

**TÜRKİYE'DEKİ A TİPİ YATIRIM
FONLARININ PERFORMANSININ
DEĞERLENDİRİLMESİ
ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA**

(Yüksek Lisans Tezi)

Veli AKEL

Eskişehir-2001

TÜRKİYE'DEKİ A TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANSININ
DEĞERLENDİRİLMESİ ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA

Veli AKEL

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Nurhan AYDIN

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Temmuz 2001

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ

TÜRKİYE'DEKİ A TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA

İşletme Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Temmuz 2001

Danışman: Prof. Dr. Nurhan AYDIN

Portföyünü aktif bir şekilde yönetmesi için ücret ödeyen bir yatırımcı elde edilen performansın ne olduğu konusunda bilgi edinme hakkı vardır. Portföy performansının değerlendirilmesi, yatırım yönetimini daha etkin kılacak bir denetim ve kontrol mekanizması olarak görülebilir. Portföy performansı ölçümünün altında yatan temel fikir, aktif olarak yönetilen bir portföyün getirileri ile alternatif örnek portföyün getirileri ile karşılaştırmaktır.

Profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen yatırım fonlarının performansını değerlendirilmesi, portföy yönetiminin son aşamasıdır. Performans ölçümü, üstlenilen risk karşılığında elde edilen getiri ile genellikle pazarı temsil eden endeks veya alternatif yatırım araçlarının risk ve getirilerinin karşılaştırılması ve yorumlanmasından ibarettir.

Bu çalışmada, Ekim 1997 - Aralık 2000 döneminde Türkiye'deki mevcut A tipi yatırım fonlarının performansı değerlendirilmiş, Sharpe Oranı, Treynor Endeksi, Jensen Alfası ve Bilgi Oranı gibi riske göre düzeltilmiş performans ölçülerine göre en yüksek performansı sağlayan fonlar tespit edilmiş ve sıralanmıştır. Bir yatırım aracının risk düzeyinin ne olduğunun bilinmesi, getirisinin bilinmesinden çok daha önemlidir.

ABSTRACT

An investor who has been paying someone to actively manage his or her portfolio has every right to insist on knowing what sort of performance was obtained. Portfolio performance evaluation can be viewed as a feedback and control mechanism that can make the investment management process more effective. The essential idea behind portfolio performance evaluation is to compare an actively managed portfolio's returns against the returns of an alternative benchmark portfolio.

The performance evaluation of mutual funds managed by the professional managers is the last stage of the portfolio management. Performance evaluation is the comparison and the interpretation of the income obtained against the risk which has been undertaken in the portfolio, and the risk and income of the different investments instruments or the index defining the market generally best.

In this study, performance of existing A Type Mutual Funds in October,1997 – December, 2000 period in Turkey has been evaluated and the mutual fund the highest performance according to the risk-adjusted measures of performance- Sharpe Ratio, Treynor Index, Jensen's Alpha and Treynor and Black Appraisal Ratio- has been determined. It is stressed that knowing the level of risk is more important than doing the return of an investment instrument.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Veli AKEL'in "Türkiye'deki A Tipi Yatırım Fonlarının Performansının Değerlendirilmesi Üzerine Bir Çalışma" başlıklı tezi 22 Ağustos 2001 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İşletme (Finansman) Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Nurhan AYDIN

Üye : Prof.Dr.Semih BÜKER

Üye : Prof.Dr.İlyas ŞIKLAR

Prof.Dr. Orhan Zülfi ALICAN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ÖNSÖZ

Hacmi ve muhtevası ne olursa olsun bir tezin ortaya çıkması bir çok kişinin katkı ve desteği ile gerçekleşmektedir. Tezimin hazırlanmasında çok önemli tavsiyelerde ve yönlendirmelerde bulunan saygı değer Hocam Prof. Dr. Sayın Nurhan AYDIN'a en samimi duygularıyla sonsuz şükranlarımı arz ediyorum kendilerine teşekkür etmeyi bir borç sayıyorum.

AÖF İşletme Bölümü Öğretim Üyelerinden Yrd. Doç. Dr. Sayın Serpil ALTINIRMAK'a, Turizm ve Otelcilik MYO öğretim üyelerinden Doç. Dr. Sayın Güven SEVİL'e, Sosyal Bilimler Enstitüsünden Arş.Gör. Fatih TEMİZEL'e samimi teşvik ve tavsiyelerinden dolayı teşekkür ediyorum.

Adlarını burada sayamayacağım çok değerli mesai arkadaşlarıma ve gönül dostlarıma, değerli katkılarından, yönlendirmelerinden, nazik davranışlarından ve yardımlarından dolayı teşekkür ediyorum.

Mesleki hayatımın ilk yıllarından itibaren beni destekleyen, yetişmeme katkıda bulunan ve yardımlarını esirgemeyen değerli hocalarım Prof. Dr. Mümin ERTÜRK'e, Prof. Dr. Osman UNUTULMAZ'a, Prof. Dr. Semih BÜKER'e, Prof. Dr. Doğan BAYAR'a, Yrd. Doç. Dr. Şaban UZAY'a ve Yrd. Doç. Dr. Asım ÇELİK'e teşekkürlerimi ve şükran duygularımı arz ediyorum.

Veli Akel

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
ÖZGEÇMİŞ.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI

1. Genel Değerlendirme	4
2. Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Hukuki Durumu.....	6
3. Yatırım Fonu Kavramı.....	8
4. Yatırım Fonunun Tarafları ve Hukuki Niteliği.....	10
5. Yatırım Fonlarının Kuruluşu ve Organizasyonu.....	11
6. Katılma Belgesi	13
7. Yatırım Fonları Yönetiminde Temel İlkeler.....	16
7.1. Riskin Dağıtılması İlkesi.....	16
7.2. Profesyonel Yönetim	16

7.3. Menkul Kıymet Portföyü İşletmek.....	18
7.4. İnançlı Mülkiyet Esası	18
7.5. Mal Varlığının Korunması.....	19
8. Yatırım Fonlarının Sağladığı Faydalar.....	19
8.1. Tasarrufçu Açısından Sağladığı Faydalar	19
8.2. Kurucu Açısından Sağladığı Faydalar	20
8.3. Ekonomi Açısından Sağladığı Faydalar.....	21
9. Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması	21
9.1. Portföyün Niteliğine Göre MKYF'ler	22
9.2. Yatırım Hedeflerine Göre MKYF'ler	22
9.2.1. Büyüme Amaçlı Fonlar	22
9.2.2. Gelir ve Büyüme Amaçlı Fonlar.....	23
9.2.3. Tahvil Fonları	23
9.2.4. Sektör Fonları	23
9.3. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre MKYF'ler	23
9.3.1. Açık Uçlu MKYF'ler	24
9.3.2. Kapalı Uçlu MKYF'ler.....	25
10. Türkiye'de Mevcut Fon Türleri.....	26
11. Yatırım Fonları Endüstrisinin Genel Özellikleri	29
12. Bir Yatırım Fonuna Ait Temel Bilgi Kaynakları.....	34
12.1. İzahname.....	35

12.2. Sirküler	35
12.3. Fon Mali Tabloları.....	35
12.4. Aylık Raporlar.....	35
12.5. Günlük Gazete ve Periyodik Dergiler	36
13. Yatırım Fonlarının Yatırım Yapabileceği Araçlar	36
14. Yatırım Fonu Kurma Yetkisi Olanlar.....	37
15. Fon Portföyünün Yönetimi.....	37
15.1. Fon Portföy Yönetimine İlişkin İlkeler	38
15.2. Fon Portföyüne İlişkin Sınırlamalar	39
15.3. Yatırım Fonların Yapabilecekleri Diğer İşlemler.....	42
16. Yatırım Fonları ve Katılma Belgesi Sahiplerinin Vergilendirilmesi.....	43
16.1. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi	43
16.2. Tam Mükellef Gerçek Kişilerin Vergilendirilmesi	43
16.3. Tam Mükellef Tüzel Kişilerin Vergilendirilmesi	44
17. Genel Olarak Portföy Yönetim Ücreti	45
18. Yatırım Fonu Seçilirken Dikkat Edilmesi Gereken Hususlar	46

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIM FONLARININ PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ

1. Risk ve Riskin Kaynakları.....	48
2. Yatırım Fonlarının Performansının Ölçülmesi.....	51

2.1. Yatırım Fonlarının Performansı Üzerine Yapılan Ampirik Çalışmalar	53
2.2. Örnek (Benchmark) Portföyün Seçimi	60
2.3. Getirilerin Riske Göre Düzeltilmesi	61
3. Portföy Kavramı.....	62
4. Portföy Yönetimi	63
4.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli.....	65
4.1.1. SVFM'nin Dayandığı Temel Varsayımlar	68
4.2. Sermaye Pazarı Doğrusu (CML)	69
4.3. Menkul Kıymet Pazar Doğrusu (SML).....	71
5. Portföy Performansı Değerlendirme Yöntemleri.....	74
5.1. Sharpe'in Portföy Performansı Ölçütü	75
5.2. Modigliani'nin Portföy Performansı Ölçütü	82
5.3. Treynor'in Portföy Performansı Ölçütü	84
5.4. Jensen'in Portföy Performansı Ölçütü.....	86
5.4.1. Jensen'in Alfa Ölçüsünün Açıklaması.....	88
5.5. Bilgi Oranı (Information Ratio-Treynor-Black Appraisal Ratio)	93
6. Piyasa Zamanlaması ve Hisse Senedi Seçiciliği (Market Timing and Stock Selection)	96

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE A TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ - AMPRİK UYGULAMA

1. Amaç.....	102
2. Yöntem	102
3. A Tipi Yatırım Fonlarının Performanslarının Tek Kriterli Modellerle Değerlendirilmesi.....	106
3.1. Sharpe'ın Performans Ölçüsüne Göre Değerlendirme	106
3.2. Bilgi Oranına Göre Fonların Performansı	107
3.3. Treynor Endeksine Göre Yatırım Fonlarının Performansı.....	108
3.4. Jensen Alfasına Göre Yatırım Fonlarının Performansı.....	109
4. Yatırım Fonlarının Beklenen Getiri ve Risk Düzeyleri Pazar Doğrusu	110
5. Çeşitlendirme Açısından Fon Sıralamaları	114
6. Genel Değerlendirme	115
SONUÇ.....	117
KAYNAKÇA	119

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1. Türkiye’de Mevcut Yatırım Fonu Türleri ve Portföy Sınırlamaları ..	28
Tablo 1.2. Katılma Belgeleri Halka Arz Edilen Fonlar	29
Tablo 1.3. Fon Tipine Göre Yatırım Fonları ve Büyüklükleri.....	30
Tablo 1.4. Türüne Göre A Tipi Yatırım Fonları.....	31
Tablo 1.5. Yatırım Fonlarının Genel Portföy Dağılımları.....	31
Tablo 1.6. A Tipi Fonların Portföy Dağılımları (%).....	32
Tablo 1.7. Yatırım Fonlarının Net Aktif Değeri (Milyon \$).....	33
Tablo 2.1. XYZ Hisse Senedi Fonunun Aylık Getirileri ve Özet İstatistikleri	78
Tablo 3.1. Sharpe Yöntemine Göre Fon İstatistikleri (%).....	106
Tablo 3.2. Yatırım Fonlarına Ait Bilgi Oranları (%)	108
Tablo 3.3. Treynor Endeksine Ait İstatistikler (%).....	109
Tablo 3.5. A Tipi Yatırım Fonlarının Alfa Değerleri.....	110
Tablo 3.6. Tek Kriterli Modellerin Karşılaştırılması	112
Tablo 3.7. Çeşitlendirme Açısından Fon Sıralamaları	114

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. A Tipi Fonların Portföy Dağılımları.....	32
Şekil 2.1. Portföy Performansının Bileşenleri	52
Şekil 2.2: Portföy Yönetim Fonksiyonları.....	64
Şekil 2.3. Sermaye Pazarı Doğrusu (CML).....	70
Şekil 2.4. Menkul Kıymet Pazar Doğrusu (SML)	73
Şekil 2.5. Sermaye Pazarı Doğrusu ve Sharpe Oranı İlişkisi	77
Şekil 2. 6. XYZ Hisse Senedi Fonuna Ait Sermaye Pazarı Doğrusu	79
Şekil 2.7. Farklı Sharpe Oranına Sahip İki Yatırım Fonu Getirileri ve Standart Sapmaları.....	80
Şekil 2.8. Farklı Treynor Oranına Sahip İki Yatırım Fonu Getirileri ve Standart Sapmaları.....	86
Şekil 2.9. SML Doğrusunu Kullanarak Yapılan Performans Değerlendirmesi....	91
Şekil 2.10. X Fonunun Karakteristik Doğrusu.....	92
Şekil 2.11. Tek Aşamalı Menkul Kıymet Seçim Süreci	96
Şekil 2.12. Piyasa Zamanlaması Süreci.....	97
Şekil 2.13. Başarılı Hisse Senedi Seçiciliği	98
Şekil 2.14. Başarılı Piyasa Zamanlaması Örneği	100
Şekil 3.1. İMKB 100 Endeksi Ay Sonu Kapanış Değerleri ve Aylık Getirileri	104
Şekil 3.2. Hazine Bonosu Ortalama Bileşik Faiz Oranları (% Değişim)	105
Şekil 3. 3. Yatırım Fonlarının Sharpe Oranları.....	107
Şekil 3.4. Yatırım Fonlarına Ait Bilgi Oranları	108
Şekil 3.5. Yatırım Fonlarına Ait Treynor Endeksleri.....	109
Şekil 3.6. Yatırım Fonlarına Ait Alfa Değerleri	110
Şekil 3.7. Yatırım Fonları Pazar Doğrusu	111
Şekil 3.8. Yatırım Fonları Beklenen Getiri – Risk Düzeyi	111

GİRİŞ

Sermaye piyasalarında yatırım yapan yatırımcılar, bir yandan üstlendikleri riskleri azaltmak isterken, diğer yandan da getirilerini artırmak isterler. Riskin önem kazandığı durumlarda yatırımcılar, tek bir hisse senedine yatırım yapmak yerine farklı menkul kıymetlerle bir portföy oluşturmayı tercih ederler. Ancak, kendi bilgi ve deneyimleri büyük bir portföyü yönetmeye yetmeyebilir. Bu portföyü yönetecek uzman fon yöneticilerine ihtiyaç duyulmaktadır.

Tasarruf sahipleri, ihraççı şirketlerden, aracı kuruluşlardan ya da menkul kıymet borsalarından menkul kıymet almak suretiyle tasarruflarını değerlendirebilirler. Ancak, menkul kıymetlere yatırım yapmak bilgi ve uzmanlık gerektirmektedir. Ayrıca, bireysel tasarruflar genelde yeterli büyüklüğe ulaşamadıklarından bunlarla oluşturulan portföyler de riskli portföylerdir. Bu risk anapara bakımından söz konusu olabileceği gibi portföyün getirisi açısından da söz konusu olabilir. Bu nedenle sermaye piyasasında kolektif yatırım kuruluşları olarak adlandırılan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi profesyonel fon yöneticisi kurumsal yatırımcılar ortaya çıkmıştır.

Kollektif yatırım kuruluşları, hukuki yapılarına göre ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik olarak kurulduklarında yatırım ortaklığı, başka bir tüzel kişilik tarafından bir sözleşme çerçevesinde kurulduklarında ise yatırım fonu olarak adlandırılır. Amaç ve ekonomik fonksiyon olarak birbirine benzemekle beraber, çalışma biçimleri ve yatırımcılara sundukları hizmet bakımından yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları birbirlerinden ayrılmaktadırlar.

Tasarrufların etkin yatırım alanlarına kanalize edilmesi, en az tasarruf hacminin artırılması kadar önemlidir. Etkin yatırım alanlarının belirlenmesi ve tasarrufların bu alanlara aktarılması, alternatif yatırım alanları hakkında bilgi toplanmasını ve işlenmesini gerekli kılmaktadır. Söz konusu fonksiyonların yerine getirilebilmesi ise profesyonel kadrolar tarafından yönetilen kurumsal yatırımcıların varlığına bağlıdır.

Kurumsal yatırımcılar bu fonksiyonlarını, bireysel yatırımcılardan toplanarak oluşturulan büyük miktardaki fonları portföy yönetimi konusunda uzmanlaşmış kadroları sayesinde sermaye piyasası araçlarına kanalize ederek yerine getirirler. Bu

özelliklerinden dolayı kurumsal yatırımcılar; ellerinde bulundurdukları büyük miktardaki fonlar ve bu fonları yöneten profesyonel kadrolar ile sermaye piyasasında kaynakların etkin dağılımını ve piyasanın gelişmesini etkileyebilecek, piyasadaki dalgalanmaları azaltabilecek güce sahip finansal kurumlar olarak tanımlanabilir. Türk sermaye piyasasında menkul kıymet talebinde bulunan kurumsal yatırımcıları, **Menkul Kıymet Yatırım Fonları (MKYF), Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları (MKYO), Sigorta Şirketleri ve Sosyal Güvenlik Kurumları** şeklinde dört grup altında toplamak mümkündür. Bu çalışmada, özellikle Menkul Kıymet Yatırım Fonları (MKYF) üzerinde ayrıntılı olarak durulacak ve A Tipi yatırım fonlarının performansları konusunda analitik bir inceleme yapılacaktır.

Bireysel fonların kurumsallaşmasında çok önemli bir işlevi yerine getiren menkul kıymet yatırım fonları, büyük miktarlara ulaşan fonları ile şirketlerin finansmanında ve sermaye piyasasının gelişiminde önemli rol oynamaktadır. Tasarruf sahiplerinden topladıkları fonları, önceden belirlenmiş amaçlar doğrultusunda menkul kıymetlere plase eden yatırım fonları; bu amaçlara ulaşmak için riski dağıtmak yani çeşitlendirmeye gitmek (diversification) ve oluşturduğu portföyü profesyonelce yönetmek durumundadırlar.

Yatırım fonları, birçok bireysel yatırımcının parasını bir havuzda toplayan, profesyonel bir şekilde portföy oluşturan ve bunu yöneten finansal kurumlardır. Yatırım fonları, küçük yatırımcı için risk ayarlaması yapmakta, portföy yönetimi ve uzmanlık hizmeti sunmaktadır. Yatırım fonları, risk, vade, miktar ayarlamasını ve fon aktarımını en düşük maliyetle gerçekleştirdiğinden mali piyasaların gelişmesine önemli katkılar da bulunmaktadır. Yatırım fonu katılma belgelerinin alışverişi bir taraftan katılma belgesi sahiplerine likidite sağlarken, diğer yandan da borsalarda işlem hacminin artmasına hizmet etmektedir.

Son yıllarda finansal hizmetler sektöründe yaşanan en önemli gelişmelerden biri, yatırım fonları sayısındaki hızlı artıştır. Yatırım fonları günümüz finansal piyasalarında, hem halka açılmış şirketlerin hisse senetlerinin büyük bir kısmını kontrol edebilme, hem de piyasa fiyatlarını etkileyebilme yeteneklerinden dolayı belirli bir piyasa gücüne sahiptirler.

Türk sermaye piyasası şirketler kesiminden çok devlete fon yaratma işlevini yerine getiren bir piyasa görünümünde olması, yatırım fonlarının portföy yapılarını da etkilemiş ve fon portföylerinin %80 – 85’lik bir kısmı kamu kesimi borçlanma senetlerine ayrılmıştır. Piyasadaki aksaklıkların fon portföylerini doğrudan etkilemesi, henüz 14 yıllık çok genç bir endüstri olması, hukuki altyapının zaman zaman değişikliğe uğraması ve esas fonksiyonlarını, uygulamada tam olarak yerine getirememesi gibi olumsuzluklara rağmen yatırım fonları, sermaye piyasasının gelişmesindeki en önemli taraf olan kurumsal yatırımcı yönünü oluşturmada çok önemli bir rol üstlenmiştir.

Sermaye piyasasının kurumsallaşmasında ve gelişmesinde önemli bir kurum olan yatırım fonlarının performanslarının ne olduğu konusunda Türkiye’de çok sayıda ampirik çalışma yapılmamıştır. Ayrıca, gelişmiş sermaye piyasaları için geliştirilmiş portföy performans ölçülerinin Türk sermaye piyasasının bünyesine ne derece uyduğu ve yatırım fonları piyasasının genel karakteristiklerinin ne olduğu konusu da henüz yeterince araştırılmamıştır.

Bu çalışmada, Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeline dayanarak geliştirilen portföy performans ölçüleri kullanılarak, Ekim 1997 - Aralık 2000 dönemini kapsayan 39 aylık verilerle zaman serileri oluşturulmuş ve bu veriler regresyon yöntemiyle analiz edilerek A tipi yatırım fonlarının performansı ölçülmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI

1. Genel Değerlendirme

Yatırım fonları, portföylerindeki menkul kıymetlerin çeşitliliği açısından sermaye piyasasının araç türü ve miktarı itibariyle gelişiminde önemli rol oynamaktadır. Profesyonel bir yönetim anlayışı ile tasarrufların güven ortamı içerisinde değerlendirilmesine katkı sağlayan yatırım fonları, sermaye piyasasını küçük yatırımcılar açısından cazip hale getirmektedir.

Küçük tasarrufların fon açığı veren ekonomik birimlerin kullanabilecekleri şekilde büyük tutarlar haline getirilmesi ve finansal araçlar sayesinde ekonomik yatırımlara dönüşmesini sağlayan finansal kurumların en önemlilerinden olan MKYF, 1920’li yıllardan günümüze kadar önemini korumakta ve gelişimine devam etmektedir.

Yatırım fonları, “*trust*” (**emanet, güven**) müessesesinden yararlanılmak suretiyle kurulmuş finansal kurumlardır. *Trust İşlemi*; bir kimsenin sahip olduğu menkul ve gayrimenkul kıymetlerini koruması, saklaması, işletmesi, yönetmesi, ölümünden sonra vasiyetname hükümleri çerçevesinde işleme tabi tutması ve gelirlerini önceden belirlenen şartlara göre değerlendirmesi gibi amaçlarla imzalanan sözleşme ile “*trustee*” (mutemet, müteveli) olarak adlandırılan bir kişi yada kuruluşa devretmesi şeklinde tanımlanabilir¹.

Batıda yatırım ortaklıkları ile birlikte “Kollektif Yatırım Kurumları” olarak adlandırılan yatırım fonlarının kuruluşu oldukça eskiye dayanmaktadır. Çok eski yıllardan beri, çok güvenilir kişiler olan ve mahalli–dini kuruluşlarda görevli ve çevrenin saygısını kazanmış kişiler arasından seçilen trustee’ler, başkalarına ait servetleri, sahipleri adına yönetmiş ve işletmişlerdir. Zamanla karmaşık bir yapıya bürünen ve iş dünyasındaki önemi artan trustee kurumunun gelişmesi amacıyla yasal düzenlemeler yapılmış ve bu kurumun devamı ve korunması hedeflenmiştir.

