaret Bölgesi’nde 2014 yılı Şubat ayında şube açmıştır. Bu adımla birlikte, serbest ticaret bölgesinde kurulacak olan yabancı ortaklı şirketlerin serbestçe döviz takası yapmaları mümkün olmuştur. 2015 yılı Nisan ayında ise finans merkezi olarak belirlenen “özel gelişim bölgesi” Lujiazui Finans ve Ticaret Bölgesi de

finansal hizmetlerin geliştirilmesi hedefiyle, serbest ticaret bölgesi kapsamına alınmıştır.

1991 yılı Mayıs ayında Çinli özel bir şirket olan China Pacific Insurance Group isimli sigorta şirketinin Şanghay’da kurulmuş olması, kente sigorta sektörünü çekmiştir.

Çin Merkez Bankası ve SAFE tarafından oluşturulan Ulusal Döviz Piyasası İşlemleri Merkezi (China Foreign Exchange Transaction Center/CFETS) Şanghay’da faaliyet göstermektedir. Bu yapının fonksiyonu, Çin Merkez Bankasının döviz operasyonlarını yürütmek, bankalararası piyasaya likidite sağlanmaktadır. 1992 yılında ilk döviz vadeli kontratları bu merkez tarafından ihraç edilmiştir.

Bu adımlarla birlikte, Şanghay’da finansal sektör yeniden canlanmaya başlamıştır. Ekonomik reformların etkisiyle birlikte 1997 ile 2010 yılları arasında Şanghay ekonomisi yılda ortalama %12 büyümüştür. Sanayi sektörü odaklı olarak gerçekleşen ekonomik kalkınma, küresel emtia piyasalarını etkilerken, reel sektörün büyümesinden pay almak isteyen sermayenin ülkeye yönelmesini sağlamıştır. Bu gelişmeyle birlikte, sanayi sektörü finansal hizmetler sektörünün gelişimini desteklemiştir.

### **Uluslararası Finans Merkezi**

2009 yılında Çin Devlet Konseyi, “Şanghay Uluslararası Finans ve Ticaret Merkezi 2020” planını açıklamıştır. Bu planla 2020 yılına kadar Şanghay’ın uluslararası finans merkezi düzeyine erişmesi hedeflenmiştir. Bu hedef, ülke ekonomisinin büyümesi ve Renminbi kullanımının kademeli olarak serbestleştirilmesiyle birlikte ülkenin dünya ticaretindeki ağırlığının artmasıyla ilişkilidir. Çin Devlet Konseyi, düzenleme açısından sınırların azaltılmasını ve öngörülebilir bir düzenleme çerçevesi oluşturulmasını hedeflemektedir.

Bu hedefi destekleyecek gelişmeler arasında, 2013 yılında Şanghay’da serbest ticaret bölgesinin kurulması, 2014 yılında BRICS

(Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) ülkeleri hükümetleri kurulan kalkınma bankası olan New Development Bank (NDB)'nin Şanghay'ı merkez alması sayılabilir.

Yine 2014 yılında planda yer aldığı üzere Şanghay, Şenzhen ve Hong Kong Borsaları arasında ortak bağlantı sağlanması, Çin'in döviz takası sistemi olan CFETS aracılığıyla Renminbi ile avro, İngiliz sterlini, Yeni Zelanda doları ve Singapur doları takasının başlaması gösterilebilir.

2002 yılında yerel yönetim bünyesinde kurulmuş olan Şanghay Finansal Hizmetler Ofisi, Şanghay 2020 planı kapsamında kanunların ve düzenlemelerin uygulanmasında, eylemlerin belirlenmesinde ve planlama sürecinin yönetilmesinde sorumlu olarak yetkilendirilmiştir.

### **Kuşak ve Yol Projesi**

Ticarette hava ve deniz ulaşımının ağırlığının artmasıyla birlikte, tarihsel açıdan önemli bir ticaret aksı olan İpek Yolu'nun gücü zayıfla-

### **DÜZENLEME ALTYAPISI**

Şanghay'ın düzenleme açısından karşısındaki en önemli bariyerlerden biri sermaye akımlarının kontrolüdür. Çin vatandaşlarının yurtdışına çıkarabilecekleri meblağ kanunla kısıtlanmıştır. Bu sınır 2017 yılı için 100.000 renminbi (15.000 dolar)'dir. Ayrıca, yıllık kişi başı 50.000 dolar tutarında döviz alınmasına izin verilmektedir.

Çin'de düzenleyici otoritenin koymuş olduğu kurullarla yabancı yatırımcıların sermaye piyasasına erişimi ancak sınırlı olarak mümkündür. Son dönemde alınan kararlarla birlikte, bu şartlar gevşetilmeye başlamıştır.

Nisan 2008'de, Çinli yatırımcıların herhangi bir sınırlandırma getirilmeden ABD'deki borsalara yatırım yapmalarına izin verilmiştir. Ülkede sermaye piyasalarının derinleştiril-

maya başlamıştır. 2013 yılında Çin Devlet Başkanı Xi Jinping tarafından Kazakistan ziyaretinde önerilen "Kuşak ve Yol" Projesi Asya, Afrika ve Avrupa'da çok büyük altyapı yatırımlarını içermektedir. Toplamda 124 milyar dolar tutarında yatırımları içeren bu projeye Çin küresel etkisini artırmayı hedeflemektedir. Modern İpek Yolu projesi, demiryolları, karayolları ve boru hatları aracılığıyla Çin'i Orta Asya, Batı Asya ve Güney Asya'nın belirli bölümlerine ve Avrupa'ya bağlamayı hedeflemektedir.

Bu projeye birlikte, Orta Asya'daki ülkelerin küresel ekonomideki ağırlığının artması beklenebilir. Kazakistan proje kapsamında ticaret yolu üzerinde yer almaktadır. Kazakistan hükümetinin Astana'da bir uluslararası finans merkezi kurulması projesine, Şanghay Borsası da destek vermiştir. Şanghay Borsası, 2017 yılında kurulan Astana Uluslararası Borsası'nda stratejik ortak pozisyonunda olup %25 paya sahiptir. Stratejik ortaklık teknoloji, yönetim planı, ürün tasarımı ve pazarlama alanında danışmanlık faaliyetini içermektedir.

mes ve yatırımcıların erişim düzeyinin artırılması hedefiyle bir proje geliştirilmiştir. 2014 yılı Nisan ayında geliştirilen projeye, Şanghay, Şenzhen ve Hong Kong Borsaları arasında işbirliğine gidilmiş ortak bağlantı sağlanmıştır.

Sermaye piyasası düzenleyici kuruluşunun (CSRC) kuralları uyarınca yabancı yatırımcılar, Çin'de kurulu olan bir yatırım kuruluşunun ancak %49'una sahip olabilmekteydi. 2017 yılı Kasım ayında açıklanan yeni düzenlemeyle birlikte yabancı yatırımcıların, üç yıl süreyle bir yatırım kuruluşunun %51'ine, üç yılın sonunda da tamamına sahip olabilmesi yönünde esneklik sağlanmıştır. Bu adım ülkenin fon yönetimi sektörüne belirgin katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çin vatandaşlarının ülke dışına para çıkarmada yaşadığı kısıtların yanında, yabancıların da Çin’de sadece bazı varlıkları satın almalarına izin verilmektedir.

Hisse senedi piyasası ağırlıklı kamu sermayeli şirketlerin halka açılmasıyla oluşmuştur. Hisse senetleri A tipi ve B tipi olarak ikiye ayrılmıştır. A tipi hisse senetleri, Çin Halk Cumhuriyetinde kurulu ulusal para üzerinden işlem gören hisse senetlerini ifade etmektedir. Bu hisse senetlerine sadece yurtiçi yatırımcılar ve yurtdışında mukim nitelikli kurumsal yatırımcılar yatırım yapabilmektedir. Nitelikli yabancı kurumsal yatırımcılar Sermaye Piyasası Düzenleme Komisyonunun izin verdiği yabancı fon yönetimi, sigorta, varlık yönetimi şirketleri ve aracı kurumları kapsamaktadır. Bu yatırımcı sınıfına girebilmek için Komisyonun belirlediği kriterlerin sağlanması gerekmektedir. Örnek bir kriter fon yönetim şirketleri için son 2 yılda yönetilen ortalama portföy büyüklüğünün 500 milyon doların üzerinde olmasıdır.

CSRC tarafından 2018 yılı Temmuz ayında alınan kararla, sadece yurtiçi yatırımcılar ve yurtdışı nitelikli yatırımcıların satın almasına izin verilen A tipi hisse senetlerine ilişkin şartlar esnetilmiştir. Çin’de çalışan yabancılar ve Çinli şirketlerin yurtdışı birimlerinde çalışan yabancılar çalışanlara hisse edindirme programı kapsamında Renminbi cinsinden ihraç edilmiş olan A tipi pay senetlerini de satın alabilir hale gelmiştir.

İlk kez 1992 yılında piyasaya çıkan B tipi hisse senetleri ise, ülkede kurulu olan şirketlerin yabancı para birimi üzerinden işlem gören hisse senetleridir. Bu hisse senetlerine yabancı yatırımcılar ve 2001 yılından itibaren de yerli yatırımcılar yatırım yapabilmektedir. Ülkede, Şanghay ve Şenzhen Menkul Kıymet Borsaları, Şanghay Türev Borsası, Dalian Emtia Borsası, Zhengzhou Emtia Borsası ve Çin Finansal Türev Borsası ile toplam 6 borsa bulunmaktadır.

Çin Merkez Bankası (PBoC), para politikasının belirlenmesinden sorumlu olmanın yanında, bankalararası piyasa, döviz piyasası, altın piyasası ve finansal istikrarın gözetilmesinden sorumludur.

Çin finans sektörü, 1992 yılında kurulan Sermaye Piyasası Düzenleme Komisyonu (China Securities Regulatory Commission /CSRC), 1998 yılında kurulan Sigortacılık Düzenleme Komisyonu (China Insurance Regulatory Commission/CIRC) ve 2003 yılında kurulan Bankacılık Düzenleme Komisyonu (China Banking Regulatory Commission/CBRC) olmak üzere 3 farklı otorite tarafından düzenlenmektedir.

2017 yılı Kasım ayında üç farklı otorite arasında koordinasyonun güçlendirilmesi ve gözetimin geliştirilmesi amacıyla, Finansal İstikrar ve Kalkınma Komitesi (Financial Stability and Development Committee) kurulmuştur. 2018 yılı Mart ayında ise, bankacılık ve sigorta sektörünü düzenleyen kuruluşların tek bir çatı altında birleştirilmesine karar verilmiş olup, süreç devam etmektedir.

Tek parti yönetimindeki ülkede yabancı yatırımcılar ve yerli yatırımcıların pek çoğu, temel politikalarda yapılabilecek değişikliklerin neler olabileceğini öngörmekte güçlük çekmektedir. Özellikle, Çin Merkez Bankası’nın sıklıkla finansal kuruluşların zorunlu karşılık oranlarını, fonlama maliyetini değiştiriyor olması, belirsizliği artıran bir unsur olarak görülmektedir. Finansal düzenleme ile ilgili olarak alınacak kararlarda, ihtiyaçlardan ziyade iç politikanın belirleyici olacağı düşüncesi de yatırımcılar için belirsizlik yaratan bir diğer unsurdur.

2018 yılının son dönemlerinde ise, Londra Borsası ile Şanghay Borsası arasında kurulacak bağlantı ile ortak platformdan erişim mümkün olacaktır. Aralık 2018’de sermaye piyasası düzenleyici kuruluşu Çinli Huatai Securities isimli şirketin Londra’da depo sertifikası ihraç edebilmesine izin vermiştir.

Diğer yandan, İngiltere merkezli HSBC de Şanghai borsasında depo sertifikası ihraç etmek üzere çalışmalara başlamıştır. Böylelikle, HSBC Şanghai borsasına kote ilk yabancı şirket olacaktır.

Kuşak ve Yol projesine dâhil olan ülkelerle işbirliğini güçlendirmek üzere, Çin merkezli finansal kuruluşların iştirak kurdukları gözlenmektedir. 2017 yılı sonu itibarıyla 31 menkul kıymet aracılık şirketi ve 24 fon yönetim şirketi Hong Kong'da 55, Singapur ve Laos'ta 1 şirket kurmuş veya satın almıştır. Aynı dönemde, sermaye piyasası düzenleyici kuruluşu CSRC, aralarında Singapur, Brunei, Malezya ve Tayland'ın olduğu ülkelerden 32 finansal kuruluşa Çin'de yatırım yapabilmek üzere nitelikli yabancı kurumsal yatırımcı statüsü tanımış, 2017 yılında toplam 14,9 milyar dolar tutarında yatırım çekmiştir.

## FİNTEK

Çin yönetiminin küresel internet ağını oldukça sınırlı olarak erişime açmasıyla, ABD menşeli sistemleri kullanmak yerine yerel uygulamaların geliştirildiği görülmektedir. Bu duruşa paralel olarak, yazılım teknolojisinin hayli geliştiği görülmektedir. Ülkede başlangıç aşamasındaki şirketlere yatırımın devlet politikası olarak benimsendiği görülmektedir.

Ülke, blok zinciri teknolojisi teknolojisini yakından izlemekle birlikte, kripto para birimlerine karşı kısıtlayıcı bir tutum izlemektedir. Çin Komünist Partisi, son dönemde blok zinciri teknolojisini tartışan bir politika metni yayınlamıştır. Diğer yandan, Çin Merkez Bankası küçük ve orta ölçekli bankaların kullanacağı blok zinciri teknolojisi bazlı ticaret finansmanı platformunun gelişimini desteklediğini duyurmuştur. Yüksek Halk Mah-

Çin'de finans sektörünün son yıllarda gösterdiği hızlı gelişmeyle birlikte, farklı formlarda finansal kuruluşlar faaliyet göstermeye başlamıştır. Sermaye piyasası düzenleyici kuruluşu, gölge bankacılık faaliyetleri, internet üzerinden faaliyet gösteren finans kuruluşları ve finansal holdinglerin denetim ve gözetimi için koordinasyonu güçlendirmek üzere çalışmaktadır.

Ayrıca son yıllarda, büyük veri analitiği, bulut bilişim, yapay zeka (AI) gibi teknolojilerden yararlanılarak gözetim faaliyetinin düzenleme teknolojisi (Regtech) aracılığıyla yürütülmesi için çeşitli çalışmalar yapılmaktadır. Bu teknolojilerle birlikte yürütülen gözetim faaliyeti eş zamanlı olarak düzenleyici otoriteye bildirilmiş, sermaye piyasası suçları karşısında hızlı bir şekilde aksiyon alınmış olacaktır.

kemesi blok zinciri teknolojisini kullanan kontratın hukuki niteliği üzerine çalışmalar yürütmektedir.

Çevrimiçi ticaret devi Alibaba'nın ödeme sistemi Alipay ve Dünya'da yüksek bir kullanıcı kitlesine ulaşan WeChat'in ödeme sistemi olan WeChat Pay'in yaygınlaşmasının Renminbinin uluslararası ödemelerdeki payının artmasını destekleyebileceği düşünülmektedir. 2017 sonu itibarıyla Alipay kullanıcısı 520 milyon Çin vatandaşı, ABD ve Vietnam'da bu sistem aracılığıyla ödeme yapabilmektedir. Diğer yandan, 22 Çin bankasının hali hazırda SWIFT sistemine entegre olması ve Çin'in sınır-ötesi bankalararası ödeme sistemi olan CIPS sisteminin yaygınlaşması da Renminbi kullanımını destekleyen faktörler arasındadır.

## HUKUKİ ÇERÇEVE

1982 yılında yürürlüğe giren Çin Halk Cumhuriyeti anayasası, Sovyetler Birliği'nin 1936 Anayasa'sından uyarlanmıştır. Yargı sisteminin en üstünde, Yüksek Halk Mahkemesi bulunmaktadır. Yerel mahkemeler ise görülen davalara göre üç derecede kademelenmektedir. Bunun yanında, askeri, demiryolu, denizcilik, fikri mülkiyet ve internet alanlarında ihtisas mahkemeleri de kurulmuştur.

World Justice Project tarafından yayınlanan hukukun üstünlüğü endeksine göre, 2018

yılı itibarıyla Çin 113 ülke arasında 75. sırada yer almaktadır.

Çin'in finansal işlemlerdeki uyuşmazlıkların çözümü için bir ihtisas mahkemesi olan Şanghai Finansal Mahkemesi, 2018 yılı Ağustos ayında ülkenin en yüksek yargı organı olan Yüksek Halk Mahkemesi (Supreme People's Court) tarafından kurulmuştur. 2017 yılında Çin'de finansal işlemlerle ilgili olarak 179.000 dava dosyası mahkemelerde görülmüştür.

## KENTLEŞME

Çin'in ana finans merkezi olan Şanghai kenti, Dünyanın en yoğun konteyner limanına sahip olup ticaretin her türü için küresel bir merkezdir. A.T. Kearney tarafından yapılan çalışmaya göre, Şanghai 2018 yılı itibarıyla New York ve Londra'nın en üst sıralarda yer aldığı küresel kentler endeksinde 19. sırada yer almaktadır. Şanghai'nın küresel kent mertebesine erişmesinde, uluslararası finans merkezi rolü ve çok uluslu şirketlerin merkezlerinin yoğunlaşması etkili olmuştur. Kentin sunduğu olanaklar itibarıyla canlı olması finans merkezi rolünü güçlendirmektedir.