¹ Asım Çelik, “Yatırım Fonları ve Türkiye’deki Uygulaması,” Erciyes Üniversitesi, İİBF Dergisi. Sayı:9, (Kasım 1991), s.73.

Tarihi gelişim süreci içerisinde ilk kez Belçika’da ortaya çıkan yatırım fonları, 1800’lerin sonuna doğru ABD’de kurulmaya başlanmış ve “Mutual Funds” olarak adlandırılmış, 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu (Investment Company Act of 1940) ile düzenlenerek faaliyete geçmiştir. Bu aşamada, bankalar da trust şirketleri gibi aracılık hizmeti fonksiyonunu yerine getirmeye başlamışlardır. Ancak, bankalar başlangıçta, MKYF’ni mevduata rakip olarak görmelerinden dolayı çekingen davranmışlardır. ABD’de bankalar, aracılık yüklenimi (underwriting) gibi aracı kurum işlevini yapamamakta, menkul kıymet portföyü oluşturamamaktadır. Özellikle, 1980 sonrasında para piyasası kollektif fonları ABD’de çok gelişmiş ve bankaları zor durumda bırakmıştır. Bu gelişmelerin bir nedeni, bu fonların risk dağılımı ve portföy yönetimi sağlamaları ve yüksek gelirli finansman bonolarına, devlet tahvillerine ve banka mevduat sertifikalarına yatırım yapmaları olmuştur. Ancak, 1982 yılında bankalara para piyasası mevduat hesapları açma yetkisinin tanınması, bankalara tasarrufları tekrar kendilerine çekme imkanı vermiştir. ABD’de 1995 yılı sonunda 2.200 adet hisse senedi fonunun sahip olduğu varlıklar toplamı 1.3 trilyon \$ iken, bu rakam 1997 yılı sonunda hızlı bir artış göstererek 2.5 trilyon \$’a yükselmiştir².

İngiltere’de yatırım fonlarına “**unit trust**” denilmektedir. Büyük Britanya’da ilk unit trust, 1868 yılında kurulan Foreign and Colonial Yatırım Fonu şirkettir. Bu fon; küçük yatırımcılara, ortaklaşa yatırım yapmak suretiyle riski dağıtmasına imkan sağlama amacı ile kurulmuştur. 1900’lerin başında 100’den fazla yatırım fonu kurulmuştur. Bu fonların üçte biri İskoçya’da faaliyet göstermiştir. Daha sonraları hızlı bir gelişme gösteren unit trust’lar, İkinci Dünya Savaşından ve 1970’li yıllarda ortaya çıkan ekonomik istikrarsızlık döneminden olumsuz etkilenmiş ve bazı unit trust’lar tasfiyeye gitmişlerdir³.

İsviçre’de kurulan yatırım fonları ise inançlı mülkiyet esasına göre kurulan fonlara örnek verilebilir. İsviçre’de bugünkü şekliyle ilk yatırım fonu 1930’da üç bankanın katılımıyla kurulan SIP Şirketi tarafından kurulmuştur.

² F. Larry Detzel ve Robert A. Weigand, “Explaining Persistence In Mutual Fund Performance,” *Financial Services Review*. Cilt:7, Sayı No:1,1998, s.45.

³ Kenbata Bangassa, “Performance of UK Investment Trusts:1980-1994,” *Journal of Business Finance&Accounting*. (Kasım-Aralık 1999), s.1141.

2. Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Hukuki Durumu

Hisse senedi piyasasındaki dalgalanmaları da büyük ölçüde azaltan yatırım fonları, Türkiye'ye oldukça geç sayılabilecek bir tarihte girmiştir. Yatırım fonları ilk olarak 30 Temmuz 1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda yer almıştır. 1986 yılı sonlarına doğru para ve sermaye piyasasındaki işlem hacminin artması, yeni finansal araçların çıkması gibi faktörlerin etkisi ile söz konusu Kanun'un verdiği yetkiye dayanarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 12.12.1986 tarih (Seri: VII; No: 1) ve 19310 sayılı Resmi Gazete'de "**Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği**"ni yayımlayarak konuya ilişkin ilk kapsamlı düzenlemeyi yapmıştır. Bu düzenlemede, 1996 tarihli İsviçre Yatırım Fonları Kanunu'ndan büyük ölçüde yararlanılmıştır. Yatırım ortaklıklarına aynı Kanunda iki madde ile yer verildiği düşünülürse, yatırım fonları daha ön planda tutulmuştur diyebiliriz. Bu düzenlemeden sonra Türkiye'de ilk yatırım fonları uygulamasına, 13.7.1987 tarihinde 10 milyar TL toplam değerli İş Yatırım Fonu'nun kurulup katılma belgelerinin ihraç edilmesiyle başlanmıştır.

2499 sayılı Kanunda Yatırım Fonu kavramı, kuruluş izni, fon içtüzüğünün tescili ve değiştirilmesi, fonun organizasyonu ve katılma belgelerinin halka arzı, katılma belgesi, yönetim ilkeleri, hesap raporu ve ilanı, bankanın iflası veya tasfiyesi, fonun sona ermesi ve denetime yetkili olanlar 35. ve 45. maddeler arasında detaylı olarak açıklanmıştır. Kurul; 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı 37. ve 38. maddelerinde kendisine tanınan yetkiye dayanarak, 31.07.1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazetede yayınlanan, Seri:VII No:2 "Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliği" çıkararak yatırım fonlarının işleyişine ilişkin esasları düzenlemiştir. Tebliğin düzenlendiği 1992 yılından 1996 yılı sonlarına kadar, yatırım fonları bu tebliğdeki hükümlere göre faaliyet göstermiştir. Daha sonra ise Kurul, SPK'un 37. ve 38. maddelerinde kendisine tanınan yetkiye dayanarak Seri:VII No:10 "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"ni düzenlemiş ve bu Tebliğ, 19 Aralık 1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Kurul; 24 Temmuz 1997 tarih 23059 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan Seri:VII No:11 "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" ile söz konusu Tebliğde bazı değişiklikler

yapmıştır. Şu anda Türk yatırım fonları Seri:VII No:11 tebliğ ile değişik Seri:VII No:10 Tebliğine göre faaliyet göstermektedir.

Türk sermaye piyasasına 1987 yılında giren yatırım fonları vadesiz ve çok likit olmalarından dolayı geçen süre içerisinde hızlı bir gelişim göstermiştir. Yatırımcıları, hisse senetleri piyasasındaki belirsizlikten ve yüksek oranlı fiyat dalgalanmalarından koruyan yatırım fonları, istikrarlı kazanç imkanı sağlayarak küçük tasarruf sahibinin tasarruflarının sermaye piyasasına kazandırılmasında önemli bir rol üstlenmektedir.

Sayılarında ve portföy büyüklüklerindeki önemli artışın 1993 yılında görüldüğü yatırım fonlarına, sözü edilen bu tarihten bu yana sermaye piyasası mevzuatında kurucu olmasına imkan tanınan hemen hemen her kuruluşun ürün portföylerinde yer vermeye çalıştığı görülmektedir. Diğer yandan, yatırım fonlarının gelişimi de ülkemizde tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarına gösterdiği ilgiden nasibini almışlardır. Bunun neticesinde ise portföy büyüklüklerinin gayrisafi milli hasılaya oranı ve kişi başına düşen katılma belgesi gibi ölçütlerde gelişmiş ülke ortalamalarının gerisinde kalmıştır⁴.

Türkiye gibi tasarruf eğiliminin fazla olmadığı bir ülkede fon büyüklüğü, Avrupa standartları ile karşılaştırıldığında oldukça düşük seviyelerde bulunmaktadır. Türkiye’de A ve B tipi fonların toplam büyüklüğü 1999 yılı sonunda 3.9 milyar dolara ulaşmış durumdadır. Bu rakam, Türkiye’nin GSMH’nin %1.9’una karşılık gelmektedir. Yunanistan’da yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 1999 sonu itibariyle yaklaşık 40 milyar dolar düzeyindedir ve GSMH’nin %21.82’sine denk gelmektedir. Şüphesiz bu durum, yıllardan beri süregelen yüksek enflasyondan kaynaklanmaktadır. Özellikle, düşük enflasyon ortamında fon rakamları da çok hızlı büyümektedir. Gerileyen enflasyonla sabit getirili enstrümanlarda yatırım imkanının sınırlanması, istikrarın sağlanması ile de reel getiri oranlarının düşmesi yatırım fonlarını cazip kılmaktadır⁵.

Bu arzu edilmeyen sonuçların oluşmasında şüphesiz ülkemizde sermaye piyasası kültürünün yeni yeni oluşmasının ve kamu borçlanmasının hiçbir rekabete imkan

⁴ Bülent Özütürk, “Yatırım Fonu Performanslarının Yatırım Fonu Endekslerinin Oluşturulması Yoluyla Ölçümü,” **Yeterlik Etüdü**. (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1999), s.2.

⁵ Cüneyt Toros, “Sizi Borsayla Yatırım Fonları Tanıştırın,” **Sabah Gazetesi** (27 Mart 2000).

tanımayan dışlama etkisinin payı büyüktür. Ancak, bu sonuçta göz ardı edilemeyecek bir başka etkense kurumsal yatırımcıların sağladığı getirinin oranıdır⁶.

3. Yatırım Fonu Kavramı

1920’li yıllardan günümüze finans dünyasındaki önemini koruyan yatırım fonları, bireysel yatırımcıların fonlarını bir havuzda toplayıp onlar adına portföy yönetimi yapan finansal kurumlardır.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 37. maddesinde yatırım fonları; **“Halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esasına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığı”** olarak tanımlanmıştır. Türkiye’de yatırım fonları SPKanunu’nun kabul edildiği ilk yıllardan beri birçok yatırımcının ilgisini çekmiştir. Yatırım fonları ile ilgili en son yasal düzenlemeler, SPK’nun Seri VII 10 No.lu Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile gerçekleştirilmiştir.

Anılan Tebliğ’de yatırım fonu, **“Kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre aşağıda belirlenen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır”** şeklinde tanımlanmakta ve fona dahil edilebilecek varlıklar sayılmaktadır (Seri: VII No: 10 Tebliği m.4.)⁷. (Sermaye Piyasası Kurulu"Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" Resmi Gazete, 19-12-1996, Sayı:22852)

Yukarıdaki tanımda yer alan sermaye piyasası araçları, Sermaye Piyasası Kanununda menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak tanımlanmıştır. Fon portföyleri, tanımdan da anlaşılacağı üzere aşağıdaki varlıklardan biri esas alınarak oluşturulabilir.

Bu varlıkları şu şekilde sıralayabiliriz:

⁶ Özü Türk, a.g.m., s.2.

⁷ Ayşe Sumer, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**. (İstanbul : Alfa Yayınları, 1999), s.80.

1- Sermaye Piyasası Araçları

- a) Menkul kıymetler: Ortaklık veya alacaklılık hakkı veren, belirli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen kıymetli evraktır.
- b) Diğer Sermaye Piyasası Araçları: Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır.

2- Gayrimenkul

3- Altın

4- Diğer Kıymetli Madenler

Fon portföyleri varlık kalemleri itibariyle karma da olabilir. Yatırım fonları, yukarıda sayılan varlıklardan oluşan portföyü işletmek dışında herhangi bir işle uğraşamazlar. Fonun tüzel kişiliği yoktur. Ancak, kurucunun mal varlığı fonun mal varlığından ayrıdır⁸.

Bir yatırım fonundan şu şekilde getiri elde edilebilir:

- İlk olarak fon sahip olduğu menkul kıymetlerden kâr payı veya faiz geliri elde eder. Fon elde ettiği bütün gelirini fon portföy değerine yansıtır.
- Fonun sahip olduğu menkul kıymetlerin fiyatı artabilir. Eğer fon fiyatı yükselen bu menkul kıymeti satarsa sermaye kazancı elde eder. Fon elde ettiği bu sermaye kazancını veya zararını fon portföy değerine yansıtır.
- Eğer yatırım fonu fiyatı yükselen menkul kıymeti satmıyor elinde tutuyorsa katılma belgelerinin fiyatı artar. Yüksek fon toplam değeri yapılan yatırımın yüksek değerli olduğunu gösterir. Eğer katılma belgesi satılırsa kâr elde edilir.

⁸ Gürman Tevfik, *Dünyada Ve Türkiye'de Yatırım Fonları*. (Türkiye İş Bankası Yayınları, Yayın No: 342, 1995), s.33.

Böylece yatırımcılar katılma belgelerini sattıklarında, yatırım fonlarının portföyünde o ana kadar gerçekleşen değer artışlarından/azalışlarından paylarını alırlar. Ülkemizde yatırım fonlarının yıl sonlarında ayrıca kâr payı dağıtmaları söz konusu değildir.

4. Yatırım Fonunun Tarafları ve Hukuki Niteliği

Yatırım fonları, tasarruf sahiplerinden topladıkları fonlarla, çeşitli menkul kıymetleri içeren bir portföy oluşturan ve bunu portföy sahipleri adına ve fon tüzüğü çerçevesinde inançlı mülkiyet esasına göre güvenilir bir kişi tarafından yönetilen finansal kurumlardır. Burada güvenilir bir kişi ile fon sahibi değil yöneticisi kastedilmektedir. Fonun sahibi ise ellerinde fona ait katılma belgeleri olan mal varlığı sahipleridir. Bu durumda yatırım fonlarında üçlü bir ilişki söz konusu olmaktadır⁹.

- ☑ Fonu kurup yöneten banka veya banka dışı bir kuruluş (trust),
- ☑ Menkul kıymetleri muhafaza eden ve katılma belgelerini tasarruf sahiplerine satan yeddiemin(**trustee**),
- ☑ Katılma belgelerinin sahipleri (Uygulamada genellikle ilk iki fonksiyonun aynı kuruluş üzerinde birleşerek yatırım fonunun iki taraftan oluştuğu görülmektedir.)

Sermaye Piyasası Kanununun 37. Maddesine göre fonların tüzel kişiliği yoktur. Ancak, fonun mal varlığı, kurucuların mal varlığından ayrıdır. Fonun yönetimi ve temsil yetkisi kurucuya aittir. Bu yüzden yatırım fonları taraf olarak gözükmemekte, tasarruf sahiplerinin karşısında sadece fon kurucuları yer almaktadır¹⁰.

Yatırım fonlarının içtüzükleri, yatırım fonu katılma belgesi sahibi ile kurucu (fonu kuran tüzel kişi), saklayıcı (fon portföyünde yer alan menkul kıymetleri saklayan kurum) ve yönetici (fon portföyünü yöneten kuruluş) arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre saklanması ve vekalet akdi hükümlerine göre yönetilmesini konu alan genel işlem şartlarını içeren bir sözleşmedir.

⁹ Çelik., a.g.m., s.75.

¹⁰ Necdet Sağlam ve Salim Şengel, "Yatırım Fonları ve Muhasebeleştirilmesi," **Anadolu Üniversitesi İİBF Dergisi**. Cilt:15, Sayı No:1-2,1999, s.211.

5. Yatırım Fonlarının Kuruluşu ve Organizasyonu

Türkiye’de yatırım fonu kurabilecek kurum ve kuruluşlar; bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 38. Maddesinde belirtildiği üzere 506 sayılı Kanun’un geçici 20. Maddesi uyarınca kurulmuş diğer sandıklardır. Bu kuruluşlar bir konsorsiyum eliyle de fon kurup yönetebilirler. Kurucu, tüzel kişiliği bulunmayan fonun, riskin dağıtılması ve inanca mülkiyet esaslarına göre belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetim, temsil ve saklanmasıyla sorumludur¹¹.

Yatırım fonu kuruluşu için kurucular, hazırladıkları fon içtüzüğü taslağı ve istenen diğer belgelerle birlikte SPK’na başvuruda bulunurlar. Banka ve sigorta şirketlerinin fon kurması için Başbakanlık Hazine Müsteşarlığının görüşünün alınması gereklidir. Fon tutarı konusunda her yıl yeniden değerlendirme kriterlerine göre belirlenen bir asgari tutar vardır.

Fon kurma limiti kurucuya göre değişmektedir. Bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketlerinin kurabilecekleri fonlar bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan *çıkarılmış / ödenmiş sermaye* ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan yedek akçelerle yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarın *on katını* aşmamaktadır.

Aracı kurumların fon kurabilmeleri için Sermaye Piyasası Kanunu’nda tanımlanan sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak üzere Kuruldan izin almış olmaları gereklidir. Ödenmiş sermayelerinin asgari tutarı 125 milyar TL olması ve bunun en az 100 milyar TL’sinin devlet tahvili ve hazine bonusu olarak İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.’de bloke edilmiş olması gereklidir (Mad.20, Seri:VII, No:10, Yat. Fon. İliş. Esaslar Tebliği). Fon kuruluşunun teşvik edilmesi amacıyla başlangıçta fon tutarının tamamı yerine 100 milyar TL’den düşük olmamak kaydıyla fon tutarının %20’si kadar avans tahsisi mümkün kılınmıştır.

¹¹ Oral Erdoğan ve Levent Özer, *Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar*. (İstanbul: İMKB Yayınları, 1998), s.8.

Diğer kuruluşlar için belirlenen fon kurma limiti genel kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan öz kaynaklar toplamı ile sınırlıdır. Kurucu, yatırım fonunun içtüzüğünde belirlenen fon tutarının asgari %20'lik bir kısmını avans olarak ayırmak durumundadır. Söz konusu avans ile fon portföyü oluşturulur ve katılma belgeleri SPK düzenlemelerine uygun olarak halka arz yoluyla satışa çıkarılır. Avans ve avans faizi, içtüzük hükümlerine uygun olarak kurucuya iade edilir¹².

Yatırım fonlarının kuruluşunda *nakit yöntemi* ve *tahsis yöntemi* olmak üzere iki yöntem izlenmektedir. Nakit yönteminde ilk önce katılma belgeleri halka satılır. Sonra toplanan bu para ile fon tüzüğü çerçevesinde portföy oluşturulur. Tahsis yönteminde ise yatırım fonunun kurucusu veya kurucuları belirli bir miktar fon tahsis etmekte ve bu miktar menkul kıymetlere yatırılmaktadır. Sonra katılma belgeleri çıkarılmakta ve fonun kurucusu tarafından başlangıçta konulan miktar katılma belgeleri sahiplerinden tahsil edilmektedir.

Portföy yönetiminin etkin yapılabilmesi için sermaye piyasasında tecrübeli ve yüksek öğrenim görmüş fon kurulu, üye ve denetçilerinden oluşan bir yönetim birimi bulunmalıdır. Öte yandan, işlerin aksamadan yürümesi için gerekli teknik donanım ve hizmet birimi de yer almalıdır.

Kurucunun iflası veya tasfiyesi halinde Kurul, fonu uygun göreceği başka bir kuruluşta tasfiye amacıyla devreder. Saklayıcı kurumun iflası halinde ise, kurucu fon varlığını Kurulca uygun görülen başka bir kuruluşta devreder. Bunun dışında, fon içtüzüğünde belirtilen sürenin sona ermesi, fon süresiz ise kurucunun Kurulun uygun görüşünü aldıktan sonra altı ay öncesinden fesih ihbar etmesi, kurucunun fon kurma koşullarını kaybetmesi ve fonun son üç aylık dönem itibariyle dolaşımdaki pay sayısının ortalama olarak toplam pay sayısının %10'unun altına düşmesi halinde, Kurul fonun tasfiyesini isteyebilmektedir.

Bir yatırım fonunun organizasyonu, yönetim kurulu ve bir finansal danışmandan oluşur. Finansal danışman, bir aracı kurumun alt birimi, bir sigorta şirketi, bir yatırım firması veya bir banka olabilir. Finansal danışmanın görevi, portföy kurmak ve onu profesyonel bir şekilde yönetmektir.

¹² Sumer, a.g.e., s.203.

Finansal danışmanlık ücreti bir yatırım fonunda en büyük maliyet unsurudur. Bu ücret genellikle fondaki varlıkların ortalama değerlerinin **%0.4 - %1.5'i** kadardır. Danışmanlık ücretinin değişik oranlarda olmasının nedeni, belirli fonların yönetilmesinde karşılaşılan güçlüklerden kaynaklanmaktadır¹³.

6. Katılma Belgesi

Katılma belgesi; belge sahibinin kurucu ve saklayıcı kuruma karşı sahip olduğu hakları taşıyan, fona kaç pay ile katıldığını gösteren, kıymetli evrak niteliğinde bir senettir. Emre veya hamiline yazılı olarak düzenlenebilen katılma belgesi, yatırımcının fon portföyüne ortak olmasını sağlayan bir belgedir. A tipi yatırım fonlarının katılma belgeleri menkul kıymet sayılır. (Mad.35, Seri: VII, No:10'lu Tebliğ.)

Katılma belgesi, temsil ettiği değer tam olarak nakden ödenmesi şartıyla satılabilir. Katılma belgelerinin itibari değeri yoktur. Fon pay değeri, fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesiyle elde edilir. A tipi fonlarda katılma belgesi alım-satımlarında içtüzük hükümleri uyarınca verilen alım-satım emirleri, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İchtüzüklerinde hüküm bulunmak kaydı ile aynı gün içinde iki fiyat açıklanabilir. Fon içtüzüğünde belirlenen esaslara göre hesaplanan pay değerleri, katılma belgelerinin alım-satım yerlerinde açıkça görülebilecek şekilde asılan ilanlarla duyurulur (Mad.36, Değişik: Seri: VII, No: 16 sayılı tebliğ ile).

Yatırım fonlarındaki katılma belgelerini, şirketlerin hisse senetlerine benzetebiliriz. Nasıl yatırımcılar, hisse senedi alarak şirketlere ortak olurlar ve o şirketler üzerinde hak sahibi olurlar ise, benzer şekilde yatırım fonlarında da katılma belgesi ile fon portföyüne ortak olunur. Ancak, hisse senedi sahipleri şirket yönetimine katılabilirken, katılma belgesi sahiplerinin fon yönetimine katılma hakları yoktur. Katılma belgesi satın alan yatırımcılar, belgelerinin fiziki teslimini isteyebilecekleri gibi fon nezdinde saklanmasını da isteyebilirler.

¹³ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**. (Bursa: Ekin Yayınları, 2000), s.29.

Daha önce yatırımcıya satılmış olan yatırım fonu katılma belgesi doğrudan yatırım fonunun kurucusundan veya kurucu dışında, içtüzükte belirtilen alım satım aracılık edecek aracı kuruluşlar tarafından alınır satılır. Ayrıca, bazı fon kurucuları, bankaların ATM makineleri, interaktif telefon ya da internet aracılığı ile katılma belgesi alım satımına da imkan sağlamaktadırlar.