Şanghai çok sayıda çok uluslu şirkete ev sahipliği yapmaktadır. 2002 yılında Yerel Yönetim İdaresinin çok uluslu şirketlerin girişini kolaylaştırması etkili olmuştur. 2018 yılı

itibarıyla A.T. Kearney tarafından açıklanan doğrudan yabancı yatırım güven endeksine göre, Çin yabancı yatırımcılar için en çekici 5. ülkedir. Diğer yandan, Şanghai dünya standartlarında iki havalimanına ve Dünyanın en uzun metro ağına sahip olup ulaşım olanakları hayli gelişkindir.

2016 yılı itibarıyla Şanghai nüfusunun sadece %0,7'sinin yurtdışı doğumlu olduğu görülmektedir. Küresel bir kent olmanın gereği olan çok kültürlü yapının henüz yeni gelişmeye başladığı söylenebilir. World Cities Culture Forum verilerine göre, kentte 770 sanat galerisi, 1.330 gece kulübü ve 2.693 bar bulunmaktadır. Bunun yanında, 2018 yılı itibarıyla 34 Michelin yıldızlı restoran bulunmaktadır.

## BEŞERİ SERMAYE

1,4 milyar nüfusuyla dünyanın en kalabalık ülkesi olan Çin'de, vatandaşların 1979 yılından 2016 yılına kadar sadece tek çocuk sahibi olmasına izin verilirken, 2013'te çiftlerden birinin tek çocuk olduğu evliliklerde ikinci çocuğa izin verilmesine karar verilmiştir. 2016 yılında ise iki çocuk politikasına geçilmesine karar verilmiştir. Bu kararın alınmasında, tek çocuk politikasının nüfus ve yaş

dağılımında dengesizlik yaratması, işgücünün azalması sonuçları etkili olmuştur.

Ülkede artan gelir düzeyiyle birlikte, daha fazla sayıda Çinlinin yurtdışında eğitim gördüğü görülmektedir. 2008 yılında yaklaşık 180 bin Çinli öğrenci yurtdışında eğitim görürken, 2017 yılı itibarıyla bu rakamın 800 bin civarına yükseldiği görülmektedir.

Son dönemde çok sayıda ülke göçmen kabul koşullarını sıkılaştırırken, Çin hükümeti, 2008 yılında başlatmış olduğu "global experts" isimli girişimle çok sayıda nitelikli yabancı çalışanı ülkeye çekmek üzere bir çaba içerisine girişmiştir. Bu çalışmayla hükümetin belirlemiş olduğu yenilikçi ve stratejik alanlarda uzmanlaşmış profesyoneller seçilmektedir. Bu çabalar neticesinde, 1980'li yıllarda ülke genelinde 10.000'den az olan yabancı çalışan sayısı, 2017 yılı itibarıyla 900.000'e ulaşmıştır. Diğer yandan yurt-

dışında eğitim gören çok sayıda Çin vatandaşının teknoloji sektöründe çalışmak üzere ülkeye geri dönme isteğinde olduğu bilinmektedir. Yabancı çalışanlar tarafından Şanghay'ın tercih edilmesinin en önemli sebebinin ücretlerin yüksek olması söylenebilir. Kent, HSBC tarafından yayınlanan Expat Explorer isimli çalışmaya göre yıllık 202.000 dolar ile yabancı çalışanların Mumbai ve San Francisco'nun ardından en yüksek ücret aldığı üçüncü kenttir.

## ÇİN EKONOMİSİ VE FİNANS SEKTÖRÜ

Kurulduğu 1949 yılından 1978 yılına kadar tamamen kapalı bir modelle yönetilen Çin ekonomisi, 1978 yılında Mao Zedong'un yerine göreve gelen Deng Xiaoping tarafından başlatılan reform ve dışa açılma politikalarıyla birlikte, çok yüksek bir büyüme sürecine girmiştir. Hem özel teşebbüsleri desteklemek, hem de yabancı şirketleri ülkeye çekmek üzere, ülkenin genelinde sunulmayan teşviklerin sunulduğu özel ekonomik bölgeler belirlenmiştir.

Bu girişimlerle birlikte, kalkınma dinamiğinin sanayi sektörü olduğu ülke ekonomisi, 1980 ile 2017 yılları arasında, yıllık ortalama %9,9 oranında büyümüştür. 1,4 milyar nüfusa sahip Çin'de GSYH 2017 yılı için 12 trilyon, kişi başı milli gelir ise 8,650 USD olarak gerçekleşmiştir. Çin'in dünya ekonomisindeki payı 2000'lerin ortalarında %4 civarındayken, 2017 yılında %15 oranına ulaşmıştır.

Sanayi sektörünün güçlü bir büyüme dönemine girmesiyle birlikte, kırdan kente göç de hızla artmıştır. 1960 yılında kentte yaşayan nüfusun oranı %16 iken, 2017 yılında %58'e yükselmiştir. Kentleşme oranındaki bu hızlı yükselişle birlikte, altyapı yatırımlarına olan gereksinim hızla yükselmiştir. Altyapı yatırımlarının finansmanı ile birlikte de, finansal hizmetler sektörü gelişme göstermiştir.

Çin'de hem hanehalkı hem de özel sektörün borçluluk düzeyi hızlı ekonomik büyüme nedeniyle artmaktadır. Ülkede toplam borcun GSYH'ye oranı 2008 yılında %141 iken, 2017 sonu itibarıyla %256'ya ulaşmıştır. Uluslararası Finans Enstitüsü tarafından Kasım 2018'de yayınlanan rapora göre, Çin'de finans dışı şirketlerin borç stoku milli gelirin %164'ü kadardır.

Tablo 1: Ekonomik Göstergeler							
	1960	1970	1980	1990	2000	2010	2017
Nüfus (milyon)	667	818	981	1,135	1,263	1,338	1,386
GSYH (milyar \$)	59.7	92.6	305	399	1,215	6,066	12,015
Kişi başı GSYH (\$)	90	113	309	349	959	4,524	8,643
Cari Denge/GSYH (%)	-	-	-	-	1.7	3.9	1.4
Kamu Borcu/GSYH (%)	-	-	-	-	22.8	33.7	47.0
TÜFE (%)	-	-	-	4.3	1.5	4.6	1.8
Kentleşme Oranı (%)	16.2	17.4	19.4	26.4	35.9	49.2	58.0

Kaynak: IMF WEO, Dünya Bankası



Küresel finansal sistemde Renminbi cinsinden işlem yapmanın kısıtlı olması, finans merkezinin gelişimini sınırlayan bir faktör olup, 2017 yılı itibarıyla Renminbi'nin küresel ticaretteki payı %1,61 ile oldukça düşüktür. Çin yönetimi Renminbi'nin uluslararası kullanımı yaygınlaştırmak üzere aldığı stratejik karar doğrultusunda kademeli olarak adım atmaktadır. Bu kapsamda Uluslararası Para Fonu (IMF), 2016 yılı Eylül ayında RMB'yi özel çekme hakkı (SDR) sepetine eklemiştir.

Çin'de finansmanda gölge bankacılık sisteminin payının yüksek olduğu bilinmektedir. Bu sistemi oluşturan kuruluşlar, tasarruf sahibiyle borç alan arasındaki köprüyü kuran bankalar dışında kalan aracı kuruluşlardır. Bu kurumların bankalardan farkı mevduat toplayamamaları iken, ülkede faaliyet gösteren finansal kuruluşların varlık yönetimi amacıyla topladıkları fonlarını kullanarak kredi verdikleri görülmektedir. Moody's tarafından yayınlanan Çin Gölge Bankacılık Monitörü raporuna göre, gölge bankacılık sektö-

rünün büyüklüğü Eylül 2018 itibarıyla GSYH'nin %70'ine karşılık gelmektedir.

Önceki bölümlerde detaylı açıklandığı üzere; özel ekonomik bölgeler stratejisinin başarıya ulaşmasının ardından, 1990 yılında Pudong New Area isimli bölgede finans merkezi kurulmuştur. Bu girişimlerle birlikte, reel sektörün finansmanında sermaye piyasasından yararlanılması amacıyla 1949 yılında kapanan Şanghay Borsası 1990'da yeniden faaliyete başlamış, aynı yıl Çin'in dışa açılma politikası kapsamında dışa açılan ilk özel ekonomik bölgelerden biri olan Şenzhen'de de yeni bir borsa kurulmuştur.

Ülkenin başkenti Beijing'de dört büyük kamu bankası yer alırken, Şanghay yabancı bankaların yoğunlaştığı bir merkez olarak yükselmiştir. Şanghay'ın gelişiminde, Pudong'a özel ekonomik bölge statüsü tanınması itici güç olmuştur.

1995 yılında Şanghay Borsasının piyasa değerinin GSYH payı %4 iken, 2017 yılı sonu itibarıyla bu oran %42'ye ulaşmıştır.