Katılma belgeleri ilk kez halka satılıyorsa, halka satış öncesinde kurucu tarafından gazetelerde ilan edilen izahname/sirkülerde belirtilen adreslerde, yine bu izahname/sirkülerde belirtilen saatler içinde alınıp satılmaktadır. Adresler genellikle kurucunun merkez şube adresleri olup, kurucu ayrıca başka aracı kuruluşlar aracılığı ile kurduğu fonun katılma belgelerini pazarlayabilir ya da alıp satabilir.

Bilinmesi gereken bir başka konu ise, yatırım fonu katılma belgelerinin gün içinde belirli saatler içinde alınıp satıldığıdır. 225 fonun alım satım saatleri birbirinden farklı olmakla birlikte, genel olarak A tipi fonlar sabah 9:⁰⁰ -10:⁰⁰ arası, B tipi fonlar; ATM makinelerinden alımı satımı yapılmayanlar saat 12:⁰⁰ye kadar, ATM'lerle de alımı satımı yapılan B tipi fonlar ise (yeni fiyat tespiti için saat 15:⁰⁰ -18:⁰⁰ arası hariç) 24 saat alınıp satılabilmektedir. Yeni fiyat tespitinden sonra yapılan alım satımlarda o günün değil ertesi günün fiyatlarının kullanıldığı unutulmamalıdır.

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinin 37. Maddesine göre yatırımcılar, bedelini nakden yatırım fonuna ödemek suretiyle katılma belgesi satın alabilir ve bu belgeyi fona iade etmek suretiyle de fondan ayrılabilirler. Ancak, bazı fonlarda belgeyi paraya çevirebilmek için belge sahibinin bir ya da iki gün (bu süre daha fazla olabilir) öncesinden fona bildirimde bulunması gerekmektedir. Uygulamada katılma belgesi satış ihbar formu olarak bilinen bu husus, fonun nakit pozisyonunu ayarlayabilmesi bakımından kurucunun tercihinine bağlı olarak belirlenmekte ve ilan edilen izahname ile yatırımcılara duyurulmaktadır.

Fona iştiraki sağlayan katılma belgesinin fiyatı kurucu tarafından her işgünü itibariyle hesaplanmakta ve izleyen gün yapılan katılma belgesi alış satışlarında bu fiyat uygulanmaktadır. *Hesaplamalarda aşağıdaki prosedür takip edilmektedir:*

- ☑ Değerleme gününde portföyde bulunan varlıkların işlem gördükleri, alınıp satıldıkları borsalarda oluşan fiyatları dikkate alınarak fon portföy değeri hesaplanmakta,
- ☑ Fon portföy değerine fonun alacakları eklenmek ve borçları düşülerek fonun toplam değeri belirlenmekte,
- ☑ Fon toplam değeri, değerlendirme gününde tedavülde olan pay sayısına bölünerek birim katılma belgesi fiyatına ulaşılmaktadır.

Konuyu bir örnek ile açıklayalım; 10 milyon TL'nizi katılma belgesi başına toplam değeri 100.000 TL olan bir fona yatırdığımızı ve 100 adet katılma belgesi aldığımızı varsayalım. Eğer katılma belgesi başına fon toplam değeri 90.000 TL'ye düşerse (çünkü fon portföyünün değeri düşmüştür) hala 100 adet katılma belgesi olacak ama yapılan yatırımın değeri şimdi 9 milyon TL'ye düşecektir. Eğer katılma belgesinin fiyatı 110.000 çıkarsa, yatırımınız değeri 11 milyon TL'ye çıkacaktır (bu örnekte alım satım komisyonunun olmadığı varsayılmıştır).

Yukarıda belirtilen işlemlerin yapılması esnasında fonun portföyünde bulunan varlıklardan elde edilen faiz, temettü, alım satım kazancı ve günlük değer artışları aynı gün fona gelir olarak kaydedilmekte dolayısıyla katılma belgelerinin her gün için hesaplanan pay fiyatına yansıtılmaktadır. Bu surette belirli bir tarihte fondan ayrılan yatırımcı o güne kadar fonun kazancında (zararından) kendi payına düşen miktarı almış olmaktadır.

Katılma belgesi birim pay fiyatı, her işgünü itibariyle belgelerin alınıp satıldığı adreslerde ilan edilir. Ayrıca günlük gazetelerin ekonomi sayfalarında fon fiyatları ilan edilmektedir. Ancak, gazetede ilan edilen fiyatın işlem günündeki değil bir gün öncesinin fiyatı olduğuna dikkat edilmelidir. Gazetelere ilave olarak bazı fon kurucularının interaktif telefon hatlarından veya internet adreslerinden fonların günlük fiyatlarını öğrenebilmektedir. Haftalık ekonomi dergilerinde ise fonların haftalık performansları yer almaktadır.

7. Yatırım Fonları Yönetiminde Temel İlkeler

Yatırım fonları yönetiminde hakim olan temel ilkeler şunlardır:

7.1. Riskin Dağıtılması İlkesi

Bu ilke sayesinde yatırım fonlarının, bireylerin kendi imkanları ile sağlayamayacakları ölçüde riski dağıtmaları mümkündür. 100 milyon TL'si olan bir yatırımcı düşünelim. Yatırımcı, bu para ile (borsa'da hisse senetlerinin belirli miktarların -lot- altında işlem görememesi nedeniyle) ancak bir kaç hisse senedine yatırım yapabilmekte ve bu durum riski artırmaktadır. Örneğin, hisse senetleri satın alınan 2 şirketin mali durumunun bozulması ve hisse senetleri fiyatlarının düşmesi ihtimali, 25 ayrı şirkete ait hisse senedi fiyatlarının birden düşme ihtimalinden çok daha yüksektir. Yatırım fonlarında ise binlerce kişiden fon toplanarak, trilyonlarca TL'lik portföyler oluşturabilir. Bu sayede çok daha fazla sayıda hisse senedine ve daha başka yatırım araçlarına (örneğin, tahvil ve bonolara) yatırım yaparak, hisse senedi fiyatlarındaki herhangi bir düşüş anında bundan en az derecede etkilenme şansına sahip olurlar.

7.2. Profesyonel Yönetim

Menkul kıymet piyasaları nitelikleri itibariyle belirli bir bilgi birikimini gerektiren teknik piyasalar olup, bu piyasada oluşan gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekir. Doğal olarak bireylerin böylesi bir takibi düzenli olarak yapmaları ve bu piyasalarda oluşan gelişmelerin menkul kıymet fiyatlarına etkilerini tahmin edip ona göre zamanında tavır alabilmeleri zordur. Yatırım fonları ise çok fazla sayıda kişiden para toplamak suretiyle yüksek miktarlarda portföyler oluşturduklarından, gerekli donanım ve menkul kıymet piyasalarıyla ilgili yetişmiş elemanlara sahip olabilirler. Bu sayede piyasalarda gözlemlenen hareketlerin ne anlama geldiği sürekli şekilde takip edilerek gerekli işlemler (alım/satım gibi) gerçekleştirilir.

Portföy yöneticisi, çeşitli menkul kıymetlerden oluşan portföyün oluşturulmasından getirinin maksimize edilmesine kadar birçok aşamadan sorumludur. Söz konusu aşamalar aşağıdaki gibi sıralanabilir¹⁴:

- ☑ Firmalara ait değişkenlerin tahmini için, firmanın içinde bulunduğu sosyal ve ekonomik çevrenin incelenmesi, endüstri analizi ve firmanın temel özelliklerinin ortaya konulması,
- ☑ Ekonomi, endüstri ve firma analizi sonucu elde edilen bilgilerin, firmanın menkullerinin fiyat, risk ve getiri yönünden değerlendirilmesinde ne ölçüde başarı ile kullanıldığının araştırılması,
- ☑ Söz konusu verilere göre portföy oluşturulması,
- ☑ Portföy getirilerinin kontrolü ve alternatif portföylerle karşılaştırılması.

Portföy yöneticisinin başarısı, bu dört aşamanın ayrı ayrı ele alınarak ölçülebileceği gibi tüm sürecin sistem anlayışı içerisinde değerlendirilmesi şeklinde de yapılabilir. Çünkü portföy yöneticisinin başarısı sadece yönettiği portföy için sağladığı yüksek getiri ile değerlendirilmemektedir. Gelişmiş ülke sermaye piyasalarında yatırım fonları, yönettikleri portföylerin sağladıkları getirilere göre derecelenmektedir. Ancak, sağlanan bu yüksek getiri, portföy yöneticisinin başarısının yanı sıra portföyün taşıdığı riskin büyüklüğü veya piyasanın hiç beklenmedik bir şekilde değişen koşulları sayesinde de sağlanmış olabilir.

Modern portföy yöneticisi, yalnızca yaşadığı ülke içinde değil, her geçen gün globalleşen dünyanın her tarafında gelişen ve gelişmekte olan pazarlarla ilgilenen, bilinen tüm teknikleri bilgisayar aracılığıyla etkin bir biçimde kullanan bir profesyoneldir.

Portföy yöneticisinin görevi, piyasada yanlış değerlendirilmiş menkul kıymetleri tespit ederek, onları portföye dahil etmek veya portföyden çıkarmaktır. Yöneticilerin farklı seçicilik kabiliyetleri sonucu piyasada yanlış değerlendirilmiş menkul kıymetler belirli

¹⁴ Hüseyin Şenkaya, "Portföy Performansı Analizinde Endekslerin Kullanımı," **Finans Topluluğu Dergisi**. (Ekim-Aralık, 1999), s.54.

bir risk-getiri ilişkisine göre alınıp satılacak ve aynı risk seviyesindeki menkul kıymetlerin getirileri birbirlerine eşitlenecektir¹⁵.

7.3. Menkul Kıymet Portföyü İşletmek

Yatırım fonları, bazı kısıtlamalar içerisinde nakit ve kıymetli madenlere de yatırım yapabilmekle beraber temel amaçları, menkul kıymet alıp satmak ve alım satımlar arasında oluşan olumlu fark ile bu menkul kıymetlerin kâr payları ve faizlerinden gelir sağlamak olan kuruluşlardır.

7.4. İnançlı Mülkiyet Esası

Yatırım fonları inanca mülkiyet esasına dayanır. İnanca mülkiyet esasına göre fona, inanca olarak fon kurucusu sahiptir. Tasarruf sahipleri ise fonla ilgili muameleleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Bu yetki devri fon içtüzüğü ile olur. Kurucu, fonu bu sözleşme (içtüzük) çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek/yönetmek zorundadır.

Fonun sahibi hukuken fon yöneticisi olan fon kurucusudur. Kurucu, fon üzerinde malik olarak tasarrufta bulunmak hakkına sahiptir. Fon yönetimine karşı yatırımcıların, bazı şartların gerçekleşmesi halinde alacak hakkına dönüşecek hakları vardır. Bu ilişki *İnanca Mülkiyet Esası*'nı ortaya çıkarır¹⁶. İnanca mülkiyete konu olan inanca işlemler, şu şekilde tanımlanmaktadır: İnananın; teminat teşkil etmek veya idare olunmak üzere malvarlığına dahil bir şey veya hakkı, aynı amacı güden olağan hukuki işlemlerden daha güçlü bir hukuki durum yaratmak amacıyla inanılana, inanca olarak kazandıran işlemdir.¹⁷. Yatırım fonlarında katılma belgesi sahiplerinin kurucunun yönetimine devrettiği şey menkul kıymetler portföyünde bulunan finansal varlıklardır.

Kanunun gerekçesine göre, Türk ve İsviçre hukukunda inanca mülkiyet özel olarak düzenlenmemiştir. Ancak, doktrin ve içtihatlar tarafından geçerli bir hukuki müessese olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle yasada, yatırım fonlarının inanca

¹⁵ Targan Ünal, *Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar*. (İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları, Yayın No:7,1995), s.79.

¹⁶ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği", Seri:VII,No:2, *Resmî Gazete*. Sayı:21301, (31 Temmuz 1992).

¹⁷ Tevfik., a.g.e., s.33.

mülkiyet esaslarına göre kurulmasında sakınca görülmemiştir. Fakat uygulamada inanca dayalı mülkiyet esasına dayalı yatırım fonlarında da kurucu ile katılma belgesi sahipleri arasındaki hukuki ilişkilerde vekalet sözleşmesi hükümleri geçerlidir.

7.5. Mal Varlığının Korunması

Fon tüzel kişilik sahibi olmamakla beraber fonun mal varlığı kurucudan ayrıdır. Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca, fon malvarlığı rehin edilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü kişiler tarafından haczedilemez. Yani fon malvarlığının korunması kanun ile güvence altına alınmıştır.

8. Yatırım Fonlarının Sağladığı Faydalar

Yatırım fonlarının finans dünyasına getirdikleri en önemli avantajlardan biri, değişken sermayeli, açık-uçlu olabilme, istenildiği anda pay sayısını artırabilme özellikleri ile yatırımcıya likidite, fon alım satımında kolaylık yaratmasıdır.

8.1. Tasarrufçu Açısından Sağladığı Faydalar

Yatırım fonları tasarrufçu açısından şu faydaları sağlar:

- Tasarrufçunun ortaya koyduğu sermayesi yani tasarrufu, profesyonel ve güvenilir yöneticiler tarafından yönetilmektedir.
- Yatırım fonu portföyüne alınabilecek menkul kıymetlerin sabit getirili, döviz endeksli ve hisse senedi gibi araçlarla çeşitlenmesi nedeniyle riskin en aza indirilmesi mümkün olabilecektir.
- Menkul kıymetlerin değerlendirilmesi ve kontrolü ile kupon, faiz ve temettü tahsili fon yönetimince yapılacağından vade takibi, tahsil etme gibi zaman ve kaynak kullanımını gerektiren işlemlerden korunabilecektir.
- Küçük tasarruflarla temin edilemeyecek kazanç potansiyeli yüksek menkul kıymetlere yatırım yapılmasına olanak sağlayacaktır.

- ☑ Fon portföyündeki değer artışlarının portföy değerine günlük olarak yansıtılması nedeniyle işlemiş gelir ile birlikte gerek ihtiyacı kadar gerekse tamamını istendiği anda paraya çevirebilecektir.
- ☑ Portföye büyük tutarlı alım satımlar nedeniyle zaman ve para tasarrufu sağlamaktadır.
- ☑ Bazı yatırım fonları, katılma belgesi üzerinden çek yazabilme imkanı sağlamaktadırlar. Fon içtüzüklerinde hüküm bulunmak kaydıyla, kurucular tarafından bir banka nezdinde, katılma belgesi sahipleri adına katılma belgeleri karşılığında ödeme yapılmak üzere açtırılacak hesaplar üzerine çek keşide etme imkanı sağlanabilir¹⁸.

8.2. Kurucu Açısından Sağladığı Faydalar

Yatırım fonları, fon kurucuları açısından aşağıdaki faydaları sağlar¹⁹.

- ☑ Kurucular, rekabet ortamı içinde çalıştıklarından tasarruf sahiplerine yatırım fonları aracılığıyla yeni bir hizmet sunmaktadırlar.
- ☑ Fonun yönetim ve temsili ile fona tahsis ettikleri eleman ve donanım karşılığı, portföy büyüklüğü üzerinden hesaplanan bir yönetim ücretini, fon bünyesinden yönetim ücreti olarak almaktadır.
- ☑ Halka arzına aracılık ettikleri menkul kıymetleri, mevzuatın izin verdiği limitler içinde kurucusu oldukları fonlara satabilmektedirler.
- ☑ İştiraklerince çıkarılan menkul kıymetlere mevzuat çerçevesinde fonlar aracılığıyla yatırım yapabilmektedirler.
- ☑ Hisse senedi ağırlıklı A tipi fonlarda bulunan senetlerle, borsada gerektiğinde pazar düzenleyiciliği görevini üstlenmektedirler.
- ☑ Önemli bir reklam ve prestij kaynağıdır.

¹⁸ Sağlam ve Şengel, a.g.m., s.214.

¹⁹ Vahdettin Ertaş ve Diğ., **Yatırım Fonları Türkiye Uygulaması**. (Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:103,1997), s.18.

8.3. Ekonomi Açısından Sağladığı Faydalar

Gelişmiş mali piyasa yatırım fonları; yeni kurulan kamu kuruluşlarının ve belediyelerin finansmanında önemli roller oynamakta, hazine bonoları ve tahvillere yatırım yaparak kamu açığının finansmanına yardımcı olmakta, portföylerinde bulunan ipoteye dayalı menkul kıymetler ile konut ipoteği piyasasında yeni kaynaklar yaratmakta ve portföylerinde yüksek getirili bono, tahvil ve finansman bonusu bulundurarak kurumların borçlanma maliyetini düşürmektedirler²⁰.

Ülkemiz gibi gelişmekte olan mali piyasalarda ise yatırım fonları şu faydaları sağlamaktadır.

- ☑ Hisse senetlerine yatırım yaparak özel sektöre kaynak aktarımında aracılık fonksiyonunu yerine getirir.
- ☑ Kamu borçlanma araçlarına yatırım yapmak suretiyle bütçe açıklarının finansmanına katkıda bulunur.
- ☑ Borsanın derinleşmesine ve işlem hacminin artmasına yardımcı olur.
- ☑ Portföy yönetim faaliyetinin gelişmesine katkıda bulunur.
- ☑ Küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin menkul kıymet yatırımlarına dönüşmesini sağlar.

9. Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması

Yatırım fonları çeşitli kriterler esas alınarak sınıflandırılabilir. En çok karşılaşılan yöntem, ihraç edilen katılma belgelerinin geri satın alınıp alınmama kriterine göre yapılan sınıflandırmadır. Buna göre ihraç ettikleri katılma belgelerini, bu belgeleri satın alan yatırımcıların talebi halinde geri satın alan fonlar, açık uçlu (open end), ihraç ettikleri katılma belgelerini geri satın almayan fonlar da kapalı uçlu (close end) fonlar olarak adlandırılmaktadır²¹.

²⁰ Ünal, a.g.e., s.49.

²¹ Ertaş ve Diğ., a.g.e., s.12.

Gelişmiş mali piyasalarda MKYF'nın çok çeşitli türleri bulunmaktadır. Bunlar, portföyün niteliğine, yatırım hedeflerine, pay sayısının değişebilirliğine göre incelenebilir.

9.1. Portföyün Niteliğine Göre MKYF'ler

Şirketin performansını, büyüme hızını veya sektörel gelişmeleri dikkate alarak hisse senedi fonlarını; büyüme fonları, saldırgan büyüme fonları, sektör fonları, küçük sermayeli şirket fonları, uluslar arası hisse senedi fonları, endeks fonları ve bluechip şirket fonları olarak sınıflandırmak mümkündür. Gelir fonları olarak da adlandırılan tahvil fonlarını aldıkları risk derecelerine göre; kredi derecesi yüksek şirketlerin tahvil fonları (BBB ve üstü devlet tahvili veya hazine bonusu), kredi dereceleri BB veya daha düşük şirketler, vergiden muaf fonlar ve uluslararası tahvil fonları şeklinde sınıflandırılabilir²².

9.2. Yatırım Hedeflerine Göre MKYF'ler

ABD Yatırım Ortaklığı Şirketi (Investment Company Institute-ICI) tarafından yatırım fonları, yatırım hedeflerini dikkate almak suretiyle 22 farklı şekilde sınıflandırılmıştır. ICI, bu sınıflamada; fonun hedefi ile yatırımcının hedefi arasındaki uyumu, fonun elde tutulma süresini, fonun performans tahminini, potansiyelini, borsa endeksine göre gelişimini dikkate almaktadır.

Yatırım fonları yatırım stratejilerine göre dört ana grupta incelenebilir²³.

9.2.1. Büyüme Amaçlı Fonlar

Portföylerinde ağırlıklı olarak hisse senetleri bulduran bu tür fonlar, hisselerde değer artışı beklentisi olanların tercih ettiği fonlardır. Bu tür portföylerin kurulmasında temel beklenti; hisse senetlerinin zamanla değerinin artarak fon değerinin yükselmesidir. Yeni şirketlere ve spekülâtif hisse senetlerine yatırım yapan fonlar *aşırı büyüme amaçlı fonlar* olarak adlandırılır. Bu tür fonlar genellikle hisse fiyatları büyük

²² Ünal, a.g.e., s.51.

²³ Erdoğan ve Özer, a.g.e., s.8.

oyunamalar gösteren, küçük ve yeni şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar. Dolayısıyla uzun vadeli yatırım yapacaklar bu tür fonları tercih etmektedirler.

9.2.2. Gelir ve Büyüme Amaçlı Fonlar

Büyüme amaçlı fonlara kıyasla daha az risk taşıyan bu tür fonlar; genellikle hisse senedi ve tahvil yatırımlarından oluşmaktadır. Piyasada güçlü olarak tanınan, düzenli olarak temettü ödemesi yapan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar.

9.2.3. Tahvil Fonları

Tahvil fonları, faiz geliri elde etmeyi hedefleyen, istikrarlı kazanç sağlayan fonlardır. Özel sektör ve kamu kesimi tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarına yatırım yaparak faiz geliri elde etmektedirler.

9.2.4. Sektör Fonları

Sektör fonları, ekonominin belirli sektörlerine yatırım yapmak için kurulmuş fonlardır. Aynı sektör içerisindeki şirketler benzer yönde performans gösterdiklerinden bu tür fonlar, yatırımcıya daha az portföy çeşitlendirmesi sağlayarak getirinin veya kaybın daha büyük olmasına neden olur.

Aynı genel kategoride yer alan fakat performanslarını etkileyebilecek farklı yatırım hedeflerine sahip iki fon olsun. Örneğin, bir hisse sendi fonu, büyüme veya gelir tipi yatırım stratejisi izleyebilir. Hem hisse senedi hem de fonlar aktif bir şekilde veya belirli bir endekse göre pasif bir şekilde yönetilebilir. Belki de daha önemlisi, eğer bir fon yöneticisi fonun yatırım stratejisini değiştirirse veya fonun başına yeni bir yönetim ekibi gelirse, geçmiş performans çok fazla önemli olmayabilir²⁴.

9.3. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre MKYF'ler

Yatırım fonları, pay sayısının değişebilirliğine göre Açık Uçlu ve Kapalı Uçlu MKYF olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

²⁴ William G. Kistner, "Using Benchmarks to Measure Mutual Fund Performance", **Healthcare Financial Management**. Cilt:49, Sayı:11, (Kasım, 1995), s.68.