<b>Tablo 2: Çin Piyasa Büyüklükleri</b>						
<b>Şanghay Borsası</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2005</b>	<b>2010</b>	<b>2015</b>	<b>2017</b>
Pay Piyasası İşlem Hacmi (milyar \$)	37	378	235	4,503	21,389	7,594
Piyasa Değeri (milyar \$)	30	325	286	2,716	4,549	5,090
Halka Açık Şirket Sayısı	188	572	833	894	1,081	1,396
Yatırım Hesabı Sayısı (milyon)	-	30	39	99	179	263
Piyasa Değeri/GSYH (%)	4.1	26.8	12.4	44.8	40.5	42.4
Hisse Devir Hızı (%)	122.8	116.2	82.3	165.8	470.2	149.2
<b>Şenzhen Borsası</b>						
Pay Piyasası İşlem Hacmi (milyar \$)	-	356	154	3,662	18,878	9,164
Piyasa Değeri (milyar \$)	-	256	116	1,311	3,639	3,622
Halka Açık Şirket Sayısı	347	514	696	1,169	1,746	2,089
Yatırımcı Sayısı (milyon)	-	28	35	94	169	246
Piyasa Değeri/GSYH (%)	-	21.0	5.0	21.6	32.4	30.1
Hisse Devir Hızı (%)	-	139.2	133.4	279.3	518.8	253.0
<b>Borçlanma Araçları</b>						
Özel Sektör Borçlanma Araçları Stoku (milyar \$)	-	98	571	2,053	5,305	7,313
Piyasa Değeri/GSYH (%)	-	8.1	24.7	33.8	47.3	60.9

Kaynak: WFE, BIS, Şanghay Borsası, Şenzhen Borsası

2017 yılı itibarıyla Şanghay borsasının piyasa değeri 5,1 trilyon dolar olup, WFE tarafından verisi derlenen 61 ülke arasında dünyada 4. sıradadır. 7,6 trilyon dolar büyüklüğünde işlem hacmine sahip olan borsa, en likit piyasalardan biridir.

Şanghay Borsasında piyasa değeri 5 trilyon dolar iken, işlem hacmi 7,5 trilyon doları bulmuştur. İşlem hacminde 2015 yılında gözlenen sıra dışı artışta %80'ini yurtiçi bireylerin oluşturduğu yatırımcı grubunun kredili bakiyeye çok yüksek tutarlarda işlem yapması etkili olmuştur. Bu dönemde her iki borsada da hayli yükseliş yaşanmıştır. Sonraki dönemde düzenleyici kuruluş, kredili işlemlere sınırlama getirmiş buna bağlı olarak işlem hacmi düşmüştür.

Şanghay Borsası son 10 yılda çok güçlü bir gelişme göstermiştir. Bu gelişmede Shanghai Borsasına yakın olan Şanghay, Jiangsu ve Zheijiang kentlerinde sanayi sektörünün gelişimiyle oluşan sermaye birikiminin sermaye piyasasına yönelmesi etkili olmuştur.

Ülkede özel sektör borçlanma araçları sektörünün gelişmiş olduğu görülmektedir. 2005 yılında ülkenin özel sektör borçlanma araçları stoku 571 milyar dolar iken, 2017 yılında 7,3 trilyon dolar ile milli gelirin %61'ine ulaşmıştır. Borçlanma araçlarının neredeyse tamamının renminbi cinsinden olduğu görülmektedir.

Döviz piyasasına bakıldığında, BIS verilerine göre 2016 yılında Renminbi dünyadaki tezgahüstü döviz işlemlerinde %4 paya sahip olup, bu hacim ile dünyada en fazla işlem gören 8. para birimidir. Aynı yıl günlük ortalama tezgahüstü döviz işlem hacmi 73 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Şanghay Bölgesel İstatistik Bürosu verilerine göre, 2017 sonu itibarıyla kentin GSYH'sı 3 trilyon Renminbiyi (460 milyar dolar) geçmiş, kişi başına düşen GSYH nominal olarak 19.000 doları aşmıştır. Bu dönemde araştır-

ma ve geliştirme alanlarına yapılan yatırımların GSYH'deki payı %3,8 oranında gerçekleşmiştir. Şanghay, Jiangsu ve Zheijiang kentleri gelirin en yüksek olduğu 5 kentten biri olup, kişi başına düşen nominal GSYH 14.000 dolardan fazladır. Yabancı para cinsinden yatırımların ve ülke dışına sermaye çıkışının sıkı bir şekilde kontrol ediliyor olması nedeniyle, ülkede tasarruflar yurtiçi sermaye piyasasına ve gayrimenkul sektörüne yönelmektedir.

2017 yılı sonu itibarıyla ülkede 350.000'den fazla kişinin çalıştığı 131 firma menkul kıymet işlemlerine aracılık etmekte olup 16,8 milyar dolar dönem karı elde etmiştir. 2017 yılı sonu itibarıyla, 13 menkul kıymet aracılığı şirketi, 44 fon yönetim şirketi, 2 vadeli işlem aracılık şirketi yabancı ortaklıdır.

International Investment Funds Association (IIFA) verilerine göre, Şanghay'da açık uçlu yatırım fonlarının toplam büyüklüğü, Aralık 2008'de 280 milyar dolar civarındayken, Haziran 2018 itibarıyla 1,8 trilyon doları aşmıştır. 2017 yılı Kasım ayında yürürlüğe giren düzenlemeyle, Çin'de kurulu yatırım fonlarında fon kurucusuna ilişkin yabancı payına ilişkin sınırlamanın esnetilmesiyle birlikte, fon yönetimi sektörünün daha hızlı bir büyüme dönemine girmesi beklenmektedir.

Daha önce de değinildiği gibi, Çin'de finansal hizmetler sektörü üç merkezde gelişmiştir. Tabloda bu merkezlerin özellikleri gösterilmiştir. Şanghay, 1990 yılında finans merkezi kurma hedefiyle belirlenen politikalarla birlikte gelişmeye başlamıştır. Beijing yönetimi, finansal düzenleyici kuruluşlar, bankalar ve kamu iktisadi teşebbüslerinin merkezlerinin gelişimi için 1993 yılında Beijing Merkezi İş Alanı'nı kapsayan mekânsal plan hazırlamıştır. 1978 öncesinde küçük bir balıkçı kenti olan Şenzen ise, ülkenin ilk özel ekonomik bölgesi olmanın avantajıyla birlikte, doğrudan yabancı yatırımları ülkeye çekerek büyüyen ekonomisiyle finans sektörünü geliştirmiştir.

**Tablo 3: Çin Finans Merkezleri Karşılaştırması**

	<b>Şanghai</b>	<b>Beijing</b>	<b>Şenzen</b>
Güçlü Yanlar	<ul style="list-style-type: none"><li>• Büyük kent ekonomisi ve güçlü ekonomik etki alanı</li><li>• Gelişkin pay senedi piyasası, türev borsası, döviz piyasası ve diğer finansal piyasalar</li><li>• Şanghai'nin finans merkezi rolünün kabul görmesi</li><li>• Yabancı çok uluslu şirketler tarafından tercih edilmesi</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Çin Merkez Bankası, finansal düzenleyici kuruluşlar.</li><li>• Büyük kamu bankaları ve sigorta şirketleri</li><li>• Yerli çok uluslu şirketler tarafından tercih edilmesi</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Hong Kong'a coğrafi yakınlık</li><li>• Üretkenliğin en yüksek olduğu kentlerden biri</li><li>• Bilişim teknolojisinin gelişmiş</li></ul>
Zayıf Yanlar	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ülkenin idari yönetim merkezi olmaması</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Borsanın olmaması</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ekonomik etki alanının zayıflığı</li></ul>

Kaynak: Chen K., Chen, G. (2015).

2013 yılı itibarıyla Beijing'de 142 çok uluslu şirket bulunurken, Şanghai'da bu rakamın 445 olduğu görülmektedir. Citibank, HSBC ve Standard Chartered gibi küresel finansal kuruluşların bölgede yer seçmesi, diğer yatırım kuruluşlarını da bölgeye çeken etkenlerden biri olmuştur.

Dünya Ekonomik Forumu'nun 2017-18 Uluslararası Rekabet Raporu'na göre Çin 137 ülke arasında 27. sırada yer almaktadır. Dünya Bankası tarafından yayınlanan iş çev-

relerinin faaliyet gösterebilme kolaylığını yansıtan 2019 yılı Doing Business raporunda yer alan iş yapma kolaylığı endeksine göre, 190 ülke arasında 46. sırada yer almaktadır. Rapora göre, ülkede 8.6 günde şirket kurulabilmektedir. Son dönemde ülke, iş süreçlerini kolaylaştırmaya yönelik reformlarıyla birlikte 2017 yılına göre en fazla gelişme gösteren 10 ülkeden biri olmuştur. Bu gelişmede, Şanghai ve Beijing'de elektrik dağıtım şirketlerinin lisans almasının ve yapı izinlerinin kolaylaştırılması etkili olmuştur.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

1949'da komünist partinin iktidara geldiği Çin, 1968'den itibaren ekonomisini kademeli olarak dışa açma politikası benimsemiştir. 1980'lerde kurulan özel ekonomik bölgeler, serbest piyasa ekonomisine kademeli olarak açılma politikasında deney ortamı olarak görülmüştür. 1990 yılına gelindiğinde Şanghai'nin doğusunda bir finans merkezi kurulması hedefiyle, Şanghai Uluslararası Finans Merkezi oluşturulması yönünde ilk adım atılmıştır.

Şanghai'da finansal hizmetleri sektörü, yüksek ekonomik büyümeye bağlı olarak şirketlerin artan finansman gereksinimi dolayısıyla tahvil piyasasının olgunlaşması, üretim ekonomisine bağlı olarak hammadde temini ihtiyacından dolayı emtia piyasasının oluşumu ve çeşitlendirilmiş sanayi yapısıyla gelişme göstermiştir. Ulusal ekonominin hayli hızlı bir büyüme dönemi geçirmesi, merkezi ve

yerel yönetimin destekleri Şanghai'nin finans merkezi olmasını sağlamıştır.

2009 yılında Devlet Konseyi tarafından açıklanan Şanghai 2020 eylem planı ile finansal hizmetler sektörünün geliştirilmesi vizyonu Dünya kamuoyu ile paylaşılmıştır.

Şanghai, Çin gibi hızla büyüyen bir ekonomiye yabancı sermayenin erişebileceği nokta olması yönüyle, diğer finans merkezlerine göre üstünlüğe sahiptir. Büyüyen ekonomilerle birlikte, sermaye ve risk yönetimi ürünlerine duyulan ihtiyaç günden güne artmaktadır. Bu yönüyle, Şanghai'nin öneminin ilerleyen yıllarda daha da artması beklenmekte bölgesel finans merkezi rolünün güçlenerek küresel finans merkezi düzeyine erişebileceği düşünülmektedir.

Şanghai'nın sahip olduğu üstün yanlarının yanında, zayıf yönleri de bulunmaktadır. Çin'de yasal ve finansal düzenlemelerin muhafazakâr bir yapıda olması, finansal ürün çeşitliliğini kısıtlamakta ve sektörün gelişimini sınırlamaktadır. Bu çeşitliliğin özellikle karmaşık türev ürünlerde oldukça sınırlı olduğu, genellikle basit türev ürünlerin kullanımına izin verildiği görülmektedir. Şanghai'da yerel yönetim, küresel finans merkezi olabilmek için finansal ürün çeşitliliğini artırılması gerektiğini düşünmektedir. Ancak, finansal ürün çeşitliliğinin artırılması için karar mercii merkezi yönetimdir.

New York ve Londra'nın aksine Şanghai, ülkedeki tüm finansal sektörün kümelendiği nokta değildir. En büyük kamu bankaları ve sigorta sektörü Beijing'de bulunmaktadır. Bu durum, Şanghai merkezli yatırım bankaları ile mekânsal yakınlık açısından dezavantajlı yaratmaktadır. Şanghai ile Pekin arasında inşası süren hızlı tren hattıyla birlikte bu durumun etkisinin azalması beklenmektedir.

Çin'de politika yapıcının karar sürecinin şeffaf olmaması, hem yurtiçi hem de yabancı

yatırımcılar nezdinde öngörülebilirliği azaltan bir etken olarak görülmektedir. Örneğin finansal kuruluşlara sağlanan likiditenin maliyetini etkileyen zorunlu karşılık oranı gibi değişkenleri hızlı bir şekilde değişmektedir. Şanghai Çin'in en büyük finans merkezi olmasına karşın, ülkenin önemli ticari bankalarının ve en büyük sigorta şirketlerinin Beijing'de yer seçmesi mekânsal ayrışma dolayısıyla dezavantajlı bir durum yaratmaktadır. Butün bu gelişmeler ışığında, Şanghai hâlihazırda tam anlamıyla, uluslararası finans merkezi niteliğine ulaşmayı henüz başaramış değildir.

Renminbi'nin uluslararası işlemlerdeki payının artması yönünde merkezi hükümetin kademeli adımları, finans merkezinin gelişimini destekleyebilir. Diğer yandan, finansal ürün çeşitliliğini artıracak yönde düzenlemelerin esnetilmesi hayli gelişkin reel sektörün ihtiyaç duyduğu finansal ürünleri sunmasını sağlayabilir. Reel sektörün risk yönetimini daha etkin biçimde sağlayabilecek olması, ülkede finansal istikrarı destekleyecek bir etken olarak görülebilir.

## KAYNAKÇA

Çin Halk Cumhuriyeti Sermaye Piyasası, (2009). TSPB, Sermaye Piyasasında Gündem.

Zhao S.X., Lao, Q, Chan N.Y.M. (2013). The Rise of China and the Development of Financial Centres in Hong Kong, Beijing, Shanghai ve Shenzhen. Journal of Globalization Studies.

Luo, R. (2012). Shanghai as an International Financial Center: Aspiration, Reality and Implication.

Laurenceson, J., Tang, K.K., Wong H.M. (2003). Shanghai as an International Financial Centre.

Li, Z., Yang, S., Dawood, S.R.S. (2017). Global Urban Development in China: A Case Study of Shanghai in the Context of Globalization. International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences.

SWIFT (2018). RMB Internationalization: Where we are and what we can expect in 2018.

Yeung, Y.M., Yun-wing, S. (1996). Shanghai: Transformation and Modernization under China's Open Policy.

Chen, K., Chen, G. (2015). The rise of international financial centers in mainland China.

World Cities Culture Forum. Cultural Indicators.

HSBC Expat Explorer, Living in China.

# TALLINN FİNANS MERKEZİ

*Ceylan Anıl*

1,3 milyon nüfusu ve 26 milyar avroluk gayri safi yurtiçi hasılası ile nispeten küçük bir Kuzey Avrupa ülkesi olan Estonya'nın başkenti Tallinn, son 20 yılda hızla gelişmiştir.

Önceden Sovyetler Birliği'nin bir parçası olan ve bağımsızlığını ilan etmesinin ardından Avrupa Birliği'ne kabul edilen Estonya'da, devletin temel politikası teknolojik altyapı oluşturarak ülkeyi uzun vadede kalkındırmak olmuştur.

Estonya, 2000 yılında internete erişimi insan hakları arasına ekleyen ilk ülke olarak tarihe geçmiştir. Neredeyse her bölgesinde bedava internet erişimi bulunan Estonya'da, vergilendirme ve oy kullanma gibi birçok işlem sanal ortamda yapılmaktadır. Estonya bu nedenlerle bugün "internet cumhuriyeti" olarak anılmaktadır.

## TARİHSEL GELİŞİM VE SİYASİ FAKTÖRLER

Tarih boyunca bugün Estonya'nın bulunduğu topraklar farklı ülkeler tarafından işgal altında olmuş, ülkenin topraklarına farklı zamanlarda İsveç, Danimarka, Almanya, Polonya ve Rusya hükmetmiştir. Yine de Estonya, kendine ait olan dilini ve kültürünü korumuştur.

20. yüzyılın büyük bölümünde de Rusya ve Almanya tarafından işgal altında kalan bölgenin, Alman hâkimiyetinde kaldığı dönemde en büyük ticari ortağı Almanya olmuş ve Estonya halkı hem bu sebeple, hem bölgede yaşayan Baltık Alman'lar nedeniyle Alman kültürünün daha çok etkisinde kalmıştır. Ayrıca Estonya; coğrafi ve kültürel konumu

Estonya'da finans sektörü çok büyük olmamakla birlikte, sahip olduğu teknolojik altyapı, gelişmiş hukuk sistemi ve rekabetçi piyasası sayesinde, bu sektörün büyüme potansiyeli oldukça yüksektir.

Z/Yen tarafından hazırlanan Küresel Finansal Merkez Endeksi'nin Eylül 2018'de yayımlanan sayısında, dünyanın en büyük finans merkezleri arasında Tallinn Doğu Avrupa ve Orta Asya'da bölgesel birincidir. Tüm dünyadaki sıralamada ise 52. olmuştur.

Bu makalemizde, önce Tallinn'in tarihine değinilecek, daha sonra Tallinn'de hükümet tarafından uygulanan ekonomik politikalar, düzenlemeler ve Tallinn'in gelişmesini sağlayan altyapısal faktörler ele alınacaktır.

sayesinde, İskandinav ve Fin piyasalarına yakın olmuştur.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Sovyetler Birliği'nin bir parçası olan Estonya, Doğu blokunun çökmesinin ardından 1991'de bağımsızlığını ilan etmiş ve parlamenter demokrasi sistemine geçmiştir.