9.3.1. Açık Uçlu MKYF'ler

Açık Uçlu MKYF'ler, değişken sermayeli olarak kurulurlar ve istedikleri zaman sermayelerini artırıp azaltabilirler. Dolayısıyla, açık uçlu yatırım fonları, yeni paylar yaratmak veya mevcut payları hukuken itfa etmekle hukuken yükümlüdür. Pay, alıcı ve satıcıların karşılaşmasına bağlı olmadan işlem görebilmekte, arz ve talep ile kontrol edilmeyen fiyat bir önceki günün piyasa kapanış fiyatına göre belirlenmektedir. Açık uçlu yatırım fonlarında katılma belgeleri devamlı olarak halka satılır ve talep olması durumunda toplam portföy içerisinde belirli bir oranı temsil eden hisseler yatırımcılardan günlük kapanış fiyatlarına göre hesaplanmış değerlerinden geri satın alınır²⁵.

Yatırım açısından açık uçlu yatırım fonlarının dikkat çeken yönü; yatırımcılara istedikleri an katılma belgelerini satın alabilme imkanı vermesi ve fonların gerektiği zaman fon tutarlarını ve katılma belgesi sayısını artırabilmesidir. İstenildiği anda paraya çevrilebilme özelliğinin dışında, açık uçlu yatırım fonlarının diğer bir özelliği de yeni bir talep halinde fon sayısının artırılabilmesidir²⁶.

Yatırım fonunu temsil eden bir katılma belgesinin değeri, net varlık değeri olarak ifade edilir. Bu değer portföyün piyasa değerinden varsa yatırım fonunun borç yükümlülüğünü gösteren tutar çıkarılıp, geriye kalan tutarın, piyasadaki yatırım fonu katılma belgeleri sayısına bölünmesiyle bulunur²⁷. Örneğin, bir yatırım fonuna ait 500 bin adet katılma belgesinin piyasada olduğunu, portföy değerinin 250 milyar lira ve 50 milyar lira borçla finanse edildiğini varsayalım. Bu durumda, her bir katılma belgesinin net varlık değeri 400.000 TL (250 milyar TL-50 milyar TL / 500.000) olacaktır.

Yatırım fonunun satış fiyatı, bir katılma belgesinin net varlık değerine eğer varsa fonu kuran finansal kuruluşun satış komisyonu eklenerek belirlenir. Yatırım fonlarına uygulanan satış komisyonları, büyük yatırımlar için düşük, küçük yatırımlar için ise

²⁵ Ceylan ve Korkmaz, a.g.e., s.31.

²⁶ Ertaş ve Diğ., a.g.e., s.12.

²⁷ Tevfik, a.g.e., s.7.

yüksek uygulanır. Örneğin, ABD yatırım fonları piyasasında satış komisyonları %1 - 8.5 arasında değişmektedir. ABD’de yapılmış olan ampirik bir çalışmada, satış komisyonlarının fon getirilerine olan etkileri incelenmiş ve sonuç olarak satış komisyonu alan yatırım fonları ile satış komisyonu almayan yatırım fonları arasında getiri açısından belirgin bir fark olmadığı tespit edilmiştir²⁸.

9.3.2. Kapalı Uçlu MKYF’ler

Kapalı uçlu yatırım fonlarında fon sermayesi sabittir. Yatırımcılar katılma belgelerini fona geri satamazlar. Ancak, katılma belgelerini ellerinden çıkarmak isteyen yatırımcılar, bu belgeleri sadece ikincil piyasada satabilirler. Fon, payların hepsini sattıktan sonra yeni pay ihraç edemez. Bu nedenle fona katılmak isteyen yatırımcılar, katılma belgelerini fondan değil de ikincil piyasadaki elde ederler. Bu yüzden ikinci el piyasası oldukça gelişmiş durumdadır²⁹.

Kapalı uçlu fonlara yatırım yapanlar, katılma belgelerini alırken ve satarlarken belirli bir komisyon ödemek durumundadırlar. Dolayısıyla, kapalı uçlu fonların alım satımı normal bir hisse senedi alım satım işlemiyle aynıdır.

Yatırım fonları çeşitli araçlara plasman yaparak, değişik risk ve getiri yapıları elde edilecek şekilde kurulurlar. Bu sayede yatırımcıların değişen ve çeşitli tercihlerine göre fonlar oluşturulur. Açık uçlu yatırım fonları ise her an katılma belgelerini geri aldıkları ve kapalı uçlu yatırım fonlarının katılma belgeleri borsada ve tezgah üstünde yaygın olarak işlem gördüğü için MKYF belgeleri çok likittir³⁰. Katılma belgelerinin likiditesi genelde kurucu banka tarafından sağlanmaktadır. Banka geri dönen katılma belgelerini kendi adına satın almakta, talep olması durumunda ise kendi portföyünden satmaktadır³¹.

ABD’de yapılmış bir araştırma, açık uçlu yatırım fonlarına yapılan yatırım tutarının, kapalı uçlu yatırım fonlarına yapılan yatırımdan yaklaşık 12 kat daha fazla olduğunu göstermektedir. Bunun en önemli nedeni ise, çok sayıda kapalı uçlu fonun

²⁸ Ceylan ve Korkmaz, a.g.e., s.31.

²⁹ Çelik, a.g.e., s.77.

³⁰ Ünal, a.g.e., s.50.

³¹ Ünal, a.g.e., s.81.

uluslar arası yatırımlara yönelmesi ve özellikle de Türkiye'nin içinde bulunduğu gelişmekte olan sermaye piyasalarından portföy oluşturarak bu piyasaların gelişmiş piyasalarla olan düşük korelasyonlarından yararlanarak portföy riskini düşürebilmeleridir³².

Kapalı uçlu yatırım fonlarının katılma belgeleri sadece bir aracı kurum aracılığıyla alınabilir ve belli başlı borsalarda işlem görebilir. Açık uçlu yatırım fonlarında ise her zaman bir aracıya gerek duyulmaz.

Açık uçlu yatırım fonları, fast-food lokantalar gibi talep olduğunda daima taze şekilde yemek hazırlamak durumundayken, kapalı uçlu yatırım fonları da tıpkı standart bir şişenin içindeki içki gibi sabittir, az veya fazla olamaz³³.

10. Türkiye'de Mevcut Fon Türleri

Yatırım fonları A Tipi ve B Tipi olmak üzere iki tipte kurulabilir. A Tipi yatırım fonlarının portföylerinin en az aylık ortalama bazda, % 25'i Türk şirketlerinin hisse senetlerinden oluşur. B Tiplerinin portföylerinde böyle bir sınırlama yoktur. Fonların A veya B Tipi olması konusunda önemli olan nokta *A Tipi fonlara vergi avantajı* tanınmasıdır.

A ve B tipi olarak vergisel anlamda yapılan tip sınıflamasına ilave olarak bir de tür kavramı geliştirilmiştir. Bu uygulamanın amacı ise farklı portföy yapılarına sahip fonlar oluşturulmak yolu ile farklı yatırımcı tercihlerine hitap edebilmektir.

Portföye alınacak menkul kıymetler göz önünde bulundurularak, **11 ayrı yatırım fonu türü** tanımlanmıştır. Bunlar; Tahvil ve Bono Fonu, Hisse Senedi Fonu, Sektör Fonu, İştirak Fonu, Grup Fonu, Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu, Değişken Fon, Karma Fon, Likit Fon ve Endeks Fon'dur.

Bu çerçevede fonun tipi vergileme açısından yatırımcıya bilgi verirken, türü ise portföyün ağırlıklı olarak hangi varlıklardan oluştuğunu göstermektedir.

³² Ceylan ve Korkmaz, a.g.e., s.32.

³³ Tevfik, a.g.e., s.8.

Fonlar aşağıda belirtilen turlerde kurulabilir:

Fon portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak,

1. Kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlar "**Tahvil ve Bono Fonu**",
2. Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar "**Hisse Senedi Fonu**",
3. Belirli bir sektörü (örneğin, çimento, tekstil gibi) oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlar "**Sektör Fonu**",
4. Kurucunun iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırım yapan fonlar "**İştirak Fonu**",
5. Belirli bir topluluğun (Koç Topluluğu, Sabancı Topluluğu gibi) menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlar "**Grup Fonu**",
6. Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlar, "**Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu**",
7. Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan fonlar "**Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu**",

Portföyünün tamamı;

8. Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymet madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değerı fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlar "**Karma Fon**",
9. Vadesine 90 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlar "**Likit Fon**",

10. Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar "**Değişken Fon**",

Portföyünün en az %80'i devamlı olarak;

11. Baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı (ilişki/paralellik) en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısmından oluşan fonlar "**Endeks Fon**", olarak adlandırılır.

Portföye alınacak menkul kıymetler göz önünde bulundurulduğunda, fon türleri aşağıdaki tabloda gösterildiği gibidir.

Tablo 1.1. Türkiye’de Mevcut Yatırım Fonu Türleri ve Portföy Sınırlamaları

	Hisse Senedi	Tahvil	Repo	Yabancı Men. Kıy.	Değerli Maden
Tahvil-Bono Fonu		%51>=			
Hisse Senedi Fonu	%51>=				
Sektör Fonu	%51>=				
İştirak Fonu	%51>=				
Grup Fonu	%51>=				
Yabancı Men. Kıym. Y. F.					%51>=
Altın ve Diğer Kıymetli Madenler F.				%51>=	
Karma Fon	%20>=	%20>=	%20>=	%20>=	%20>=
Likit Fon			%100		
Değişken Fon (A Tipi)	%25>=				
Değişken Fon (B Tipi) *					
Endeks Fon	%80>=				

(*) Sınırlama yok

Yukarıda sayılanlar dışında, içtüzüklerde belirtilmek suretiyle, oluşturulacak portföy yönetim stratejilerine uygun fon türleri, Kurul’ca uygun görülmesi koşuluyla belirlenebilir.

Fonların bu şekilde çeşitlendirilmesi, yatırımcılara daha özenli portföy oluşturma imkanının yanısıra değişik sektörler itibariyle piyasaların derinleşmesini sağlamaktadır.

Fon kuruluşları, periyodik raporlar kapsamında günlük, aylık ve yıllık olarak raporlar da düzenlerler.

11. Yatırım Fonları Endüstrisinin Genel Özellikleri

Ülkemizdeki mevcut yatırım fonlarının sayısı, türü ve portföy büyüklüğü aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

Tablo 1.2. Katılma Belgeleri Halka Arz Edilen Fonlar

TARİH	FON SAYISI	PORTFÖY DEĞERİ	
		(TRİLYON TL)	(MİLYON \$)
31.05.1999	207	544.1	1.338
30.06.1999	207	571.1	1.355
31.07.1999	209	664.4	1.560
31.08.1999	210	650.7	1.461
30.09.1999	212	770.9	1.674
31.10.1999	213	867.7	1.809
30.11.1999	215	922.5	1.787
31.12.1999	215	1.219,4	2.247
31.01.2000	216	2.498	4.456
29.02.2000	219	2.243	3.902
31.03.2000	224	2.307	3.971
30.04.2000	226	2.631	4.297
30.05.2000	231	2.284	3.698

Kaynak:<http://www.spk.gov.tr>

Türkiye’de katılma belgeleri halka arz edilen 231 adet yatırım fonunun, 30 Mayıs 2000 tarihi itibarıyla portföy değeri, yaklaşık 3.7 milyar \$’dır. Borsada 1999 yılı sonunda başlayan yükseliş özellikle A tipi yatırım fonlarına olan talep artış göstermiştir. Bu fonların sermayelerinin yetersiz kalması nedeniyle piyasada fon bulmak güçleşmiştir. 2000 yılı başlarında fonların sermaye artırımlarının yapılması ve yeni fonların kurulmasıyla yatırımcılar yatırım fonlarına daha kolay ulaşmaya başlamışlardır.

Tablo 1.3. Fon Tipine Göre Yatırım Fonları ve Büyüklükleri

TARİH	FON SAYISI			PORTFÖY DEĞERİ					
				(TRİLYON TL)			(MİLYON \$)		
	A	B	TOPLAM	A	B	TOPLAM	A	B	TOPLAM
31.05.1999	104	103	207	83.9	460.2	544.1	206	1.132	1.338
30.06.1999	104	103	207	78.6	492.4	571.1	187	1.168	1.355
31.07.1999	106	103	209	88.9	575.5	664.4	209	1.351	1.560
31.08.1999	107	103	210	81.7	569.0	650.7	183	1.278	1.461
30.09.1999	109	103	212	88.9	682.0	770.9	193	1.481	1.674
31.10.1999	109	104	213	96.1	771.6	867.7	200	1.609	1.809
30.11.1999	111	104	215	125.6	796.9	922.5	243	1.544	1.787
31.12.1999	111	104	215	283.4	936.0	1.219,4	522	1.725	2.247
31.01.2000	114	102	216	794	1.704	2.498	1.416	3.040	4.456
29.02.2000	114	105	219	749	1.494	2.243	1.303	2.599	3.902
31.03.2000	117	107	224	739	1.568	2.307	1.272	2.699	3.971
30.04.2000	120	107	227	951	1.680	2.631	1.553	2.744	4.297
30.05.2000	<u>123</u>	108	231	838	1.446	<u>2.284</u>	1.354	2.341	<u>3.698</u>

Kaynak:<http://www.spk.gov.tr>

Yine Tablo 1.3'den görüleceği üzere, 30 Mayıs 2000 tarihi itibariyle mevcut 231 adet fonun 123 tanesi A tipi yatırım fonudur ve bu fonların portföy değerlerinin toplamı 1.350 milyon \$ civarındadır. Bu da yaklaşık olarak yatırım fonlarının portföy değeri toplamının % 37'sine karşılık gelmektedir.

Tablo 1.4. Türüne Göre A Tipi Yatırım Fonları

TÜRÜ	31.05.1999		30.04.2000		31.05.2000	
	SAYI	PORTFÖY DEĞERİ (MİLYAR TL)	SAYI	PORTFÖY DEĞERİ (MİLYAR TL)	SAYI	PORTFÖY DEĞERİ (MİLYAR TL)
DEĞİŞKEN	51	47.298	56	598.041	58	517.627
KARMA	24	12.704	26	122.994	26	105.217
İŞTİRAK	2	1.231	2	24.436	2	32.518
SEKTÖR	7	1.544	7	21.048	7	20.325
HİSSE SEN.	10	3.714	15	98.237	15	82.926
ÖZEL	10	17.405	11	57.499	12	54.592
ENDEKS			3	28.482	3	24.782

Kaynak:<http://www.spk.gov.tr>

Tablodan da görüleceği üzere özellikle değişken tip yatırım fonları hem sayı hem de portföy değerleri açısından ilk sırada yer almaktadır.

Tablo 1.5. Yatırım Fonlarının Genel Portföy Dağılımları

VARLIK TÜRLERİ	31.05.1999	30.04.2000	31.05.2000
◆ HİSSE SENETLERİ	% 6	% 21	% 18
◆ TERS REPO	% 64	% 48	% 52
◆ HAZ. BONOSU, DEV. TAHV.	% 30	% 29	% 29
◆ DİĞER	% 0	% 2	% 1
◆ TOPLAM	% 100	% 100	% 100

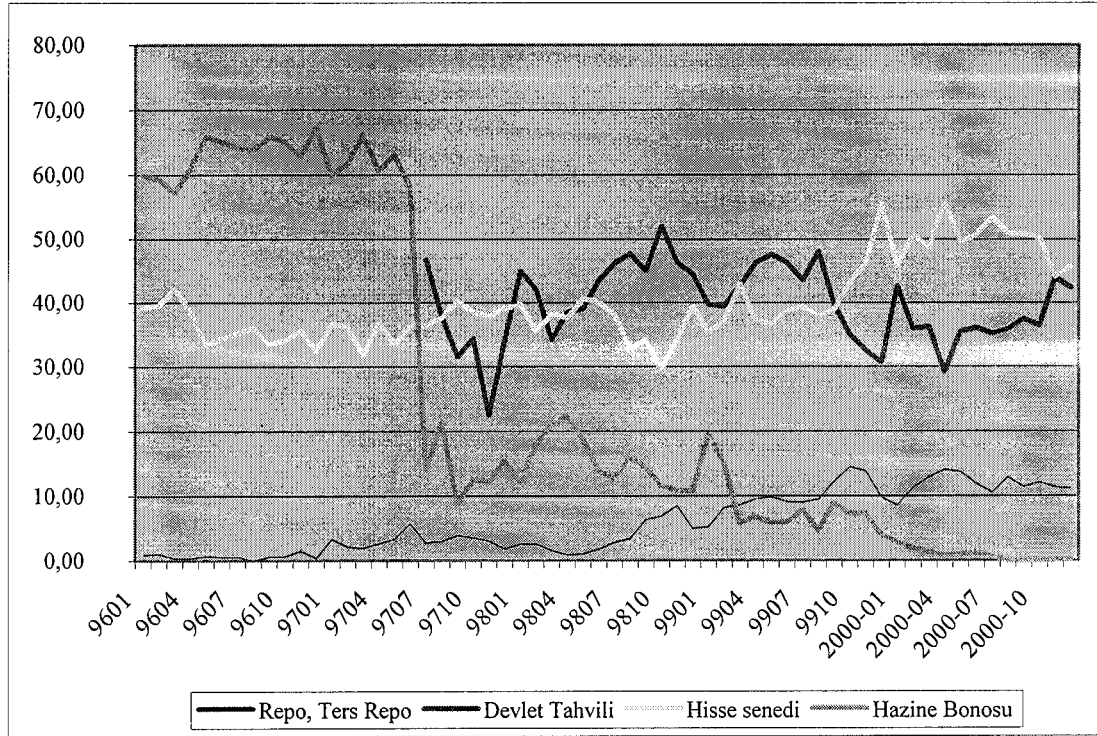
Kaynak:<http://www.spk.gov.tr>

Türk sermaye piyasası şirketler kesiminden çok devlete fon yaratma işlevini yerine getiren bir piyasa görünümünde olması, yatırım fonlarının portföy yapılarını da etkilemiş ve fon portföylerinin %80 – 85’lik bir kısmı kamu kesimi borçlanma senetlerine ayrılmıştır.

Tablo 1.6. A Tipi Fonların Portföy Dağılımları (%)

YIL	DEVLET TAHVİLİ	HAZİNE BONOSU	TERS REPO	REPO	HİSSE SENEDİ	DİĞER	Toplam Fon Portföy Değeri milyon TL
1994	1,30	64,43			33,68	0,59	3.105.496,2
1995	0,48	63,21			36,20	0,11	4.485.982,0
1996	0,33	67,30			32,36	0,01	17.956.494,2
1997	1,76	15,44	34,06	9,48	39,08	0,19	69.434.736,2
1998	4,95	10,69	44,54		39,56	0,25	71.878.677,0
1999	9,75	3,99	30,61	0,22	55,40	0,02	283.442.776,2
2000	11,09	0,23	42,40	0,30	45,73	0,25	520.293.608,0

Kaynak: <http://www.spk.gov.tr>



Şekil 1.1. A Tipi Fonların Portföy Dağılımları

1988 sonrası başlayan mali liberasyon, bütçe açıkları azaltılmadan uygulamaya konulunca, piyasadaki toplam kamu kesimi borçlanma senetlerinin miktarı hızlı bir artış göstermeye devam etmektedir. Ayrıca 2000'in sonuna kadar kronikleşen enflasyonun indirilmesi için yeniden iç borçlanmaya başvurulunca da iç borç faiz oranları yükselmiş ve bu da kamu senetlerine olan talebi ciddi bir biçimde artırmıştır. Doğal olarak hem

bireysel hem de kurumsal yatırımcılar, portföylerinde kamu senetlerinin ağırlığını artırmak zorunda kalmışlardır.

Yatırım fonlarına ait en son sağlıklı verilere göre A ve B Tipi fonların 31.12.1998-30.04.2000 tarihleri arasındaki büyüklük gelişmelerinin incelendiği başka bir çalışma da ise 31.12.1998 itibariyle 236 milyon dolar olan A Tipi fonların net aktif değeri 29.12.1999 tarihinde 523 milyon dolara çıkmıştır.

Tablo 1.7. Yatırım Fonlarının Net Aktif Değeri (Milyon \$)

	31.12.1998	29.12.1999	31.01.2000	29.02.2000	31.03.2000	30.04.2000
Karma	26	66	158	145	148	200
İştirak	2	9	63	56	49	61
Sektör	1	16	20	18	30	35
Endeks	-	24	28	26	25	46
Değişken	160	301	961	845	808	975
Hisse	7	39	155	140	133	189
Özel	40	68	87	81	83	94
Toplam A Tipi	236	523	1.472	1.311	1.276	1.600
B Tipi Fonlar	848	1.708	3.039	2.575	2.635	2.630
Toplam	1.084	2.231	4.511	3.886	3.911	4.230

Kaynak: Global Bülten, Ağustos, 2000

Tablo 1.6.'daki yatırım fonlarının net aktif değerlerindeki trend incelendiğinde hem A Tipi fonların hem de B Tipi fonların yönetimindeki net aktif değerlerin Aralık 1999 ve Ocak 2000 sonu itibariyle hızlı bir şekilde arttığı görülmektedir. Bu hızlı çıkışın arkasındaki en önemli sebep, Kasım ayında da finansal piyasalardaki olumlu havanın gerek AGİT Zirvesi gerekse Avrupa Birliği ile ilgili olumlu gelişmelere paralel devam etmesinin ardından, özellikle Aralık 1999 başında Merkez Bankası Başkanı'nın 2000 yılına yönelik kur ve para politikaları ile ilgili açıklamalarının da etkisiyle mevduattan yatırım fonlarına bir kayışın söz konusu olmasıdır.

A tipi yatırım fonlarının Türkiye'deki geçmişi çok eskiye dayanmamaktadır. Yatırım fonları, nispeten yeni tasarruf araçları olarak sayılabilir. 2000 sonu itibariyle 142 olan A tipi fon sayısı, Ocak 99'da 111 ve Ocak 1998 de ise 102 adettir. Fakat bunlardan sadece 43'ünün dört yıl önce, 1 Ocak 1997'de mevcut olduğunu görmekteyiz.

Yatırım fonlarının yönettikleri net aktif değerdeki artış, yatırım fonlarını seçen yatırımcı sayısındaki artışla da desteklenmiştir. SPK verilerine göre 30 Kasım 1999 tarihinde A Tipi fonlara yatırım yapmış kişi sayısı 28.090 iken, bu rakam % 373 artarak 31 Ocak 2000 tarihinde 132.759 kişiye yükselmiştir³⁴.

Balaban ve Katalan (2000) tarafından, yatırım fonlarının çıkış tarihlerine göre ortalama aylık reel getirileri kullanılarak fon performanslarının ölçüldüğü çalışmada, A tipi fonlar kendi aralarında, Karma, Hisse, Değişken Fon, B tipi fonlar ise, Değişken, Likit, Tahvil-Bono, Yabancı Menkul Değerler Fonu olmak üzere gruplandırılmış, gösterdikleri performansa göre sıralandırılmıştır³⁵. Bu amaçla A ve B tipi yatırım fonlarının çıkış tarihleri dikkate alınarak ortalama aylık reel getirileri hesaplanmıştır. Reel getirilerin hesaplanmasında ise TEFE kullanılmıştır. Aylık ortalama getiriler, basit ortalama yöntemine göre dir.