Bağımsızlığını ilan etmesinin ardından, 1992'de kamu kurumlarını özelleştirmek amacıyla Estonya Özelleştirme Kurumu kurulmuştur. Serbest piyasa ekonomisine geçiş ile birlikte, gelişmiş ülkelerden farklı modelleri kendi ülkesine sentezleyen hükümet, hukuk sistemi olarak Almanya hukuk sistemini kendine model olarak almıştır. Aynı

şekilde, para birimi de Alman markına sabitlenmiştir. Bir yandan 1995'te Tallinn borsası kurulmuştur.

Estonya 1995'te Avrupa Birliğine üyelik başvurusunda bulunmuş, AB ile serbest ticaret anlaşması yapmış ve yeni yabancı ticari ortaklıklar geliştirmiştir. Bunun dışında, eğitim sisteminin çağdaşlaşması hedefiyle bilişim teknolojilerinin kullanımına yönelik bir kalkınma planı hazırlanmıştır. "Kaplan sıçraması" anlamına gelen ve ilerleyen bölümde ayrıntılı şekilde anlatılacak olan Tiger Leap programı, hükümet tarafından ve eğitim ve araştırma bakanlığına bağlı olarak oluşturulmuş ve 1997 yılında başlatılmıştır.

Dünya Bankası kriterlerine göre 2000'lerin başında gelişmiş ekonomi sınıfına geçen Es-

tonya, 2004 yılında Avrupa Birliğine katılmış ve aynı yılda NATO üyesi olmuştur. 2011'de ise ülke para birimi olarak avroyu kullanmaya başlamıştır.

Düzenlemeleri Avrupa Birliği mevzuatı çerçevesinde şekillenen Estonya'da, ayrıca uluslararası işletmelere kolaylık sağlamak amacıyla, 500'e yakın kanun Estonca'dan İngilizce'ye çevrilmiştir.

Estonya günümüzde The Wall Street Journal ve Heritage Foundation tarafından 2017 yılına ilişkin açıklanan ekonomik özgürlük endeksine göre 180 ülke arasında en serbest ekonomiye sahip 6. ülke seçilmiştir.

## EKONOMİK POLİTİKALAR VE PİYASA EKONOMİSİNE GEÇİŞ

Estonya, bağımsızlığını ilan etmesini takip eden süreçte serbest piyasa ekonomisine geçmiştir. Ülkede kamu sektöründe özelleştirme ve sıkılaştırıcı mali politikalar ile küçülmeye gidilmiştir. Ayrıca yüksek enflasyonla mücadele etmek ve uluslararası ticareti geliştirmek amacıyla sabit kur politikası izlenmiş ve para birimi bu amaçla Alman markına sabitlenmiştir. 1992'de tüm ithalat sınırlamaları kaldırılmıştır.

### Dış Yardımlar

Estonya kuruluşunun ardından hızla kalkınmak için IMF fonundan yararlanmış ve Avrupa Birliği yardımları almıştır.

Avrupa'da ekonominin istikrarlı olmasını hedefleyen IMF, Baltık ülkeleri ile 1992'de anlaşmalar yapmış, Estonya da IMF'in sıkılaştırıcı para ve kamu politikalarını benimseyen ve IMF fonundan yararlanan ülkelere biri olmuştur. Estonya'ya sağlanan 90 milyon dolarlık kredi paketi 2001'de son bulmuştur.

Avrupa Birliği, finansal istikrar sağlaması amacıyla 1992'de Baltık Devletlerine top-

lamda 1 milyar dolarlık hibe sağlamıştır. Ayrıca AB, 1992'de Estonya da dâhil olmak üzere Baltık ülkeleri ile serbest ticaret anlaşmaları yapmış ve Estonya'nın AB ülkelerine ihracat yapması sağlanmıştır.

Estonya'da 1997'de Estonya Kalkınma Kurumu kurulmuştur. Dışişlerine bağlı olan ve kalkınma projeleri yürüten bu kurumun finansmanının büyük çoğunluğu da Avrupa Birliği tarafından sağlanmıştır.

2007-2013 yılları arasında Avrupa Birliği Estonya'ya "yapısal yardım" adı altında 3,4 milyar avro hibe ayırmıştır. Bu yardım işsizlik oranını azaltmaya yönelik olup, ulaşım, sağlık, eğitim gibi birçok alanda kullanılmıştır.

### Özelleştirme Süreci

1991 yılından itibaren, hükümet hızlı bir özelleştirme politikası izlemiştir. Bu alandaki düzenlemeler de aynı dönemde Doğu Almanya ile birleşen Batı Almanya'daki özelleştirme sisteminden yararlanılarak yapılmıştır. Yapılan yeni kanunlarla, özel mülkiyet

hakkı sağlanmıştır. 1992'de Estonya Özelleştirme Kurumu kurulmuştur.

Estonya'da özelleştirme sistemi, Sovyet Rusya'nın dağılması ile bağımsızlığını ilan eden diğer ülkelerden daha karmaşık bir yapıda oluşturulmuştur. Özelleştirmeler; özelleştirme senedi dağıtımı, ihale ve halka arz olmak üzere üç yolla gerçekleştirilmiştir.

Özelleştirme senetleri, konutların özelleştirilmesi için kullanılmış; 1992 yılında 18 yaşını doldurmuş olan ve kalıcı oturma izni olan yerleşikleri kapsamıştır. Özelleştirme senetlerinin kullanımı Estonya'da kısıtlı olmuş; kurumlar ihale ve halka arz yolu ile özelleştirmeye gitmiştir. Büyük kurumların özelleştirmesi yabancılar ve tüzel kişiler de dahil olmak üzere herkese açık olmuştur. Yine de yerli bireyleri teşvik etmek amaçlı bir takım ayrıcalıklar verilmiş; ödemelerin 10 yıla kadar taksitle yapılması imkânı tanınmış ve bu taksitlerin faizi düşük tutulmuştur. 1994'ten itibaren ödemeler, özelleştirme senetleriyle de yapılabilmektedir.

1995'e gelindiğinde, Estonya'da devlet kurumlarının neredeyse yarısı özelleştirilmiştir. Bunların %40'a yakını yabancı yatırımcılar tarafından alınmıştır.

Özelleştirme politikaları yabancı yatırımın artmasını sağlamıştır. Bu dönemde özellikle gayrimenkul, kiralama ve ticari hizmetlere yönelen yabancı yatırımlar, ayrıca imalat ve finansal aracılık alanlarına da yönelmiştir.

Ülkede bugün de, yabancı yatırımcılar için herhangi bir kısıtlama yoktur ve yabancı yatırımcılar yerli yatırımcılarla aynı hak ve olanaklara sahiptir.

### **Avrupa Birliği Üyelik Süreci**

Estonya, bağımsızlığını kazanmasından itibaren Avrupa Birliğine (AB) girmeyi hedeflemiştir. 1995'te Estonya ve AB arasında Avrupa İşbirliği Antlaşması'nın (European Association Agreement) imzalanmasının ardından,

Estonya'nın AB üyelik süreci başlamıştır. Üyelik şartlarını yerine getirmek adına hukuk ve demokrasi gibi alanlarda reformlar yapılmış, bu reformlar Estonya'nın büyümesine ve yabancı yatırımcıyı çekmesine katkı sağlamıştır. Bu dönemde yapılan altyapısal reformlarda 136 milyon avroluk Avrupa Uyum Fonu finansmanının da etkisi büyük olmuştur.

Avro bölgesine girmek için gerekli olan Maastrich Kriterleri aday ülkede mali disiplin, düşük enflasyon ve düşük faiz koşullarını içeriyordu. Fakat Estonya kuruluşundan sonra hızlı bir büyüme grafiği çizmiş ve bu durum enflasyonun yüksek seyretmesine neden olmuştur. Daha sonra faizleri artırarak enflasyonu kontrol altına almayı başaran ülke, 2011 yılında Avro bölgesine de kabul edilmiştir.

### **Vergi Politikaları**

Estonya'da vergi sistemi oldukça basit şekilde tasarlanmıştır ve alışlagelmişin dışında bir sistem yaratılmıştır. Vergi sistemini basitleştirme adımları 1994'ten itibaren atılmış; Estonya Avrupa'da sabit gelir vergisi oranını uygulayan ilk ülke olmuştur. Gelir vergisi bu dönemde %26 oranında sabitlenmiştir. Gümrük vergilerini ise düşük tutmuştur.

Estonya'da kurumlar vergisi, kâr dağıtılmadığı sürece yoktur. Bir diğer deyişle, şirketin kâr ediyor olması tek başına bir vergi yükümlülüğü yaratmamaktadır. Eğer kâr şirkette kalmayıp dağıtılsa kurumlar vergisine tabi olmaktadır. 16,000 avronun üzerinde yıllık ciro yapan kurumlar için geçerli ve %20 seviyesinde olan vergi oranı, 2018 itibarıyla ise tüzel kişilere dağıtılan kârlar için %14'e düşürülmüştür.

Estonya'da yatırımcılar, finansal ürünlerin satışından elde edilen kâr üzerinden %20 vergi ödemektedir.