Fon performansını değerlendirme yöntemlerinden sadece birisi olan “elde tutma dönemi süresince ortalama aylık reel getiri” kriterine göre yapılan yatırım fonlarının performansı ölçümü sonucu, daha yüksek risk / volatilité düzeyine sahip olan A tipi fonlar ortalama olarak %1.48 düzeyinde getiri sağlarken, B tipi fonların aynı dönemde ortalama getirileri %1.34 olarak bulunmuştur.

12. Bir Yatırım Fonuna Ait Temel Bilgi Kaynakları

Yatırım fonuna yatırım yapmadan önce fon hakkında bilgi alınabilecek kaynaklar vardır. Yatırım fonlarının katılma belgelerinin halka arzı sırasında ve sonrasında yatırımcılar ihtiyaç duydukları bilgileri aşağıdaki belgelerden elde edebilirler.

³⁴ Altuğ Arsoy, “Yatırım Fonlarında İlk Altı Ay,” **Global Bülten**. (Ağustos 2000), s.14.

³⁵ <http://www.fonmarket.com/archive/28.doc> Ercan Katalan ve Melda Katalan, “Yatırım Fonlarının Performansı: Çıkış Tarihine Göre Reel Getiriler”, **Araştırma Yayınları**. 2000, s.2.

12.1. İzahname

İzahname, katılma belgelerinin halka arzı sırasında hazırlanan fonun satış dokümanıdır. İzahnamelerde fona ait temel bilgiler (fonun kurucusu, kurucu ve fonun adresi, fon katılma belgelerinin alınıp satılacağı yerler, fon yöneticilerinin kimler olduğu, sermaye piyasası alanındaki tecrübeleri, fonun yatırım stratejisi, yatırım sınırlamaları, yaptığı harcamalar, portföy yapısı, ilgili vergi düzenlemeleri v.b.) bulunur. İzahnameler halka arz öncesinde Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilir, ayrıca katılma belgelerinin alım satımının yapıldığı yerlerde tasarruf sahiplerinin incelemesi için hazır bulundurulur (Mad. 30).

12.2. Sirküler

Sirküler de izahname gibi katılma belgelerinin halka arzı sırasında hazırlanır ve fona ait temel bilgileri (fonun kurucusu, kurucu ve fonun adresi, fon katılma belgelerinin alınıp satılacağı yerler, fon yöneticilerinin kimler olduğu, sermaye piyasası alanındaki tecrübeleri, fonun yatırım stratejisi, yatırım sınırlamaları, yaptığı harcamalar, portföy yapısı, ilgili vergi düzenlemeleri v.b.) içerir. Sirkülerler, halka arz öncesinde Türkiye çapında yayın yapan en az iki gazetenin Türkiye baskısında ilan edilir (Mad. 31).

12.3. Fon Mali Tabloları

Yatırım fonlarının bir önceki yılla karşılaştırmalı olarak düzenlenmiş bilanço ve gelir tablosu, fon portföy değeri tablosu ve fon toplam değeri tablosu ile bu tablolara ilişkin bağımsız denetçi raporları Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilir ve katılma belgelerinin alınıp satıldığı yerlerde müşterilere açıklanır. Fonların 6 aylık (Ocak-Haziran dönemi) bilanço ve gelir tablosu, fon portföy değeri tablosu ve fon toplam değeri tablosu ile bu tablolara ilişkin bağımsız denetçi raporunun özeti ise katılma belgelerinin alınıp satıldığı yerlerde müşterilere açıklanır.

12.4. Aylık Raporlar

Aylık raporlar her ayı takip eden 15 gün içinde, ay içerisindeki menkul kıymet ve katılma belgesi hareketleri ile fonun geçmiş performansına ilişkin bilgileri içerecek

şekilde hazırlanır. Söz konusu rapor fon kurucusunun merkezinde ve katılma belgesinin satışı yapılan yerlerde yatırımcının incelemesi için hazır bulundurulur.

12.5. Günlük Gazete ve Periyodik Dergiler

Pek çok günlük gazetede düzenli olarak yatırım fonu katılma belgelerinin fiyatları ilan edilir. Periyodik ekonomi dergilerinde ise yatırım fonlarının dönemsel getirilerini karşılaştırmalı olarak bulmak mümkündür. Ayrıca, gazete ve dergilerde, fonlarla ilgili haberlere (kurulan/katılma belgeleri halka arz edilen fonlar, fon portföy yöneticileri ile ilgili bilgiler v.b.) de yer verilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulunun aylık bülteninde ise bütün yatırım fonlarının son ay itibarıyla portföy yapısı ve aylar itibarıyla portföy dağılımı hakkında ayrıntılı bilgiler yer almaktadır.

13. Yatırım Fonlarının Yatırım Yapabileceği Araçlar

Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemeleri çerçevesinde yatırım fonlarının yatırım yapabileceği araçlar şunlardır:

- Türkiye'de kurulmuş şirketlerin hisse senetleri, özel ve kamu borçlanma senetleri (tahvil, bono gibi),
- Yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ve hisse senetleri,
- Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,
- Sermaye Piyasası Kurulu'nca uygun görülebilecek diğer sermaye piyasası araçları.

Fon portföyleri, içtüzüklerinde hüküm bulunmak ve Tebliğ ile belirlenen sınırlar saklı kalmak kaydıyla, yukarıda sayılan araçlardan her biri esas alınarak oluşturulabileceği gibi varlık türleri itibarıyla karma da olabilecektir.

Yatırım fonunun kazancı portföyünde bulundurduğu varlıkların getirisine bağlı olduğundan yatırımcıların fonun türü ve tipi, bir başka deyişle portföy bileşimi

hakkında bilgi sahibi olduktan sonra yatırım yapacakları fonu seçmeleri uygun olacaktır.

14. Yatırım Fonu Kurma Yetkisi Olanlar

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş esaslara uyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve Kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları Kurul'dan izin almak koşuluyla fon kurup yönetebilirler. Buna göre bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, SSK, Emekli Sandığı, Bağkur, OYAK ve özel emeklilik kuruluşları fon kurup yönetebilmektedirler.

Kurucu, tüzel kişiliği olmayan fonun, riskin dağıtılması ve inancılı mülkiyet esaslarına göre belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetim, temsil ve saklanmasından sorumludur. Portföyün kurucu tarafından yönetilmiyor olması bu sorumluluğu kaldırmaz.

Kurucu mevzuat ve fon içtüzüğünde belirtilen sınırlar içinde kalmak üzere fon portföyünü dilediği gibi oluşturabilmekte ve daha sonra değiştirebilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'na, resmi dairelere, katılma belgesi sahiplerine ve fon adına üçüncü şahıslara karşı fonu, kurucu temsil eder.

15. Fon Portföyünün Yönetimi

Fon, kurucunun belirleyeceği bir yönetici -SPK'dan portföy yöneticiliği yetki belgesi alan aracı kurumlar ile portföy yönetimi şirketleri yönetici olabilir- ile yapılan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yönetici tarafından yönetilir. Fon portföyünün yönetilmesi amacıyla portföy yönetim hizmeti ücreti alınır. Portföy yönetim sözleşmesinde yönetici kuruluşun ve fon kurucusunun ünvanı, sözleşme süresi, yöneticinin alacağı ücretin tutarı ve ödeme koşulları, portföy yönetim ilkeleri gibi hususlar yer alır.

Portföy geniş anlamıyla bir kişinin ya da kuruluşun sahip olduğu varlıkların tümünü ifade eder. Dar anlamıyla portföy ise sermaye piyasası araçları ve kıymetli madenlerden oluşan varlık grubudur. Yatırım fonları halktan topladıkları paralar karşılığı, hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçlarından ve kıymetli

madenlerden oluşan portföyleri yönetirler. Her bir yatırımcı fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma belgesini alarak fona ortak olurlar.

Bir portföyün yönetilmesi, mevzuatın ve içtüzüğün izin verdiği sınırlar dahilinde, portföye varlık (hisse senedi, tahvil, bono v.b.) alınıp satılması ve bu varlıkların getirilerinin (faiz, kar payı gibi) tahsil edilmesi faaliyetleridir. Varlıkların alınıp satılması kararlarına dayanak teşkil eden her türlü araştırma ve analiz gibi faaliyetler de portföy yönetiminin kapsamına girer.

Amaca uygun fon tipi belirlendikten sonra bu kategoride fonların performansını karşılaştırmakta fayda vardır.

15.1. Fon Portföy Yönetimine İlişkin İlkeler

Yatırım fonlarının yönetiminde aşağıdaki ilkelere uyulması zorunludur (Mad. 41).

Yönetici, yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetmek zorundadır. Yönetimindeki yatırım fonları veya diğer müşterileri arasında müşterilerden biri veya yatırım fonlarından biri lehine diğerleri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde bulunamaz.

Yönetici fon portföyü ile ilgili alım satım kararlarında objektif bilgi ve belgelere dayanmak ve sözleşme ile belirlenen yatırım ilkelerine uymak zorundadır. Bu bilgi ve belgelerin, alım satım kararlarına mesnet teşkil eden araştırma ve raporların en az 5 yıl süreyle yönetici nezdinde saklanması zorunludur.

Fon portföyüne hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık satın alınmaz ve portföyden bu değer altında varlık satılamaz. Rayiç bedel borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, borsada işlem görmeyen varlıklar için ise işlem gününde fon lehine alımda en düşük satışta en yüksek fiyattır.

Borsada işlem gören varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. Fon adına katılma belgelerinin alım satımı nedeniyle, İMKB Tahvil ve Bono piyasasından aynı gün valörü ile aynı gün valörlü işlem saatleri dışında

fon portföyüne alım veya fon portföyünden satım zorunluluğu bulunuyorsa, İMKB tarafından belirlenen işlem kurallarına uyulması şarttır.

Yönetici, fon portföyüne hisse senedi alım satım işlemlerinde, işlemi gerçekleştiren aracı kuruluşun, fonu temsil eden müşteri numarasıyla İMKB’da işlem yapmasını temin etmek zorundadır.

☑ Yönetici fon adına yaptığı alım satım işlemlerinden dolayı herhangi bir ihraç yapan veya aracı kuruluştan kendi lehine bir menfaat sağlıyorsa, bu durumu kurucuya açıklamak zorundadır.

☑ Yönetici, herhangi bir şekilde kendisine ve üçüncü kişilere çıkar sağlamak amacıyla fon portföyünde bulunan varlıkların alım satımını yapamaz. Fon adına vereceği emirlerde gerekli özen ve basireti göstermek zorundadır. Fon adına yapılacak alım satımlarda sözleşme ile belirlenecek genel fon stratejilerine ve kurucunun genel kararlarına uyulur.

☑ Fon portföyünün önceden saptanmış belirli bir getiri sağlayacağına dair yazılı veya sözlü bir garanti verilemez.

☑ Kurucu, fon kurulu üyeleri, yönetici ve fonların yönetimi ile ilgili olarak meslekleri nedeniyle veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek olanlar, bu bilgileri kendileri veya üçüncü bir tarafın menfaati doğrultusunda kullanamazlar.

15.2. Fon Portföyüne İlişkin Sınırlamalar

Yatırım fonlarının yönetiminde fon portföyüne ilişkin sınırlamalar Tebliğin 42. maddesinde düzenlenmiştir.

a) Yatırım fonlarının portföy değerlerinin %10’undan fazlası, bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmaz.

b) Yatırım fonu, tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9’undan fazlasına, bir yöneticinin yönetimindeki bir kurucuya

ait yatırım fonları ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamazlar.

- c) Fon portföyüne borsaya kote edilmiş varlıkların alınması esastır. Ancak, kurucunun ve yöneticinin borsa dışında halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlerin, borsaya kote edilmesi şartıyla, ihraç miktarının azami %10'u ve fon portföyünün azami %5'i oranında yatırım yapılabilir.

Merkez Bankası tarafından düzenlenen ihalelerden ve Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan halka arzlardan ihale veya ihraç fiyatlarıyla fon portföyüne menkul kıymet alınabilir. Bu duruma konu menkul kıymetlerin İMKB'ye kote ettirilmeleriyle birlikte alış fiyatları tescil ettirilir. Bu menkul kıymetler (a) bendinde yer alan sınırlama kapsamında değerlendirilmez.

- d) Fon portföyüne kurucunun ve yöneticinin hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetleri satın alınamaz.
- e) Kurucunun ve yöneticinin; i) sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan kamu kuruluşları dışında kalan hissedarlarının, ii) ,Yönetim Kurulu Başkan ve üyelerinin, iii) Genel Müdür ve Genel Müdür Yardımcıları'nın, ayrı ayrı ya da birlikte sermayesinin %20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıkların menkul kıymetlerinin toplamı, fon portföyünün %20'sini aşamaz. Ancak iştirak fonları hakkında bu hüküm uygulanmaz.
- f) (Seri:VII, No:13 sayılı Tebliğ ile değişik) Kurucunun ve yöneticinin doğrudan ve dolaylı iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerin toplamı, fon portföyünün %20'sini aşamaz. Özel fonlarda, içtüzüğünde katılma belgesi yatırımcısı olarak tanımlanmış şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetlerin toplam değeri fon portföy değerinin azami % 25'i, bunlardan tek bir şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin toplam değeri ise fon portföyünün azami %5'i olabilir.
- g) Kurucunun, yöneticinin ve bunların doğrudan ve dolaylı iştiraklerinin fonlarının katılma belgeleri ile ortağı oldukları yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç olmak ve içtüzüklerinde belirtmek koşuluyla, farklı

türlerdeki diğer fonların katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının hisse senetleri fon portföyünün %10'una kadar portföye alınabilir. Portföye alınan katılma belgelerinin toplam tutarı, bu belgeleri çıkaran fonun toplam pay sayısının %20'sini aşamaz.

- h) Portföydeki varlıkların değerinin fiyat hareketleri ve rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle, fon içtüzüklerinde ve bu Tebliğ'de belirtilen asgari sınırların altına inmesi veya azami sınırların üzerine çıkması halinde oranın en geç 30 gün içinde içtüzükte ve Tebliğ'de belirtilen sınırlara getirilmesi zorunludur. Belirtilen süre içinde elden çıkartmanın imkansız olması veya büyük zarar doğuracağıının belirlenmesi halinde süre Kurul tarafından uzatılabilir. Bu süre sonunda Kurul'a başvurmayan veya süre verilmesi Kurul'ca uygun görülmeyen fonların türleri Kurul tarafından resen değiştirilir ve ilan ettirilmesi sağlanır.
- i) Fon, açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaz.
- j) (Seri:VII, No: 11 sayılı Tebliğ ile değişik (j) bendi) Yatırım fonları, Kurul'un Seri::V, No:18 sayılı "Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ"inin 26'ncı maddesinde belirtilen esaslar çerçevesinde yapılacak bir sözleşme ile herhangi bir anda portföylerindeki menkul kıymetlerin piyasa değerlerinin en fazla %25'i tutarındaki menkul kıymetlerini ödünç verebilir veya aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilirler. Ödünç verme ve alma işlemi en fazla 90 işgünü süreyle yapılır. Fon portföyünden ödünç verme işlemi, ödünç verilen menkul kıymetlerin en az %100'ü karşılığında nakit veya devlet iç borçlanma senetlerinden oluşabilecek teminatın fon adına saklayıcıda bloke edilmesi şartıyla yapılabilir. Teminat tutarının ödünç verilen menkul kıymetlerin piyasa değerinin %80'inin altına düşmesi halinde fon yönetimi teminatın tamamlanmasına ister. Yatırım fonunun taraf olduğu ödünç verme ve alma sözleşmelerine, fon lehine tek taraflı olarak sözleşmenin fesh edilebileceğine ilişkin bir hükmün konulması mecburidir.

- k) (Seri:VII, No:13 sayılı Tebliğ ile değişik) Endeks fonlarda, baz alınan endeksin kapsamının değiştirilmesi, portföyde bulunan menkul kıymetlerle ilgili olarak temettü ödemesi, faiz ödemesi ve bedelli hisse senedi ihracı, tutar artırımı ve nakit girişleri nedeniyle portföyün büyümesi, katılma belgesi geri dönüşleri ve diğer nedenlerle oluşacak nakit ihtiyaçlarının karşılanması ve endeksi izlemeyi etkileyecek diğer hususların ortaya çıkması nedenleriyle portföyde değişiklik yapılması zorunlu olduğunda, söz konusu değişiklikler, içtüzükte belirlenen esaslar çerçevesinde portföye yansıtılır.
- l) (Seri:VII, No:13 sayılı Tebliğ ile ek) Özel fonlar için bu maddenin (d) ve (e) bentleri, iştirak fonları için ise (e) ve (f) bentleri uygulanmaz. Endeks fonlar hakkında, bu maddenin (a), (d), (e) ve (f) bentleri ile (b) bendinde yer alan %9' luk sınırlama, söz konusu menkul kıymetlerin baz alınan endekse dahil olması halinde uygulanmaz. Bu maddenin (b) bendinde yer alan %20 lik sınırlamanın hesaplanmasında ise, endeks fonların portföylerinde yer alan hisse senetleri baz alınan endekse dahil olması kaydıyla, dikkate alınmaz.
- m) (Seri:VII, No:13 sayılı Tebliğ ile ek) Fonlar, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimlerine katılma amacı güdemezler ve yönetimde temsil edilemezler.

15.3. Yatırım Fonların Yapabilecekleri Diğer İşlemler

Fonlar aşağıdaki açıklanan diğer işlemleri de yapabilirler (Mad. 43).

- a) Fon portföyünün riskten korunması amacıyla portföye, döviz, altın ve sermaye piyasası araçları üzerinden düzenlenmiş future, opsiyon ve forward kontratları dahil edilebilir. Bu işlemler için prim olarak ödenen ücret toplamı fon portföy değerinin %5'inden fazla olamaz. (Seri:VII, No:11 sayılı Tebliğ ile değişik (b) bendi)
- b) Sadece A tipi fonlar, katılma belgeleri geri dönüşlerinde oluşan nakit ihtiyacını karşılamak amacıyla, portföylerinde yer alan repo işlemine konu olabilecek menkul kıymetlerin rayiç bedelinin %10'una kadar İMKB repo ve ters repo piyasasından repo yapabilirler.

- c) Fon varlığının %10'unu geçmemek üzere fon hesabına kredi alınmasına Kurul'ca izin verilebilir. Bu takdirde kredinin alınması ve geri ödenmesi aşamalarında Kurul'a bilgi verilir.

16. Yatırım Fonları ve Katılma Belgesi Sahiplerinin Vergilendirilmesi

Yatırım fonlarının vergilendirilip vergilendirilmesi yatırımcılar açısından çok önemlidir. Vergi oranlarının yüksekliği, fonlara olan talebi olumsuz etkilemekte ve alternatif yatırım alanlarına bir yönelişi zorunlu kılmaktadır. Bu yüzden yatırım fonuna yatırım yapacak kişiler, fonlardan elde ettikleri gelirin ne kadarının vergi olarak vereceklerini bilmek isterler.

16.1. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi

- ☑ Yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları, yani portföye alınan varlıkların alış fiyatından daha yüksek fiyatlardan satılması nedeni ile oluşan kârlar ile bu varlıkların faiz, kâr payı gibi getirileri, kurumlar vergisinden muaftır.
- ☑ B Tipi yatırım fonları portföy işletmeciliği kazançları üzerinden % 10 gelir vergisi kesintisi yaparlar. Buna göre B Tipi yatırım fonlarında, bir önceki güne göre portföyde oluşan değer artışının % 10'u vergi olarak kesilir. A Tipi yatırım fonlarında ise böyle bir kesinti yoktur.

Yatırım fonlarının katılma belgelerini satın alan tam mükellef gerçek kişilerin vergilendirilmesi aşağıdaki gibidir.

16.2. Tam Mükellef Gerçek Kişilerin Vergilendirilmesi

Fon katılma belgesi kâr payları Gelir Vergisi Kanunu'nun 75/1 maddesine göre menkul sermaye iradı sayılmaktadır. Ancak, söz konusu kanuna, 14.08.1999 tarih ve 23786 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren 4444 sayılı Kanun ile eklenen Geçici Madde 55 uyarınca; *"01.01.1999 – 31.12.2002 tarihleri arasında elde edilen ve stopaj yoluyla vergilendirilmiş bulunan menkul kıymetler yatırım fonlarının katılma belgelerine ödenen kâr payları için yıllık beyanname verilmeyecek ve diğer*

gelirler nedeniyle beyanname verilmesi halinde de bu gelirler beyannameye dahil edilmeyecektir”.

16.3. Tam Mükellef Tüzel Kişilerin Vergilendirilmesi

A ve B Tipi yatırım fonu kâr payları KVK'nun 4369 sayılı Kanun'la değişik 25'inci maddesinde belirtilen %30 oranlı kurumlar vergisine tabidir.

Bir çok şirketin izahnamesi incelendikten sonra bir veya daha fazla profesyonel yatırım uzmanı şirketin hisse senetlerini veya tahvillerini almakta ve bir fonun içine koymaktadır. Yatırımcılar bu fonlardan hisse (katılma belgesi) alırlarsa hisselerinin değeri fonun içindeki hisse senetlerinin ve tahvillerin toplamının değerinin artmasına veya düşmesine bağlı olarak hareket eder. Böylece yatırımcı çeşitlendirmeden yararlanmış olur ve tek bir araca bağlanmanın riski ortadan kalkar.

Yatırım fonları bir çok yatırımcının ilgisini çekmektedir, çünkü:

- Her zaman küçük miktarlardaki parayla yatırım yapabilme imkanı vardır.
- Bazı yatırım fonları çok sayıda şirkete yatırım yaptığından yatırımı dağıtarak riski azaltmaktadır. Küçük miktardaki tasarruflar açısından yatırım fonları yatırımları çeşitlendirmenin en iyi yoludur.
- Profesyonel fon yöneticileri yatırımları seçmekte ve devamlı olarak onları gözlemlemektedir.
- Likit olma, yani nakite çevirme kolaylığı vardır.

Yatırım fonları için yapılan risk tahminlerinin açıklayıcı gücünün incelenmesi iki nedenle önemlidir.

- Yatırım kararı vermek durumunda olan bir yatırımcı için geçmiş beta değerleri önemlidir.
- Aynı zamanda Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (CAPM)'ni destekleyici veya ona karşı ilave deliller sağlamaktadır.

17. Genel Olarak Portföy Yönetim Ücreti

Yatırımcı, fon katılma belgesi alım veya satımında genellikle bir ücret öder. Ayrıca her yatırım fonunda alınan “yönetim ücreti” ile fonu yöneten profesyonellerin harcamaları karşılanır ve ücretleri ödenir. Eğer iki fon her yönden aynı ise sadece biri diğerine göre daha fazla ücret alıyorsa düşük maliyetli olanını seçerek daha fazla para kazanılabilir. Yatırım fonlarının kurucu ve yönetici açısından gelir oluşturan yönü yönetim ücretleridir. Söz konusu yönetim ücretleri yönetilen portföyün rayiç değerinin belirli bir oranı (bu oran genellikle *15/100.000* olup, hesaplanan ücret kurucu ve yönetici arasında eşit olarak paylaşılır) olarak hesaplanır. Bu nedenle de gerek kurucuların gerekse portföy yöneticilerinin yatırım fonunun portföy değerinin artmaması durumunda bile yönetim ücreti alabilmesi, kurucunun yöneticisini fonu daha iyi yönetmeye sevk etmek yerine daha çok pazarlama faaliyetleri (bu faaliyetler genellikle İnternet, ATM, İnteraktif Telefon vb. bilgi işlem yatırımlarıyla gerçekleştirilmektedir) ile çok sayıda yatırımcıya ulaşmasına ve bu şekilde de büyüyen portföy üzerinden alacağı toplam yönetim ücretini artırma yolunu seçmesine neden olmaktadır.

“Bu nedenle öncelikle mevcut ücretlendirme sistemi kaldırılmalı ve kurucunun ve yöneticinin aldığı portföy yönetim ücretinin belirli bir bölümü seçilen bir endekse dayandırılarak, söz konusu bölüm; fonun, endeksin üzerinde getiri sağlaması halinde alınmalıdır. Bu şekilde, portföy yönetim ücreti bir pazarlama faaliyeti için değil kavramın özü olan portföy yönetim faaliyeti için tahsil edilecektir” şeklinde ifade edilen görüş doğrultusunda yönetici ücretlerinin belirlenmesi, fon performans ölçümlerini daha anlamlı kılacaktır³⁶.

Türkiye’de yatırım fonları genelde aracı kurumlar tarafından yönetilmektedir. Bu durum ise aracı kurum açısından, fonun performansı ile aracı kurumun işlemlerden kazandığı komisyon gelirleri arasında çıkar çatışması yaratmaktadır. Bundan dolayı fonun getiri performansı açıklandığı gibi fonun tüm giderlerinin de açıklanması gerekmektedir. Fon vasat bir performans göstermiş olsa bile aracı kurum, alım-satım işlemlerinden çok iyi paralar kazanabilmektedir.

³⁶ Özütürk, a.g.m., s.24.

18. Yatırım Fonu Seçilirken Dikkat Edilmesi Gereken Hususlar

Yatırımcı bir fona yatırım yapmadan önce ekonomik, siyasi ve hukuki bir çok çevresel faktörün yanı sıra aşağıdaki şu faktörlere de dikkat etmeli, yatırım kararını bu faktörleri de dikkate alarak vermelidir. Bu faktörler şu şekilde sıralanabilir³⁷:

- Yatırımcının hedefleriyle yatırım fonu hedefinin ne derece uyduğu,
- Yatırım süresi boyunca fonun performansının ne olacağının tahmini: Aynı kategorideki fonlara göre seçilen fonun geçmiş performansı nasıldır? Piyasanın yükseliş ve düşüş zamanlarında fonun performansı nedir? gibi sorulara cevaplar aranmalıdır.
- Alternatif yatırım araçlarının sağladığı getiriler,
- Fonun elde tutulma süresi,
- Yatırımcının yaşı,
- Yatırım yapılacak tutar,
- Yatırım yapılacak fonun türü ve yatırım hedefleri,

Değişken fonların A tipi olmalarından kaynaklanan % 25 hisse senedi tutma zorunluluğu dışında hiç bir kısıtlaması yoktur. Dolayısı ile portföylerinde % 25 hisse senedi taşıyan veya % 100 hisse senedi taşıyan fonlar, teorik olarak aynı klasmanda yani değişken fon sınıflamasında yer alabilmektedir. Tanımlamasındaki bu geniş pencereden dolayı yatırımcıların almak istedikleri risk seviyeleri yada hedefledikleri getiri konusunda beklentilerinin gerçekleşmeme olasılığı sıkça görülmektedir. Bu nedenle yatırım yapılmakta olan fonun stratejisi ya da varsa alt kimlik bilgilerinin öğrenilmesi gerekmektedir. Bu nedenle hisse senedi sınırlaması dolayısı ile fazla risk almak istemeyen, ancak hisse senedi yatırımlarından ilave katma değer bekleyen yatırımcılar için ideal bir tercih oluşturmaktadır.

³⁷ Tevfik, a.g.e., s.30.

A tipi yatırım fonları dolaylı olarak borsaya para yatırmanın bir yoludur. Her fonun içinde en az % 25 hisse senedi vardır. Ancak bu bir alt sınırdır. Hisse senetlerinin portföydeki oranı % 100'e kadar çıkabilir. Borsa riski, her A tipi fonda birinden diğerine değişiklik göstermektedir. Sadece hisse senedinden oluşan fonlar borsa ile beraber yükselir ve düşerler. Hisse senedi payı düşük olan fonlar, borsa çıkarken daha az değer kazanır düşerken ise daha az değer kaybeder. A tipi fonlar uzun dönemli yatırımcı için caziptir. Burada uzun dönemle kastedilen en az dört beş yıllık bir süredir. Çünkü, A tipi fonların bir ya da yıl içindeki getirileri çok değişkendir. Bir yıl içinde ciddi zararlar bile oluşabilir. A tipi fon seçerken çok dikkatli olmak gerekir. Alınan fonun birkaç yıllık getirisine bakmak, diğer fonlarla karşılaştırmak çok yararlı olacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIM FONLARININ PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ

Yatırım yaparken en çok dikkat edilecek husus riski minimize etmektir. Risk ve performans ölçümü konusu, akademik çalışmalar, fon yöneticileri ve bireysel yatırımcılar için özel bir öneme sahiptir. Birçok yatırımcı, yatırım fonlarının bir şirketin hisse senedi gibi çok yakından incelenmesi gerektiğine inanmamaktadır. Ancak, yatırım fonları, belirli amaçları karşılamak için geliştirilmiş karmaşık bir yatırım aracıdır. Bu yüzden diğer yatırım alternatifleri kadar dikkatli bir şekilde incelenmeli ve analize tabi tutulmalıdır. Bazı yatırımcılar yanlış bir şekilde yatırım fonları performansının iyi bir ölçüsü olarak *yatırımın getirisini* (yıllık olarak dağıtılan gelir) görmektedirler. Ancak, *toplam getiri*, yatırımların performansının ölçülmesinde daha faydalı bir ölçüdür³⁸.

Yatırım fonu katılma belgesi alan bir yatırımcının ilk beklentisi, fonun yatırım alternatifini oluşturan menkul kıymetlere doğrudan yatırımdan daha fazla bir getiri elde etmektir. Bir başka ifadeyle yatırımcı, fon performansının yüksek olmasını yani fona ödeyeceği yönetim ücreti karşılığında doğrudan yatırım yapsaydı elde edeceği getiriden daha fazla bir getiri elde edebilmeyi ister³⁹.

Yatırım fonlarının performansına geçmeden önce genel olarak tüm yatırım kararlarında karşı karşıya kalınan, kaçınılmaz olan risk konusunu incelemekte fayda vardır.

1. Risk ve Riskin Kaynakları

Risk, sözlük anlamı olarak istenmeyen sonuçlarla karşılaşma olasılığıdır⁴⁰. Risk temel olarak yatırılan paranın kaybedilme tehlikesidir. Başka bir ifadeyle risk, beklenen getirinin gerçekleşmeme olasılığıdır. Beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki

³⁸ Kistner, a.g.m., s.67.

³⁹ A.Argun Karacabey, "Hisse Senedi Fonlarının İşlevselliği Üzerine Yorumlar", Ankara Üniversitesi, **SBF Dergisi**. Sayı:54-3, s.135.

⁴⁰ Lale Erdem Karabiyik, **Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri**. (Bursa: Marmara Yayınları, 1997), s.78.

farktır. Bu ilerde olacak olayların belirsizliğinden kaynaklanmaktadır. Risk, tahmin belirsizliği veya potansiyel tahmin yanılığı olarak ta tanımlanabilir⁴¹.

Genel olarak aktif veya pasif nitelikteki varlıkların değerlerinde beklenmedik değişimlerin ortaya çıkması olasılığı şeklinde tanımlanabilecek olan risk, finansal piyasaların kaçınılmaz bir unsurudur. Bu piyasalarda faaliyet gösteren tüm kuruluşların karşı karşıya kaldıkları riskleri tanımları, ölçmeleri ve kontrol etmeleri, ki bu süreçlerin bütünü risk yönetim sürecini oluşturmaktadır, kaçınılmaz bir gereksinimdir. Risk kaynaklarının tespiti ve riskin yönetilmesi son yıllarda oldukça önem kazanmıştır. Risk yönetimini son 25 yıldır önemli kılan başlıca faktörler şunlardır⁴²: *Piyasalardaki gittikçe artan oynaklık, bilgi teknolojilerinde yaşanan hızlı gelişmeler, işlem hacimlerinde görülen artış ve türev ürünlerin gelişimi.*

Ana paranın geri ödenmeme riskinden başka, faiz riski, döviz riski v.b gibi yatırım aracının fiyatını ve dolayısıyla getirisini etkileyen riskler de vardır. Bir yatırımın riski ne kadar yüksekse, o yatırım için beklenen getiri de o kadar yüksek olacaktır. Yüksek riskli bir yatırımda eğer işler iyi gider ve beklenen getiri alınabilirse yatırımdan yüksek gelir elde edilmiş olacaktır. Ancak, bu durumda doğal olarak, beklenen yüksek getiriyi elde edememe hatta yatırılan paranın da kaybedilmesi tehlikesi daha büyüktür.

Yatırılan paranın kaybedilme tehlikesinin düşük olduğu yatırımlardan beklenecek getiri ise nispeten düşük olmaktadır. Buna göre, yatırımcının yatırım yaparken ne kadar risk üstlenebileceğini çok iyi bilmesi gerekir. Beklenen getiri yükseldikçe beraberinde riskin de arttığı unutulmamalıdır. Bu mali piyasaların temel kuralıdır.

Borçlanma araçlarında risk iki türlüdür: Birincisi faiz oranı riski olup, piyasa faiz oranlarının değişmesiyle ilgilidir. Piyasa faiz oranlarının yükselmesi borçlanma aracının değerinin düşmesine yol açmaktadır.

⁴¹ Berna Kocaman, **Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler**. (İstanbul: İMKB Yayınları, Yayın No:5, 1995), s.4.

⁴² H. Özge Uysal, "Piyasa Riskinin Tespitinde Kullanılan Riskteki Değer (Value At Risk) Yöntemi", **Yeterlik Etüdü**, (Ankara: Nisan 1999), s.2.

İkinci risk türü ise anaparanın ödenmemesiyle ilgilidir. Örneğin, tahvili ihraç eden şirketin ödeme güçlüğü içine düşmesi durumunda ortaya çıkan risk bu türdendir.

Hisse senedi gibi ortaklık hakkı sağlayan araçların riski ise şirketin gelecekte beklenen temettüyü ödeyememesinden veya satış anında senedin yeterli talep görmemesinden kaynaklanır. Şirketin iflası halinde ise ortaklar (hisse senedi sahipleri) şirketin tüm alacaklılarına ödemeler yapıldıktan sonra kalan tasfiye bakiyesine payları oranında katılırlar. Portföylerinin en az %25'i hisse senetlerinden oluşan A tipi yatırım fonları hisse senedinde söz konusu risklerin tamamıyla doğrudan ilgilidir.

Riski iki ana grupta toplamak mümkündür⁴³:

- Genel olarak bütün mali araçları etkileyen faktörlerden kaynaklanan risk; sistematik risk (piyasa riski, enflasyon riski, faiz oranı riski),
- Bir mali aracın kendisine has özelliklerden kaynaklanan risk; sistematik olmayan risk (iş riski, finansal risk, likidite riski).

“Bir mali aracın riski” denildiğinde bu iki tür riskin toplamı anlaşılır.

Makroekonomik koşullar, milli gelir artış hızı, faiz oranı ve enflasyon oranı riski etkileyen unsurlardandır. Örneğin, ekonominin genelinde bir durgunluk bütün mali araçlar üzerinde etkili olabilecek bir unsur iken, iklim koşulları daha çok tarım işletmelerinin hisse senedi fiyatlarını etkileyen bir risk unsurudur. İklim koşullarından kaynaklanan riskten tarım işletmelerinin hisse senetlerini almayarak kaçınmak mümkün iken, ekonomik durgunluktan kaynaklanan riskten kaçınmak genelde mümkün değildir.

Yatırım fonları portföy yönetimi yapan profesyonel kurumlardır. Portföylerinde hisse senedi, tahvil, hazine bonusu vb. gibi finansal araçlar bulunmaktadır. Dolayısıyla bir yatırım fonuna yapılan yatırımın da riski vardır.

Günümüzde riski minimize etme amacıyla çeşitli matematiksel ve istatistikî teknikler kullanılarak yapılan ve ayrı bir uzmanlık alanı haline gelmiş faaliyete **portföy yönetimi** denir. Yatırım fonları bu anlamda etkin çalışan finansal kurumların başında

⁴³ A. Gültekin Karaşin, **Sermaye Piyasası Analizleri**. (İkinci Baskı, Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:4, 1987), s.105.

gelmektedir. Riskin dağıtılması ilkesiyle hareket ederek profesyonel kadrolar tarafından portföy yönetim faaliyetini yerine getirirler.

Yatırımcı çeşitli yatırımlar arasında parasını dağıtarak bir yatırımdan para kaybederse diğerinden para kazanacağını umarak toplam riske karşı kendini korur. Bu stratejiye *çeşitlendirme (diversification)* denmektedir. Buradaki temel fikir “bütün yumurtaları aynı sepete koymamak” şeklinde özetlenebilir. Bu yöntemle yatırım araçlarının kendine özel riskleri dağıtılarak bir koruma sağlanmış olur, Ancak, piyasanın genelini etkileyen risklerden bu yöntemle kurtulmak mümkün değildir. Çeşitlendirme yatırımların piyasadaki düşüslere maruz kalmayacağını garanti etmez; ama riski dengelemeye yardımcı olur.

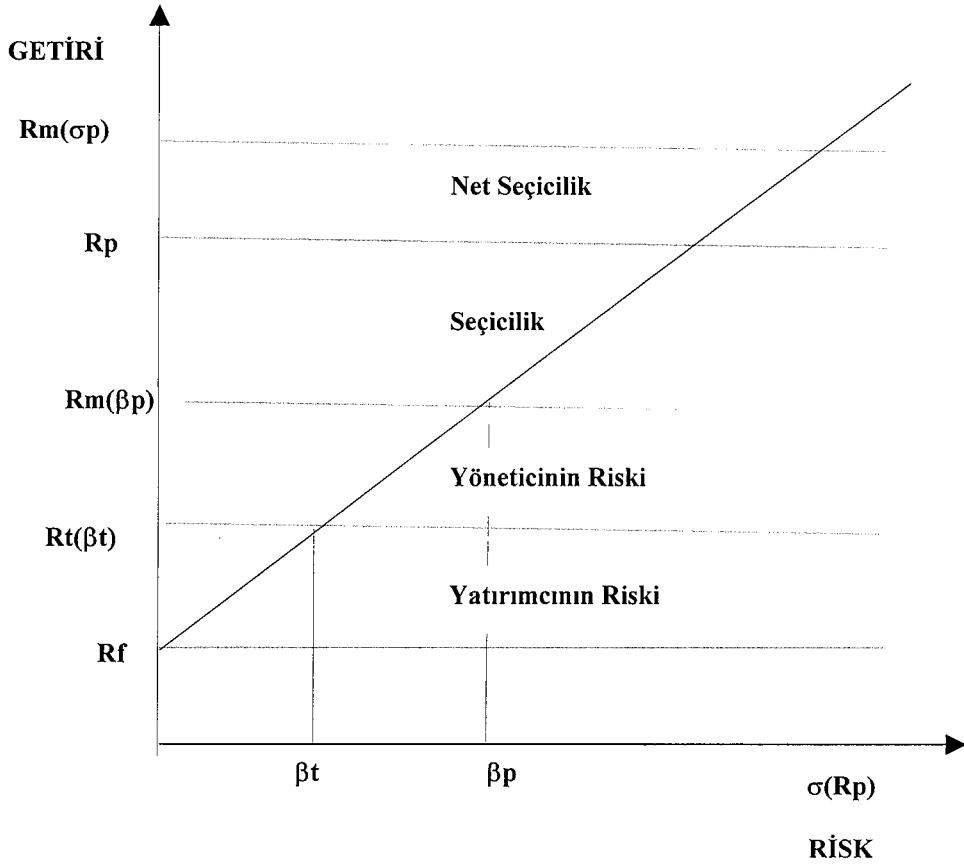
Bir yatırımın getirisi o yatırımın riskine bağlıdır. Getiri aynı zamanda yatırımın vadesi ile de ilgilidir. Yatırım tutarı ne kadar uzun süre çekilmeden o araçta tutulursa beklenen getiri de o ölçüde yüksek olacaktır. Örneğin, bir yıl vadeli mevduat hesabının faizi bir ay vadeli hesap faizinden daha yüksek olmaktadır.

2. Yatırım Fonlarının Performansının Ölçülmesi

Bireysel yatırımcının önünde üç rasyonel yatırım tercihi bulunmaktadır. Yatırımcı ya bir risksiz varlığa ya yönetilmeyen etkin bir portföye veya yönetilen bir portföye yatırım yapacaktır. Yatırım fonuna yatırım yapmak, profesyonel bir şekilde yönetilen bir portföye yatırım yapmak demektir. Yatırım fonu katılma belgesi alan bir yatırımcının getiri beklentisinin bileşenleri şunlardır: Yatırımcının risksiz bir varlığa yatırım yapmak yerine riskli varlıkları da içeren bir portföye yatırım yapması (*yatırımcının riski*), portföy yöneticisinin piyasa tahminine göre portföy oluşturması veya portföyde değişiklik yapması (*yöneticinin riski*), yöneticinin menkul kıymet seçebilme kabiliyeti (*net seçicilik*) ve yöneticinin tahminlerine bağlı olarak pazar portföyüne yatırım yapmak yerine kendi portföy oluşturmasının yarattığı sistematik olmayan risk nedeniyle *talep ettiği ek getiri*⁴⁴. Portföy performansının elemanlarını aşağıdaki şekilde gösterebiliriz⁴⁵.

⁴⁴ Karacabey, a.g.m., s.136.

⁴⁵ Karacabey, a.g.e., s.132.



Şekil 2.1. Portföy Performansının Bileşenleri

Kaynak: Karacabey, a.g.e., s.132.

Burada;

R_p , değeriendirilen portföyün getirisini,

$R_m(\beta_p)$, değeriendirilen portföyün *sistemik riskine* eşit olan etkin portföyün getirisini,

$R_m(\sigma_p)$, değeriendirilen portföyün *toplam riskine* eşit olan etkin portföyün getirisini göstermektedir.

Yatırım fonunun sağlamış olduğı getiri, etkin bir portföy yerine yönetilen bir portföye yatırım yapıldığı, çeşitlendirmeden vazgeçildiğı (sistemik olmayan riske katlanmayı), portföyün sistemik riskinin değıştirilmesini telafi edecek miktarda ve

katlanılan yönetim ve işlem maliyetlerinin üzerinde olduğu sürece yatırım fonuna yatırım yapmak akılcı bir karar olacaktır.

Yatırım fonlarının performansını ölçmede kullanılan yöntemlerin hemen hepsinde uygulanan temel yöntem, performansı değerlendirilen portföyün belirli bir yöntem uygulanarak riske göre düzeltilen getirisini, önceden karşılaştırılan bir örnek portföyün yine aynı yöntemin kullanılması ile riske göre düzeltilen getirisini karşılaştırmaktır.

Yatırım fonlarının riskini belirlemek şu iki nedenden dolayı önemlidir. Birincisi, fonun geçmiş betasına güvenerek yatırım kararı veren yatırımcı için oldukça değerli bilgiler taşımaktadır. İkincisi ise elde edilen sonuçlar SVFM’ni destekleyicidir veya ona karşı ek deliller sağlamaktadır⁴⁶.

Performans değerlendirilmesi sonucunda, yatırımcı için önemli olan sadece portföyün diğer bir portföye göre nasıl bir performans gösterdiğinin belirlenmesi değildir. Yatırımcı aynı zamanda gerçekleşen bu performansın, iyi yada kötü şanstı mı yoksa yönetimin isabetli karar ve öngörülerinden mi kaynaklandığını bilmelidir. Performans değerlendirilmesi sürecinde ilk aşama, geçmiş performansın yüksek mi düşük mü olduğunu belirlemektir. İkinci aşamada ise bu performansın şans eseri mi yoksa portföy yöneticisinin seçicilik ve zamanlama konusundaki başarısından mı kaynaklandığına karar vermektir.

2.1. Yatırım Fonlarının Performansı Üzerine Yapılan Ampirik Çalışmalar

Yatırım fonlarının performansının ölçümü konusunda ilk kapsamlı ve sistematik bilimsel çalışma, 1962 yılında Friend, Brown, Herman ve Vickers tarafından 1953-1958 döneminde 152 adet yatırım fonunun yıllık verileri kullanılarak yapılan çalışmadır. Bu çalışmanın sonucunda, yatırım fonlarının getirilerinden bütün harcamalar çıkarıldıktan sonra pazar endeksine yakın bir değer elde ettikleri, portföy değiştirme katsayıları

⁴⁶ Joel R. Barber, “Mutual Fund Risk Measurement And Future Returns,” *Quarterly Journal Of Business & Economics*. (Cilt:33, Sayı:1, Kış-1994), s.56.

(turnover) ve harcamalar ile fon performansı arasında güçlü bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir⁴⁷.

Daha sonraki bilimsel çalışmalar, 1965 yılında Treynor ve Mazuy, 1966 yılında Sharpe, 1968’de ise Jensen tarafından yapılmaya başlanmıştır. Treynor yaptığı çalışmada, yatırım fonlarının performansının ölçülmesi konusunda kendi adıyla anılan “*oynaklığın ödülü oranı*”⁴⁷’ni (reward to volatility ratio) önermiştir. 1966 yılında ise Sharpe tarafından yapılan çalışmada, 1954-1963 yılları arası 34 adet yatırım fonunun performansı incelenmiştir. Sharpe, çalışmasında Etkin Pazar Hipotezini destekleyen “*diğer değişkenler sabitken fonların harcama oranları düştükçe performansları artar*” sonucuna ulaşmış ve kendi adıyla anılan “*değişkenliğin ödülü oranı*”⁴⁸’ni (reward to variability ratio) önermiştir. Sharpe’ın bu çalışmasında geliştirdiği ölçüt kadar bulunduğu sonuçlarda günümüze kadar etkisini sürdürmüş, Jensen’in (1968) çalışması ile birlikte etkin pazar hipotezinin geçerliliğinin en önemli kanıtı olmuştur. Finans literatüründe etkin piyasa şöyle ifade edilmektedir: “Eğer bir piyasada elde edilen bir bilgi setini kullanarak ekstra bir kazanç elde etmek imkansız ise, o piyasanın etkin olduğu söylenebilmektedir.”