## Düzenleyici Otorite ve Önemli Kurumlar

Estonya'da finansal düzenleyici yapı tek bir çatı altında birleşmektedir. 2002'de tüm denetleme ve düzenleme yetkilerine sahip olarak kurulan Finantsinspeksioon adlı bu kurum; portföy yönetim şirketlerinden, sigorta şirketleri ve kredi kurumlarına tüm finansal hizmet sektörünün düzenleme organıdır.

Estonya borsası Nasdaq Tallinn, 1995'te, 9 aracı kurum, 10 banka ve üç kamu kurumu

## BEŞERİ SERMAYE VE TEKNOLOJİK ALTYAPI

Estonya'da ekonomik kalkınma için beşeri sermayeye yatırım yapmak üst düzeyde önemli görülmüştür. Bu amaçla, Milli Eğitim Bakanlığı ve Bilgi Teknolojileri Kurumu gibi kamu kurumları kalkınma planları yürütmüştür.

Doğal kaynak bakımından çok zengin olmayan ülke, hızla gelişmiş ülkelere erişebilmek için teknolojiye muazzam oranda yatırım yapmıştır. Bu strateji, belki Estonya'nın bugün sahip olduğu gelişmişliğin en önemli nedenidir.

### Kaplan Sıçraması

Bu anlamda hükümet tarafından yapılan ilk ve en önemli atılım, 1996'da hükümet tarafından kurulan ve Estonya Eğitim ve Araştırma Bakanlığına bağlı olan, bilgi işlem teknolojilerini eğitim kanalıyla geliştirmeyi planlayan Kaplan Sıçraması (Tiger Leap) Programıdır. Bu programı finanse etmek amaçlı Tiger Leap Foundation adlı kamu kurumu oluşturulmuştur.

Programın genel amacı, internet ve bilgi ve iletişim teknolojilerinin özellikle eğitim, bilim ve kültür alanlarında kullanımını yaygınlaştırmak ve dijitalleşen dünyaya karşı toplumsal farkındalık geliştirmek olmuştur.

Proje kapsamında ilk olarak nüfusun %10'una bilgisayar dersleri verilmiştir. Öğ-

nun (Estonya Merkez Bankası, Maliye Bakanlığı ve özel bir amaç için tahsil edilen bir kamu fonu) eşit payda ortaklığıyla kurulmuştur. Borsa, 2004 yılında aralarında Finlandiya, İsveç ve Danimarka'nın da bulunduğu Kuzey Avrupa ülkelerini borsalarını birleştiren Nasdaq Baltic grubu NOREX'e katılmıştır. Borsanın şu anki sahibi ise Nasdaq Nordic şirkettir.

retmenlere verilen bilgisayar dersleri ile birlikte, eğitim müfredatına bilgisayar dersleri eklenmiş, 7 yaşından itibaren öğrencilere bu ders zorunlu hale getirilmiştir. 1990'ların sonlarında neredeyse tüm okullarda internet erişim ve bilgisayar imkânları sağlanmış durumdadır. 1999'a gelindiğinde Estonya'da nüfusun %15'i internet kullanır hale gelmiştir.

Programın başarısından sonra 2001'de, aynı kurum tüm eğitim düzeylerinde bilgi işlem teknolojileri kullanımını geliştirmek, çevrimiçi öğrenme platformları oluşturmak ve kalifiye bilişim teknolojileri uzmanları yetiştirmek adına "Tiger Leap +1" projesini yürütmüştür. Sadece 5 yıl içinde (2006 yılına gelindiğinde), Estonya'da internet kullanım oranı %64'e çıkmıştır. Türkiye'de aynı yıl internet kullanım oranı %18 civarındaydı.

2017 sonunda Estonya'da 20 adet üniversite bulunmaktadır. Ülkede 2017 yılında yabancı öğrenci sayısı 4,603'tür.

### Teknolojik Kamu Hizmetleri

Yapılan altyapı yatırımları dijitalleşme alanında da hızla meyvelerini vermiştir. Elektronik imza, elektronik vergi beyanı, elektronik şirket kaydı gibi yeniliklere çoğu ülkeden önce geçmiş, bunlar sayesinde bürokratik işlemler oldukça azalmış ve şirketler için bürokratik işlemleri yapmak oldukça kolay-

laşmıştır. Bu durum girişimlerin önünü açmış ve Tallinn'in finans alanında gelişmesine katkı sağlamıştır. Bu dönüşümlerden iş dünyası için kolaylık sağlayanlarından birkaçı şunlardır:

**e-Devlet:** Estonya'da devlet işlemlerinin çevrimiçi platformlarda yapılmasının temeli 1997'de atılmıştır. Bugün devlet işlemlerinin %99'u çevrimiçi platformlarda yapılabilmektedir

**e-Vergi:** e-Vergi sistemi 2000 yılında kurulmasından bu yana, gelir vergisinin yanı sıra, gümrük vergisi ve işletmelerin işsizlik sigortası ve zorunlu emeklilik fonu katkıları gibi birçok beyanname konusunda çevrimiçi çözüm sunmaktadır. Bu uygulamanın sunulduğu 2000 yılında, internet bir ilk olarak Estonya'da insan hakları bildirgesine eklenmiştir.

**e-Vatandaşlık:** 2014 sonunda, yabancı yatırımların ülkeye daha kolay girebilmesi amacıyla dünyada bir ilk olarak yabancılara e-vatandaşlık hakkı tanınmıştır. Cüzi bir ücret karşılığında (2018'de 190 avro) Estonya'da şirket açmak isteyen yabancılara sağlanan bu olanak sayesinde ülkedeki şirketlerin uluslararası ortaklarının ve Estonya ile iş yapan ve yerleşik olmayan yabancıların ülkeye yatırım yapması ve ülke ile çalışması ve ticaret yapması daha kolay hale gelmiştir.

Elektronik olarak başvuru olan **e-Oturum** sayesinde, yabancılara hükümet tarafından dijital kimlik verilmektedir. Bu kimlikle yabancı kurumlar, kamunun e-hizmetlerinin hepsine erişebilir hale gelmektedir.

Dijital vatandaşlık uygulaması ile ülkede şirket açmak ortalama 15 dakika almaktadır. Bu durum Estonya'nın iş yapma kolaylığı açısından diğer ülkelere oranla çok daha avantajlı konuma gelmesini sağlamaktadır.

1,3 milyon nüfusa sahip olan ülkenin 2025 hedefi 10 milyon 'dijital vatandaş'a ev sahip-

liği yapmaktır. Haziran 2018 sonunda e-oturma hizmetinden yararlanan 39.000 dijital vatandaş bulunmaktadır. Bunların yaklaşık 4.000'i tanesi Estonya içinde yeni bir şirket açmıştır. Aynı tarih itibarıyla e-oturma başvurusu yapan kişi sayısı 41.000'e ulaşmıştır ve 160'ı aşkın ülkeden başvuru için katılım gerçekleşmiştir. Estonya'daki dijital vatandaşların yarısını 9 ülke (Finlandiya, Rusya, Ukrayna, ABD, Almanya, İngiltere, İtalya ve Çin) oluşturmaktadır.

Tallinn'de bugün 400'ü aşkın girişimin bulunmasında e-oturma sistemi büyük rol oynamıştır. Bu girişimlerin yoğunlaştığı iki kol; mühendislik ve teknoloji ile elektronik ve donanım alanları olmuştur. Girişimlerin 20 tanesi ise fintek ve teknolojik sigortacılık şirkettir. Girişimlerin sayısı ülke çapında küçük görünse de, Avrupa genelinde her 100,000 kişiye 5 girişim şirketi düşerken, Estonya'da bu oran Avrupa genelinin 6 katına denk gelmektedir. Bu anlamda Estonya, Avrupa'da 3. sırada yer almaktadır.

Şehirde dünyaca ünlü Skype uygulamasının yanı sıra 1 milyar dolar üzerinde değere sahip 3 dev şirket bulunmaktadır (Playtech, Taxify ve Transferwise). Estonya e-oturma sistemi ve sağladığı diğer teknolojik çözümler ile "Avrupa'nın Silikon Vadisi" olarak anılmaya başlamıştır.

Sahip olduğu teknolojik altyapı ile Estonya, günümüzde hem NATO'nun siber güvenlik merkezine hem Avrupa Birliği Bilgi İşlem Kurumu'na ev sahipliği yapmaktadır.

Avrupa'da hızla yaygınlaşan ve ülkemizde henüz gelişmemiş olan kitlesele fonlama konusunda da oldukça gelişmiş olan Estonya, İngiltere'den sonra Avrupa'daki en büyük platformu sunmaktadır.