1974 yılında McDonald tarafından 123 adet yatırım fonunun 1960-1969 arası aylık getirileri kullanılarak Sharpe, Treynor ve Jensen ölçüleri tahmin edilmiş ve fonların amaçları ile elde ettikleri getiriler arasındaki ilişkiler araştırılmıştır. Araştırma sonucunda, fonların kabul ettikleri risk seviyesi arttıkça getirilerinin de arttığı tespit edilmiştir⁴⁸.

Shukla ve Trnzcinka (1992) yatırım performansının ölçülmesinde geniş kapsamlı bir araştırma yapmışlardır. Çok sayıda araştırma yatırım fonu yöneticilerinin pazar zamanlama yeteneklerini ölçmeye çalışmıştır. (Henriksson ve Merton (1981), Merton (1981), Chang ve Lewellen (1984), Henriksson (1984), Chen ve diğ. (1992)). Yatırım fonlarının performansı ile komisyonlar arasındaki ilişkiyi (Ippolito (1989), Chen ve diğ.(1992)), değişen piyasa koşulları altındaki performans arasındaki ilişkiyi (Fabozzi ve Francis (1979), Alexander ve Stover (1980)), uluslar arası yatırım

⁴⁷ Argun Karacabey, **A Tipi Yatırım Fonları: Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**. (Ankara : Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları, Tezler Dizisi:5, 1998), s.144.

⁴⁸ Karacabey, a.g.e., s.146.

fonlarının performansı arasındaki ilişkiyi (Cumby ve Glen (1990); Droms ve Walker (1994)) ölçmüştür⁴⁹.

Malkiel (1995), yatırım fonlarının uzun dönemde yatırım stratejilerini devam ettirme eğiliminde olduklarını ve fonları yatırdıkları varlıkların performans trendine benzer bir performans gösterdiklerini ifade etmektedir⁵⁰.

Yine yatırım fonları performansının sürekliliğini etkileyen faktörlerin neler olduğu konusunda Detzel ve Weigand tarafından yapılan çalışmaya göre fon büyüklüğü ve fonun yatırım stratejisi bu faktörlerin başında gelmektedir⁵¹. Bu sonuçlara göre yatırımcılar, yatırım fonları arasında bir seçim yaparken fonların geçmiş performansını ve genel olarak hisse senedi piyasasında yaşanan gelişmeleri göz önünde bulundurmalarıdır.

Droms ve Walker (1996), 151 yatırım fonuna ait 20 yıllık verileri kullanarak fon büyüklüğü ile yatırım fonu arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmışlardır ve böyle bir ilişkinin söz konusu olmadığını tespit etmişlerdir. Bu sonuçlar; daha önce Chen ve diğ.(1992) tarafından, 93 yatırım fonunun 87 aylık verileri kullanılarak yapılan çalışmanın sonucu olan “*büyük fonlar küçük fonlardan daha iyi performans göstermektedir*” tezini doğrulamamaktadır. Bu iki araştırmanın sonuçları arasındaki bu farklılık, örnek büyüklüğünden, incelenilen dönemden ve araştırmacının yanlı davranışından kaynaklanmaktadır⁵².

Yatırım fonlarının performansı ölçülürken uygun bir örneğin seçimi konusunda Okunev (1990), Grinblatt ve Titman (1989) tarafından çalışmalar yapılmıştır. Yakın zamanlarda Sharpe (1994), fonların getirileri ile fonların yatırım hedeflerine göre belirlenen bir örnek portföyle karşılaştırma yaparak yeni bir yatırım performansı ölçüsü geliştirmiştir.

⁴⁹ Soosung Hwang ve Stephen E. Satchell, “Evaluation of Mutual Fund Performance In Emerging Markets”, **Emerging Markets Quarterly**. Cilt:2, Sayı:3, (1998), s.40.

⁵⁰ Detzel ve Weigand, a.g.m., s.46.

⁵¹ Detzel ve Weigand, a.g.m., s.51.

⁵² William G. Droms ve David A. Walker, “Mutual Fund Investment Performance,” **Quarterly Review Of Economics and Finance**. Cilt:36, Sayı No:3, (Sonbahar,1996), s.357.

Hwang ve Satchell⁵³(1998), gelişmekte olan piyasalarda yatırım fonlarının performansının değerlendirmesi amacıyla 15 adet gelişmekte olan piyasa yatırım fonunun 66 aylık getirilerini kullanarak bir çalışma yapmışlar ve geleneksel SVFM'ne dayanan performans ölçülerinin gelişmekte olan piyasa yatırım fonlarının performansının ölçülmünde uygun olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Aynı zamanda gelişmekte olan piyasalarda performans ölçümünün zor olduğu, performansın; veri setinin ve örnek portföyün seçimine çok duyarlı olduğu yönünde sonuçlara da ulaşılmıştır.

Yatırım fonları performansı üzerine yapılan araştırmalar da yatırım fonlarının karşılaştırma yapılan endeksten çok fazla performans göstermediği sonucuna ulaşılmıştır. Jensen, 1945-1964 yılları arası yatırım fonlarının performansını ölçtüğü çalışmasında ortalama bir yatırım fonunun tesadüfi olarak seçilen bir yatırım fonundan çok fazla getiri sağlamadığı sonucuna ulaşmıştır. ABD'deki yatırım fonları üzerine 1995 yılında Malkiel tarafından yapılan bir başka çalışmada ise bir yatırım fonunun örnek portföyden niçin daha fazla performans gösterdiği konusunda herhangi bir kanıt bulunamamıřtır⁵⁴.

Mark M. Carhart (1997) tarafından yapılan başka bir çalışmada ise 1962-1993 tarihlerini kapsayan 32 yıllık dönemde, 1.892 adet hisse senedine ait performans incelenmiştir. İlk olarak fonların her yılın 1 Ocak'ındaki getirileri dikkate alınmış ve en yüksek getirili olanlardan en düşük getirili olanlara doğru bir sıralama yapılmıştır. İlk %10'dan ve sonraki %10'dan toplam 10 adet portföy oluşturulmuş, bu 10 portföyden her bir portföyün aylık getirilerinden oluşan seriler elde edilmiş ve zaman içerisinde gösterdikleri performans incelenmiştir. Her bir portföyün negatif getirileri, portföy karakteristikleri ile doğrudan ilgilidir. Fon karakteristiklerini ölçmede aşağıdaki ölçüler kullanılmıřtır⁵⁵:

a) Yönetim ve Faaliyet Giderleri,

⁵³ Hwang ve Satchell, a.g.m., s.45.

⁵⁴ Martina K. Bers, "Causal Relations Among Stock Returns, Inflation: Persistence of International Mutual Fund Performance," *Global Finance Journal*. Cilt:9, Sayı No:2, (Sonbahar-Kiş, 1998), s.225.

⁵⁵ William F. SHARPE ve Diğ., *Investments*. (Prentice Hall, 1998), s.718.

- b) Portföy Devir Hızı veya Portföy Değişirme Katsayısı (portfolio turnover - portföy devir hızı, portföyün satış yaratma etkinliğini ölçer. Belirli bir dönemde yapılan satışların, yine bu dönemdeki ortalama toplam varlık değerine bölünmesiyle hesaplanır),
- c) Komisyon Giderleri,
- d) Ortalama Toplam Net Varlıklar.

Sonuçlar, negatif getiriler ile ilk iki fon karakteristiği arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Başka bir ifadeyle, yüksek yönetim ve faaliyet giderleri olan fonların daha düşük negatif getirileri vardır. Komisyon giderleri ile negatif getiriler arasında negatif bir ilişki gözlenmesine rağmen, bu; muhtemelen komisyon alan fonların daha yüksek devir hızına sahip olmaları gerçeğinden kaynaklanmaktadır.

Cai ve Chan (1997) tarafından yapılan başka bir araştırmada, 800 adet açık uçlu Japon hisse senedi fonlarının 12 yıllık performansı incelenmiş ve genel olarak fonların performansının piyasa performansının oldukça gerisinde kaldığı hesaplanmıştır. 800 adet açık uçlu yatırım fonunun Ocak 1981 – Aralık 1992 dönemindeki yıllık ortalama getirisi %1.74 iken aynı dönemde piyasanın getirisi yıllık %9.28'dir⁵⁶.

Yatırım fonu performansı ile ilgili yapılan çalışmalarda, kullanılan model veya yöntem ne olursa olsun, geçmiş veriler kullanılarak yöneticinin tahmin kabiliyeti ölçülmeye çalışılmıştır. Goetzmann ve Ibbotson 1994 yılında yaptıkları çalışma ile geçmiş verilerin gelecek için gösterge olup olmayacağı tartışmasına yeni bir boyut kazandırmışlardır. Bu çalışmada, 728 fonun 1976-1988 arası dönemdeki aylık veriler kullanılarak, fonlar, ikişer yıllık dönemler için ortalama performansın üstünde veya altında olmalarına göre kazananlar veya kaybedenler olarak sınıflandırılmıştır. Bu sonuçlar, izleyen iki yıllık dönemler ile karşılaştırılmış ve fonların –oyunaklığı yüksek olan fonlar için bile- geçmişteki performanslarının gelecekte de sürdürmelerinin beklenmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır⁵⁷.

⁵⁶ Jun Cai, K.C. Chan, "The Performance of Japanese Mutual Funds," *The Review of Financial Studies*. Cilt:10, Sayı No:2, (Yaz, 1997), s.238.

⁵⁷ Karacabey, a.g.e., s.153.

Wermers tarafından 1249 adet yatırım fonunun 1975 –1994 döneminde gösterdiği performans üzerine yapılan çalışmada, özellikle hisse senedi ağırlıklı fonların piyasadan yıllık % 1,3 daha fazla getiri sağlarken reel olarak yıllık % - 1 piyasadan daha düşük bir performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Getiriler arasındaki % 2,3'lük farkın (% 1,3 - (% -1)) % 0,7'lik kısmı, portföyün hisse senedi bulundurulmayan kısmından kaynaklanırken, kalan % 1,6'lık kısmı ise işlem ve komisyon maliyetlerinden oluşmaktadır. Bu yüzden yatırım fonlarının bu maliyetlerini karşılayacak düzeyde hisse senedi bulundurması gerekmektedir⁵⁸.

Bangassa (1999) tarafından 180 aylık veriler kullanılmak suretiyle İngiliz yatırım fonlarının seçicilik ve zamanlama kabiliyetleri üzerine yapılan çalışmada, Jensen (1968), Treynor ve Mazuy (1966), Henriksson (1984), Connor ve Corajczyk (1991), Fama ve French (1993) tarafından geliştirilen modeller kullanılmıştır. Benchmark portföyler olarak, FTSE Tüm Endeksi, Yatırım Fonları Endeksi ve Morgan Stanley Capital Uluslar arası Endeksi'nin kullanıldığı çalışmada elde edilen sonuçlar, yatırım fonu yöneticilerinin zamanlama kabiliyeti konusunda çok iyi olmadıklarını göstermektedir. Aynı zamanda yatırım fonlarının çoğu seçicilik kabiliyeti ölçüsünün sıfırdan farklı olmadığı bir performans sergilemektedir. Elde edilen sonuçlar, yatırım fonu performansının seçilen örnek portföye oldukça duyarlı olduğunu göstermektedir⁵⁹.

Yatırım fonu performansı incelenirken dikkat edilmesi gereken bir başka konu ise incelenen zaman dilimi içinde yatırım fonlarının *hayatta kalma eğilimidir (survivorship bias)*. Edwin J. Elton, Martin J. Gruber ve Christopher R. Blake tarafından 1996 yılında yapılan araştırmada fonların hayatta kalma eğilimi incelenmiştir. Hayatta kalma eğilimi ile kastedilen, incelenen dönemde tasfiye edilen veya başka fonlarla birleşen fonların dikkate alınıp alınmadığıdır. Bu tür fonlara, yıpranan fonlar denilmektedir. Yıpranan fonlar, araştırmacılara şu iki açıdan sorun çıkarmaktadır. Ya yatırım fonunun belirli bir zaman dilimindeki performansı çok düşüktür veya fonun piyasa değeri; yönetimin, bu fonun daha fazla devam etmemesi yönünde karar

⁵⁸ Russ Wermes, "Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition Into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs And Expenses," **The Journal Of Finance**. Cilt:55, Sayı No:4, (Ağustos, 2000), s.1655.

⁵⁹ Bangassa, a.g.m., s.1164.

vermesini zorunlu kılacak kadar düşüktür. Bir fonu tasfiye etmenin esas nedeni genellikle fonun performans yetersizliğidir. Klasik yatırım fonu performans çalışmaları bu aşınmayı önemsememekte ve fonların hayatta kalma eğilimini dikkate almamaktadır⁶⁰.

Bir yatırımcı, fonlarındaki hisselerin alım-satımını ele aldığı zaman, sorulacak ilk soru şudur; “yatırım fonları, benim kendi başıma kazanacağımdan daha yüksek getiri elde edebilir mi?” New York Borsası hisse senetleri üzerinde yapılan bir araştırma, yatırım fonlarının ortalama olarak, amatör bir yatırımcının en az maliyetle tek başına elde ettiğinden daha fazla getiri sağlamadığını göstermiştir⁶¹.

Aynı şekilde yukarıdaki ifadeyi doğrular nitelikte bir çok bilimsel araştırma yapılmıştır. Nitekim yapılan araştırmalar, 5'er yıllık dönemler göz önüne alındığında ABD'deki yatırım fonlarının %90'ına yakın, hatta zaman zaman bu oranı da aşan kısmının piyasayı temsil eden endekslerden daha düşük bir performans sergilediğini ifade etmektedir⁶².

Yukarıda sayılan bilimsel çalışmalardan da anlaşılacağı üzere yatırım performansın ölçülmesinde, karşılaştırılmasında ve hangi bilgilerin yatırımcıyla çok fazla ilgili olduğu konusunda tam bir fikir birliği bulunmamaktadır.

Genel olarak yatırım fonu performansı üzerine yapılan ampirik çalışmaların sonuçları şu başlıklar altında sıralanabilir⁶³:

- a) Yatırım fonu performansını, fon yöneticisinin seçicilik ve zamanlama kabiliyetleri belirlemektedir. Yapılan çalışmaların çoğunluğunda, fon yöneticilerinin bu iki alanda üstün performans gösterme olasılığının çok yüksek olmadığı ve bunun da bir anlamda etkin pazar teorisinin geçerliliğinin bir göstergesi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

⁶⁰ Edwin J. Elton, Martin J. Gruber ve Christopher R. Blake, “Survivorship Bias And Mutual Fund Performance,” *The Review of Financial Studies*. Cilt:9, Sayı No:4, (Kış-1996), s.1097.

⁶¹ Şenkaya, a.g.m., s.55.

⁶² Tankut Taner Çelik, “Endeks Fonlar,” *Global Bülten*. (Ekim, 2000), s.22.

⁶³ Karacabey, a.g.e., s.154.

- b) Her ne kadar ampirik çalışmaların sonuçları, fon yöneticilerinin zamanlama kabiliyetlerinin çok fazla olmadığını gösterse de, zamanlama yapılabilirse fon performansının artacağı yönünde bir beklenti mevcuttur.
- c) Çalışmaların çoğunda kullanılan ve en çok eleştirilen portföy performans ölçüsü, Jensen'in alfasıdır.
- d) Geçmiş performansı yüksek olan fonların gelecekte de bu performansını devam ettirme olasılığı yüksektir.
- e) Fonların amaçları ve performansları arasında da bir ilişki söz konusudur.
- f) Eğer zamanlama kabiliyeti ihmal edilecek olursa, fonların performansı, seçilen gösterge portföye daha duyarlı hale gelmektedir.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülke sermaye piyasaları üzerine yapılan bilimsel çalışmalar, gelişmekte olan piyasaların, yüksek getiri, yüksek volatilité ve piyasa ile finansal varlık getirisi arasında düşük korelasyon gibi karakteristiklere sahip olduğunu göstermektedir. Bu karakteristikler aynı zamanda gelişen pazar portföylerinin değerlendirilmesini de zorlaştırmaktadır.

Herhangi bir yatırımın performansı ölçülürken iki konu önem kazanmaktadır: Birincisi, karşılaştırma yapılacak uygun bir örneğin (*benchmark*) seçilmesidir. İkincisi ise yatırımın getirisinin *riske göre nasıl düzeltileceğidir*⁶⁴.

2.2. Örnek (Benchmark) Portföyün Seçimi

Performans değerlendirmesinde en karmaşık konulardan birisi de örnek portföyün seçilmesidir. Bilimsel çalışmalarda en çok kullanılan örnek portföy, değer ağırlıklı pazar portföyüdür. Roll(1978) yapmış olduğu çalışmasında örnek portföyün bir ortalama-varyans etkinliğine sahip olması gerektiğini ifade etmiştir. Örnek portföy seçiminde başka bir problem de firma büyüklüğü ve temettü-gelir etkileri gibi SVFM'nin anomalilerinin varlığıdır. Bu yüzden SVFM çerçevesinde portföy

⁶⁴ Katerina Simons, "Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds," *New England Economic Review*. (Eylül-Ekim, 1998), s.33.

değerlendirilmesi ve çok değişkenli benzer yaklaşımlar örnek seçimine daha duyarlı olmaktadır.

Gelişen piyasalar, yatırım fonlarının performans değerlendirilmesi için örnek bir portföyün belirlenmesi ek sorunları da beraberinde getirmektedir. Gelişmiş piyasalar için geliştirilmiş teoriler ve bilimsel bulgular gelişmekte olan piyasalara tam anlamıyla uygulanamamaktadır. Gelişmiş piyasalarda gözlenen anomaliler, gelişmekte olan piyasalarda ya tam olmamakta veya farklı bir şekilde ortaya çıkmaktadır. İşte bu da örnek portföy seçimini daha da zorlaştırmaktadır⁶⁵.

Bir çok araştırma, esas olarak hisse senetlerine yatırım yapan yatırım şirketlerinin performansını değerlendirirken genellikle aşağıdaki örnek portföyler ile karşılaştırma yaparlar. Bunlar, S&P 500, İMKB 100 Endeksi gibi bir piyasa endeksi, Hazine Bonosu gibi risksiz bir varlık portföyü, büyük ve küçük piyasa değerlerine sahip (capitalization value) şirketlerin hisse senetleri arasındaki farklılıkları dikkate alan başka bir endeks veya düşük ya da yüksek piyasa /defter değerine sahip hisse senetleri arasındaki ayrımı dikkate alan bir endeks de olabilmektedir⁶⁶. Örneğin, betası 0.80 olan bir yatırım fonunun, %80'i piyasa endeksinden, %20'si de risksiz bir varlıktan oluşan bir portföy ile karşılaştırılmalıdır.

İMKB Ulusal 100 endeksi gibi endekse dahil şirketlerin, halka arz edilmiş ve dolaşımda bulunan hisse senetlerinin toplam piyasa değerleriyle ağırlıklandırılarak hesaplandığı endekslerde, genel olarak **Pareto Kuralı** geçerlidir. “*Endeksin toplam halka arz edilmiş ve dolaşımda bulunan hisse senetlerinden oluşan piyasa değerinin % 80'e yakın kısmı, endekse dahil hisse senetlerinin % 20'si ile sağlanabilir*”. Teorik olarak 20 ve üstündeki hisse senediyle her bir hisse senedinin sistematik riski ortadan kalkmakta ve oluşturulan portföy piyasa riskine yakın bir riske sahip olmaktadır⁶⁷.

2.3. Getirilerin Riske Göre Düzeltilmesi

Yatırımcılar, yapılan yatırımların getirisi karşılaştırıldığında genelde getirileri ön planda tutulmakta, bu getiri sağlanırken üstlendikleri riski göz ardı etmektedirler.

⁶⁵ Hwang ve Satchell, a.g.m, s.43.

⁶⁶ Sharpe ve Diğ., a.g.e., s.713.

⁶⁷ Altuğ Arsoy, “Endeks Fonlar - II,” **Global Bülten**. (Kasım, 2000), s.19.

Ancak, yatırım araçlarından sağlanan getirilerin bire bir karşılaştırılması yapılırken risk faktörü de dikkate alınmalıdır. Ancak, böyle yapılırsa getiriler gerçek anlamda birbirleriyle karşılaştırılmış olacaktır⁶⁸.

Yatırım araçlarından sağlanan getirilerin taşıdığı riskleri ölçmek için değişik yaklaşımlar söz konusudur. Genelde riskin ölçüsü, belirli bir dönemde sağlanan getirilerin varyansıdır. Varyans; belirli bir dönem içerisindeki getirilerin her birinin bu dönem içerisindeki ortalama getirden farkının karelerinin toplamıdır. Varyansa bağlı diğer bir risk ölçüsü de standart sapma veya varyansın kareköküdür. Riski dikkate alarak getirilerin düzeltilmesi amacıyla çok farklı yaklaşımlar geliştirilmiştir. Bunların bir kısmı aşağıda ayrıntılı olarak incelenecektir.

3. Portföy Kavramı

Günlük yaşamımızda tasarruflarımızı değerlendirmek amacıyla farklı yatırım araçlarına yatırım yaparız. Sadece belirli bir yatırım alternatifine yatırım yapılabileceğimiz gibi birçok yatırım aracından oluşan bir portföy oluştururuz. Bu portföyde reel varlıklar (ev, otomobil gibi) ve/veya finansal varlıklar (hisse senedi, tahvil vb.) bulunabilir. Reel varlıklar doğrudan maddi değerleri, finansal varlıklar ise dolaylı olarak maddi değerlerle ilgili hakları veya belirli yükümlülükleri ifade eder⁶⁹.

Portföy, kısaca sahip olunan varlıkların aynı yada farklı özelliğe sahip iki veya daha fazla kıymete yatırılması sonucu ortaya çıkan toplam değerdir. Portföy bir menkul kıymet yatırımcısının sahip olduğu menkul kıymetlerin tümüdür.

Portföy, “belirli amaçları gerçekleştirmek için yatırımcıların sahip olduğu birbirleriyle ilişkili olan ve kendine özgü ölçülebilir nitelikleri olan yeni bir varlıktır” şeklinde de tanımlanmaktadır⁷⁰. Portföy; belirli bir kişi yada bir grubun kazanç sağlamak amacıyla elinde tuttuğu finansal nitelikteki kıymetlerin toplamıdır.