## ESTONYA EKONOMİSİ VE TALLİNN FİNANS MERKEZİ

<b>Tablo 1: Ekonomik Göstergeler</b>	<b>1995</b>	<b>2004</b>	<b>2010</b>	<b>2015</b>	<b>2017</b>
Nüfus (milyon)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
GSYH (milyar dolar)	3.8	12.1	19.5	22.6	25.7
Kişi başı GSYH (dolar)	2,622	8,835	14,652	17,192	19,618
Cari Denge/GSYH (%)	-4.2	-12.0	1.8	2.3	1.8
Kamu Borcu/GSYH (%)	8.9	5.1	6.6	10.0	8.7
TÜFE (%)*	28.9	4.8	5.4	-0.2	4.5

Kaynak: IMF, WEO, Dünya Bankası

\*2011 yılında avroya geçilmiştir.

1,3 milyon nüfusu ve 26 milyar dolarlık gayri safi yurtiçi hasılası ile nispeten küçük bir Kuzey Avrupa ülkesi olan Estonya'nın kuruluşundan bu yana geçen 27 yılda nüfus çok değişmezken kişi başı gelir dolar bazında 7 katına çıkmıştır.

Estonya'da üretimin yoğun olduğu alanlardan birkaçı elektronik ve telekomünikasyondur. Estonya ekonomisinin %4'ünü oluşturan kaya petrolü üretimi, ülkenin neredeyse tüm enerji ihtiyacını karşılamaktadır.

Katma değeri yüksek ürün üretimine dayalı bir ekonomisi olan Estonya, yaptığı reformlar sayesinde günümüzde kalifiye işgücüne sahiptir.

Estonya ekonomisi 1991'de ilan ettiği bağımsızlığının ardından uyguladığı özelleştirme politikaları ile hızla büyümüştür. Kurulduğu yıl ile 1997 arasında yabancı yatırımlar özellikle gayrimenkul, kiralama ve ticari hizmetlere yönelen yabancı yatırımlar, ayrıca finansal aracılık ve imalat alanlarına da yönelmiştir.

Estonya kurulduğu yıllarda serbest piyasaya geçiş yapması ile rekabeti artırarak ve piyasaları genişletmiş, bir yandan aldığı dış yardımlarla hızla büyümüştür.

Mali politikalarını hep sıkı tutan Estonya, 2000 yılından beri kamu borcunun yıllık gelire oranının Avrupa'da en düşük olduğu ülkedir.

Estonya ekonomisi için önemli bir gelişme, Estonya'nın 2004 yılında Avrupa Birliği'ne katılması olmuştur.

Avrupada 2008 krizi, yeni kurulmuş olmaları ve dış şoklara kendilerini koruyacak altyapısal dönüşümü henüz tamamlayamamış olmaları nedeniyle en çok Ukrayna, Litvanya gibi eski sosyalist devletleri etkilemiştir. Estonya, %15 daralma ile 2009 yılında dünyada en çok küçülen üçüncü ekonomi olmuştur. Yine de ardından hızla toparlanmış ve milli gelir 2013 yılında kriz öncesi seviyesini yakalamıştır.

<b>Tablo 2: Bankacılık, Sigortacılık ve Sermaye Piyasaları</b>	<b>2005</b>	<b>2010</b>	<b>2015</b>	<b>2017</b>
Kredi/GSYH (%)	56.9	92.9	69.9	71.9
Mevduat/GSYH (%)	35.3	53.9	57.6	61.3
Toplam Prim Üretimi/GSYH (%)	0.7	2.9	3.4	1.9
Piyasa Değeri/GSYH (%)		12.4	9.1	10.9
Halka Açık Şirket Sayısı	14	15	16	20

Kaynak: Dünya Borsalar Federasyonu, Tallinn Borsası

Estonya'da nüfus yıllar içinde hatırı sayılır bir değişim göstermezken, finans sektöründe çalışan kişi sayısı 1990'da 4.500 civarındayken 2017 yılında 12.000 kişiye ulaşmıştır.

Estonya'da 2017 sonunda 9 yerli, 7 yabancı olmak üzere toplam 16 banka bulunmaktadır. Estonya'da banka veya sigorta şirketi açmak için yabancı bankalardan Avrupa Birliği üyesi olmayanlar belli lisanslar almalıdır. Estonya'da kamuya ait ticari banka ve kredi kuruluşu bulunmamaktadır. Varlık büyüklüğü 25,2 milyar avro civarında olan sektörde yoğunlaşma yüksek olup, yabancı bankalar toplam büyüklüğün %90'ını oluşturmaktadır.

Bankacılık sektörü nispeten küçük olsa da, özellikle elektronik bankacılık ile gelişmektedir. Mevduatın ülke gelirine oranı 2005 yılında %35 iken 2017 sonunda bu oran %61'e yükselmiştir.

Sigortacılık sektörü Estonya'da çok gelişmiş olup, 2017'de sigortacılık primleri Estonya ekonomisinin %1,9'unu oluşturmaktadır. Bu oran Avrupa Birliği ortalamasının dörtte birine denk gelmektedir.

Sigortacılık sektöründe şirket sayısı da az olup, 12 yerli ve 5 yabancı şirket Estonya'da faaliyet göstermektedir.

Estonya'da yatırım fonlarının büyük çoğunluğu da ticari bankalar tarafından yönetilmektedir. Estonya'da üç katmanlı emeklilik sistemi bulunmakta; bunlar arasından zorunlu olan özel emeklilik sisteminde bireylerin gelirlerinin %2'si emeklilik fonuna aktarılmaktadır. Özel emeklilik sisteminde vergi teşviki de bulunmaktadır. Emeklilik yatırım fonları portföy büyüklüğü Haziran 2018 itibarıyla 4 milyar avroya yaklaşmıştır.

Tallinn Borsası 1996'da açıldığında toplam 11 hisse senedi işlem görürken, 2017 sonunda Tallinn borsasında işlem gören araçlar arasında; 18 hisse, 4 şirket tahvili ve 1 adet fon bulunmaktadır.

Borsa, 2003 yılında aralarında Stockholm ve Helsinki borsalarının da bulunduğu İskandinav ülkelerin borsaları ile birleşmiş ve Nasdaq Nordic grubuna katılmıştır.

Borsasında işlem gören şirketlerin piyasa değerini toplam ekonominin onda birini oluşturan Estonya'da borsa hayli küçüktür.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Henüz 1991 yılında tam bağımsızlığını kazanan Estonya'nın başkentinin, Asya ve Doğu Avrupa'da bölgesel finans merkezi olması dikkate değer bir başarıdır. Estonya'nın bugünkü kalkınmışlığı ve sahip olduğu güçlü altyapısı, Avrupa Birliği'ne katılmasının yanında, kuşkusuz hükümet tarafından 1997 itibarıyla yapılan reform hareketlerinin sonucudur.

1997'de Estonya'nın uzun vadede kaderini değiştirip internet cumhuriyetine dönüşmesini sağlayacak olan "Kaplan Sıçraması" adındaki sosyal kalkınma programı başlatılmıştır. Program kapsamında eğitim sistemi çağdaştırılması ve bilişim teknolojilerinin eğitim, bilim ve kültür alanlarında kullanımının yaygınlaştırılması planlanmıştır. Bu programın kısa vadede etkilerini görmek mümkün olmasa da, uzun vadede Estonya'da tüm işlemlerin çevrimiçi platformlar üzerinden

yapılması kamu maliyesini iyileştirmiş, sanayi malları ihracı ve dolaylı olarak kalifiye beşeri sermayesi ile ekonomisi kalkınmıştır.

Tüm işlemlerin elektronik ortamda gerçekleştiği, destekleyici vergi politikaların uygulandığı, yatırım için elverişli bir ortam sunan Estonya'nın, Avrupa Birliği'ne kabul edilmesiyle yabancı yatırımlar artmış, daha sonra ülkede çıkartılan e-oturma ile birçok şirket Estonya'da şube açmadan Estonyalı bir şirketin yararlandığı olanaklara erişmiş, Estonya da bu sayede ekonomisini güçlendirmiştir. Küçük bir ülke olan Estonya için bu gelişmeler ekonomi açısından umut verici olsa da, finansal sektörleri henüz gelişme aşamasında olduğundan, Estonya'nın küresel bir finans merkezi haline gelebilmesi için bu sektörlerde derinleşilmeye ihtiyacı vardır.

## KAYNAKÇA

<http://statistika.eestipank.ee>

<https://www.stat.ee/>

<https://www.eestipank.ee>

<https://www.hitsa.ee>

<https://e-estonia.com/>

Estonian Financial Services Market at 30 June 2018, Finantsinspektsioon, 2018

Changes in Estonian General Education From The Collapse Of The Soviet Union To EU entry, E. Krull, K. Trasberg, 2006

Estonian Labour Market Review, Eurosistem, 2017

The Estonian Lifelong Learning Strategy 2020, Republic of Estonia Ministry of Education and Research, 2014

E-ISSN: 2548-1223

#### TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI BİRLİĞİ

Büyükdere Caddesi  
No.173 1. Levent Plaza  
A Blok Kat: 4 34394  
Levent / İstanbul

+90 212 280 8567  
+90 212 280 8589  
info@tspb.org.tr  
www.tspb.org.tr