⁶⁸ Altuğ Arsoy, “Risk ve Getiriler,” **Global Bülten**. (Haziran, 2000), s.22.

⁶⁹ Mustafa Özçam, **Varlık Fiyatlandırma Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi**. (Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:104, Ekim, 1997), s.3.

⁷⁰ Karabıyık, a.g.e., s.81.

Yatırımlar her zaman risk taşıdıklarından dolayı yatırımcılar “yumurtaları aynı sepete koymama” ilkesinden hareket etmek durumundadırlar. Geleneksel portföy teorisi kapsamında değerlendirilen bu ilkeye göre risk birden fazla menkul kıymet arasında dağıtılmalıdır. Riskin birçok menkul kıymet arasında dağıtılmasına *yalın çeşitlendirme* denilmektedir. Menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkiyi göz önünde bulundurmeyen yalın çeşitlendirme, yerini, temeli 1950’li yıllarda Markowitz tarafından atılan modern portföy teorisine bırakmıştır. Bu teoride, riskin sadece yalın çeşitlendirme ile azaltılamayacağı, aynı zamanda portföyde yer alan menkul kıymet veya menkul kıymet gruplarının aralarında varolan doğrusal veya ters yöndeki ilişkileri de göz önünde bulundurmanın gereği üzerinde durulmuştur. Markowitz, portföy riskinin portföyü oluşturan varlıkların riskinden daha az olabileceğini ve sistematik olmayan riskin sıfırlanabileceğini göstermiştir⁷¹.

4. Portföy Yönetimi

Portföy yönetimi, belli tutardaki bir fonun, fon sahiplerinin de tercihlerini dikkate almak suretiyle üstlenilen riske göre en yüksek getiriyi elde edecek şekilde, belli varlık gruplarına yatırıldığı, zaman içindeki gelişmelere göre varlıkların portföy içindeki ağırlıklarının değiştirildiği ve performanslarının sürekli olarak değerlendirildiği dinamik bir süreçtir⁷². Bir portföy yöneticisi, yönettiği fonları menkul kıymetler arasında minimum risk maksimum getiri sağlayacak şekilde dağıtmalı ve bu amaca ulaşmak için portföy analizi yapmalıdır. William F.Sharpe, portföy yönetimini en geniş anlamda, *paranın yönetilme süreci* olarak tanımlamış ve bu süreçte portföy yönetimi ile ilgili olarak üç fonksiyon belirlemiştir:

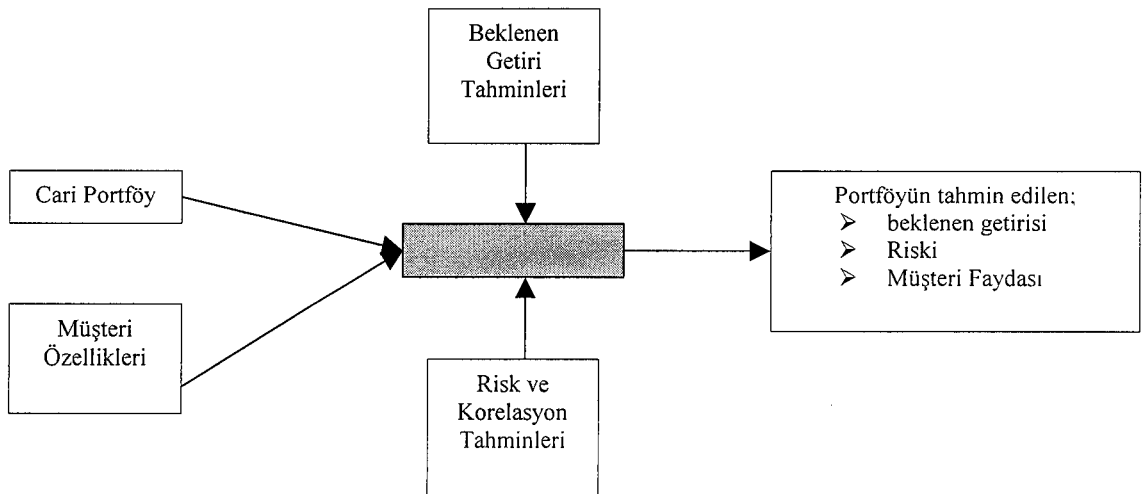
1. Portföy Analizi: Portföyün riskinin, beklenen getirisinin ve müşterinin tercihlerinin belirlenmesi aşaması. 2. Portföyün Yeniden Gözden Geçirilmesi: Satın alınacak ve satılacak menkul kıymetlerin belirlenmesi. 3. Performans Değerlendirmesi: Portföyün fiili performansının ve bu performansın nedenlerinin tespit edilmesi.

Portföy yönetim süreci Şekil 2.1’de gösterilmiştir.

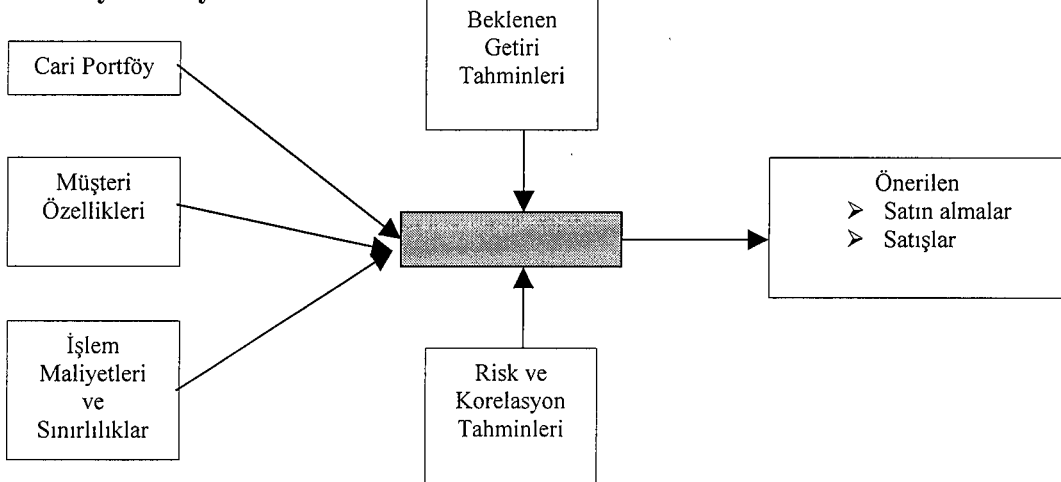
⁷¹ İbrahim Engin Üstünel, **Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması**. (İstanbul:İMKB Yayınları, 2000), s.9.

⁷² Özçam, a.g.e., s.147.

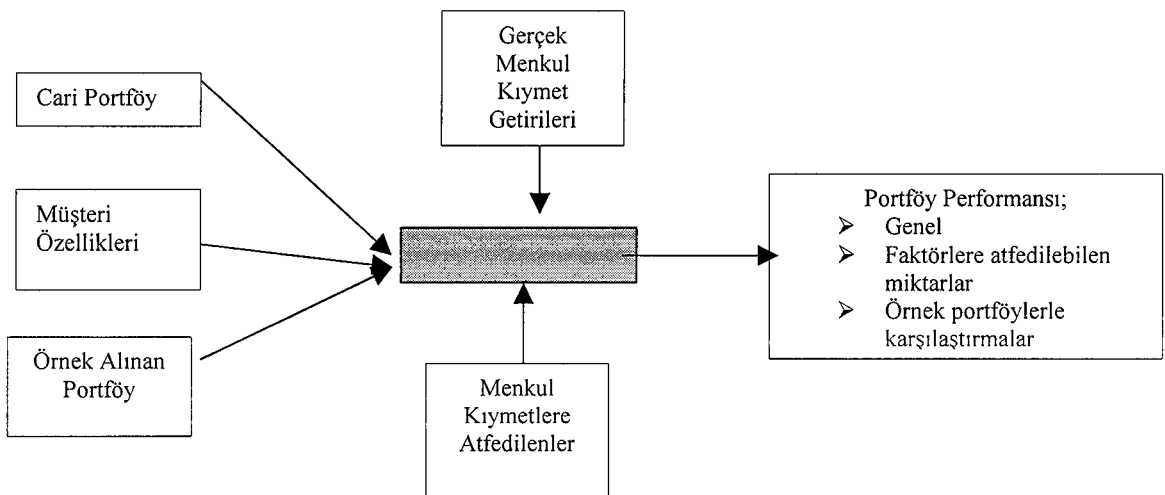
a) Portföy Analizi



b) Portföy Revizyonu



c) Performans Değerlendirmesi



Şekil 2.2: Portföy Yönetim Fonksiyonları (Kaynak: Özçam, a.g.e., s.6.)

Ayrıca Sharpe, portföy yönetiminin aktif veya pasif, kontrollü veya kontrolsüz olabileceğini; açık veya kapalı yöntemler kullanılabileceğini, etkin piyasalar teorisine veya tersine göre hareket edilebileceğini belirtmiştir.

Başka bir tanıma göre portföy yönetimi, *bir fon havuzunun sadece ilk değerini koruyacak şekilde değil, aynı zamanda riskine uygun enflasyonun üzerinde bir getiri sağlayacak şekilde yönetilmesi* olarak da ifade edilmektedir⁷³.

4.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli

Finans literatüründe varlık getirilerini açıklamaya yönelik iki temel model bulunmaktadır. Bunlar; Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM) ve Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT)'dir. Her ne kadar bu iki model finansal varlıklarla ilgili denge modelleri olarak geliştirilmiş olsalar da, portföy yönetiminde özellikle hisse senedi başta olmak üzere menkul kıymet seçimi amacıyla yaygın olarak kullanılmaktadır.

Harry Markowitz'in 1952 yılında yazmış olduğu ünlü makalesi *Portfolio Selection* ile portföy teorisine modern ve çığır açıcı bir başlangıç yaptığı kabul edilmektedir. Piyasalarda yaygın olarak kullanılan Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM), ilk defa Markowitz tarafından 1959 yılında önerilmiş ve birçok araştırmaya konu olmuştur. Markowitz'in önemle üzerinde durduğu nokta, çeşitlendirmenin beklenen getiriye artırmada yeterli olmadığı; bu muhtemel portföyün riskini en düşük düzeyde tutması gerektiğidir⁷⁴. Çok sayıda araştırmacı, modelin geçerliliğini test etmeye devam etmekte ve yatırım fonlarının performansının ölçülmesinde modelden yararlanmaktadır⁷⁵.

Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli portföy teorisinin üzerine kurulmuştur. Model basit, açıklayıcı gücü yüksek ve kolayca uygulanabilir bir yapıya sahiptir. 1964 yılında William F. Sharpe tarafından ilk kez ortaya konan model daha sonra 1965 yılında John Lintner ve 1966 yılında Jan Mossin'in teorik katkılarıyla gelişmiştir. Model literatürde **Sharpe-Lintner-Mossin** modeli olarak anılmaktadır.

⁷³ Özçam, a.g.e., s.4.

⁷⁴ Kocaman, a.g.e., s.3.

⁷⁵ Suat Teker, **A Comparative Empirical Investigation of Asset Pricing Models**. (Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:104, Şubat 1998), s.3.

Sistemik ve sistemik olmayan risk arasındaki ayırım bu modelin temelini oluşturmaktadır. SVFM, finansal varlıkları fiyatlama modeli olarak da adlandırılmaktadır.

SVFM, belirli bir hisse senedi veya portföyün getirisinin şu üç faktör tarafından belirlendiğini ifade eder⁷⁶:

- Getirinin piyasa portföyüne olan duyarlılığı (beta olarak bilinmektedir),
- Portföyün kendi getirisi,
- Risksiz faiz oranı .

Modeli eşitlik şeklinde şöyle ifade edebiliriz.

$$E_i = R_f + \beta_i (E_m - R_f)$$

Burada;

E_i: i varlığının beklenen getirisini,

R_f: Risksiz faiz oranını,

E_m: Piyasa portföyünün getirisini,

β_i: i varlığının sistemik riskini göstermektedir.

Herhangi bir yatırımın betası (β) denildiğinde o yatırımının sistemik riski anlaşılır. Sistemik risk, çeşitlendirme ile giderilemeyen ve sıfırlanamayan risktir. Bir hisse senedi yatırımında Beta (β); o hisse senedinin endeksle olan ilişkisini gösterir. Bir hisse senedinin β'sı 1' den büyük ise (β>1) hisse senedinin fiyatındaki değişim endeksteeki değişimden daha hızlıdır. Eğer β<1 ise hisse senedinin fiyatındaki değişim endeksteeki değişimden daha yavaş olmaktadır. Yatırımcı bir hisse senedine yatırım yaparken endekse bakmalı, eğer endeks yükseliyorsa β'sı 1'den büyük olan hisse senetlerini; eğer endeks düşüyorsa β'sı 1'den küçük olan hisse senetlerini seçmelidir. Pazar portföyünün (İMKB 100 Endeksi, S&P 500 Endeksi gibi) değerinde meydana

⁷⁶ Simons, a.g.m., s.44.

gelen %1 artış hisse senedinin değerinde %2 oranında bir artışa yol açıyorsa bu hisse senedinin β 'sı 2 olarak hesaplanır. Hisse senedinin β 'sı ne kadar yüksekse riski de o oranda yüksektir. Bir portföy içerisindeki bir hisse senedinin β 'sı şu şekilde hesaplanır⁷⁷:

$$\beta = \frac{\text{Cov } r_j, r_m}{\sigma^2 r_m}$$

Burada r_j ; hisse senedinin getirisini, r_m ; piyasa portföyünün getirisini göstermektedir. $\sigma^2 r_m$ ise piyasa portföyünün örnek varyansını göstermektedir.

Beta, iyi çeşitlendirilmiş bir hisse senedi portföyünün volatilitesi hakkında %90-95 düzeyinde verdiği bilgi, tek bir hisse senedinin volatilitesi hakkında sadece %30-35 düzeyinde kalmaktadır. Çünkü, beta; yetersiz yönetim ya da sektörel bir durgunluk gibi piyasa dışı faktörleri değil sadece piyasayı doğrudan ilgilendiren gelişmeleri ölçebilir. Bu piyasa dışı faktörler iyi çeşitlendirilmiş bir portföy içerisinde kaybolma eğilimindedir⁷⁸.

Modelde önemli olan diğer bir değişken piyasa faiz oranı veya **risksiz faiz oranıdır**. Bu oran yatırımcıların sermaye maliyetini oluşturur. Bilindiği gibi ekonomide tek bir faiz oranı yoktur. En düşük ve en yüksek faiz oranları arasında değişik faiz oranları söz konusudur. Bu faiz aralığındaki herhangi bir faiz oranını yeterli gören yatırımcılar yatırım yapacaklar, yeterli görmeyenler ise bekledikleri faizi kendilerine sağlayacak bir yatırım alternatifini arayacaklardır. Mesela, ekonomide uygulanan faizler; banka mevduatına ödenen faizler, devlet tahvilleri veya özel kesim tahvillerinin faizleri olabilir.

Yatırım için karar verecek kişi yukarıda sözü edilen faiz oranlarından birini kendisi için uygun faiz oranı olarak seçebilir. Bu seçimi yaparken yatırımcının riske karşı olan tutumu veya risk konusundaki tercihleri önemli olacaktır. Yatırım için yeterli fona sahip olan yatırımcı, devlet tahvillerine yatırım yapabilir ve herhangi bir riskle

⁷⁷ Robert A. Haugen, **Modern Investment Theory**. (Third Edition, USA: Prentice Hall Inc., 1993), s.55.

⁷⁸ Walter Updegrave, "Risk: How To Measure It," **Money**. Cilt:28, Sayı No:11, (Kasım,1999), s.74.

karşı karşıya kalmaz. Ancak, risk az ise gelirden azdır. Devlet tahvillerinin riskinin azlığına karşılık geliri de düşük olacaktır. Yatırımcının beklediği gelir daha yüksek, bunun yanında kabul edeceği risk daha yüksek olursa şirket tahvillerine yatırım yapabilir. Yatırımcı daha fazla risk kabul ederse hisse senetlerine yatırım yapabilir. Böylece yatırımcı daha değişken ve daha yüksek gelir elde edecektir.

SVFM, belirli varsayımlara dayanarak ve ortalama–varyans analizini kullanarak, sermaye varlıklarında beklenen getirileri belirleyen tek unsurun her bir varlığın piyasanın ortalama getirisi ile olan ilişkisine bağlı olduğu sonucuna varır⁷⁹.

4.1.1. SVFM'nin Dayandığı Temel Varsayımlar

SVFM'nin dayandığı temel varsayımlarını aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz⁸⁰:

☑ Modelde Risksiz Finansal Bir Varlık Vardır. Yatırımcılar Risksiz Bir Oran Üzerinden Yatırım Yapabilirler ve Borçlanabilirler.

Modelin en önemli varsayımına göre yatırımcı, her finansal varlığın karakteristiği ile uğraşmak yerine kendi risk-getiri tercihi kombinasyonuna göre bir portföy oluşturabilir. Yatırımcıların risk ve getiri beklentileri homojendir. Risksiz varlığın portföye belirli bir oranda ilave edilmesiyle risk artırılıp azaltılabilmekte veya risksiz oran üzerinden borçlanarak pazar portföyüne yeni fonlar katabilmektedir.

Sermaye piyasası teorisinin temel özelliği, risksiz varlık kavramıdır. Böyle bir finansal varlığın diğer riskli varlıklarla korelasyonu sıfır olacaktır.

☑ Vergi ve Alım-Satım Komisyonları Yok Sayılmıştır. Piyasada Herhangi Bir Düzensizlik Söz konusu Değildir.

Modeli basitleştirmek amacıyla dikkate alınmayan vergiler, komisyonlar ve piyasa düzensizlikleri (piyasanın tam rekabet koşulları altında olmayışı) aslında yatırımcıların portföy çeşitlendirmelerini fazlasıyla etkilemektedir. Alım-satım komisyonlarının vergiden daha önemli olmasına rağmen yatırımcıların bireysel

⁷⁹ Özçam, a.g.e., s.147.

⁸⁰ Özçam, a.g.e., s.20.

tercihleri ve mali durumları komisyonlar ve vergiler karşısında yatırım tercihlerini etkilemektedir. Risk ve getiri arasındaki temel tercihin bireylerin maddi durumları ve finansal varlıkların fiyatlarıyla ilgili olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.

- ☑ Piyasadaki Toplam Finansal Varlık Sayısı Sabittir ve Bütün Finansal Varlıklar Küçük Parçalara Bölünerek Satılabilmektedir.

Bu varsayıma göre hisselerin bölünerek çoğalmasını göz önünde bulundurmamak ve likidite tercihlerini dikkate almamak gerekmektedir. Likidite (belirli bir finansal varlığı büyük miktarlarda alıp satabilme kolaylığı) büyük miktarlara sahip yatırımcılar için büyük bir sorundur. Küçük yatırımcıların pazara kolayca girip çıkabileceği varsayılmıştır. Büyük yatırımcıların pazara giriş çıkışları sınırlandırılmıştır.

- ☑ Piyasada Tam Rekabet Koşulları Geçerlidir.

Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı vardır. Bu nedenle menkul kıymetlerin piyasa fiyatı bireysel davranışlardan etkilenmez. Başka bir ifade ile, piyasada tam rekabet koşulları geçerlidir.

- ☑ Yatırımcılar; Getirilerin Beklenen Değeri, Standart Sapması ve Korelasyon Yapısı Konusunda Tek Dönemlik Homojen Beklentilere Sahiptir⁸¹.

Yatırımcılar menkul kıymetlerle ilgili yatırımlarını belirli dönem için planlarlar. Bütün yatırımcılar, yatırım kararlarında getirilerin olasılık dağılımını göz önünde bulundururlar. Bütün yatırımcıların, beklenen getiri ve varyans hakkındaki beklentileri homojendir. Çünkü yatırımcıların hiçbir harcama yapmadan tüm bilgileri elde edebilecekleri varsayılmıştır.

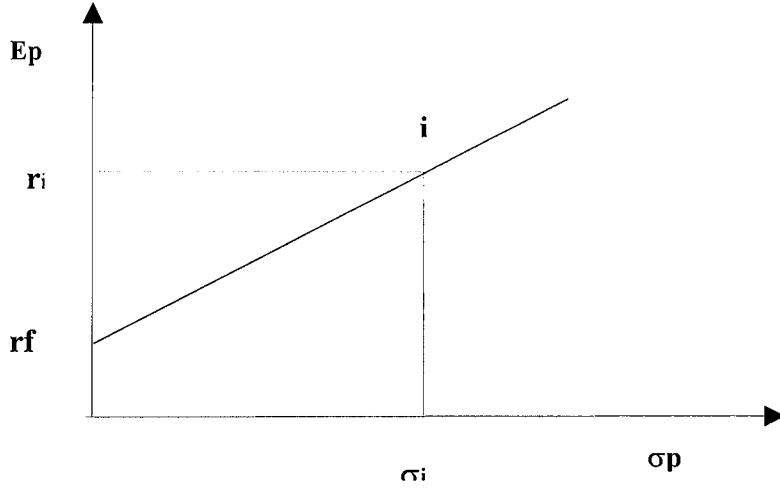
4.2. Sermaye Pazarı Doğrusu (CML)

Sermaye pazarı doğrusu, etkin portföylerin riskleri ile getirileri arasındaki ilişkiyi, diğer bir ifade ile riski bilinen bir etkin portföyün sağlaması gereken getiriye gösterir. Piyasada belirli bir getiriye hiçbir risk taşımaksızın % 100 kesinlikle sağlayacak bir finansal varlık bulunabilir. Örneğin, Devlet tahvillerinin böyle bir

⁸¹ Özçam, a.g.e., s.20.

finansal varlık olduğunu, hatta bir adım daha ileri giderek piyasadaki tüm bireylerin risksiz finansal varlığı alıp satabileceklerini veya devlet tahvili faiz oranı üzerinden borç alıp verebileceklerini kabul etmek mümkündür.

Sermaye pazarı doğrusu, pazar portföyü ile risksiz bir varlığın bileşiminde oluşan bir portföyün beklenen getirisi ile riski arasındaki ilişkiyi ifade ettiği için önemlidir.



Şekil 2.3. Sermaye Pazarı Doğrusu (CML)

Risksiz finansal varlıkla, pazar portföyünü birleştiren doğruya sermaye pazarı doğrusu adı verilir. Bu doğrunun denklemi;

$$E_p = r_f + \frac{(r_i - r_f)}{\sigma_i} * \sigma_p$$

Doğrunun eğimini temsil eden $\frac{(r_i - r_f)}{\sigma_i}$ ifadesi; riskteki bir birimlik

artış için ne kadar ek getiri istendiğini veya riskteki bir azalma için ne kadar getiriden vazgeçilebileceğini gösterir. Bu da *riskin pazar fiyatı* olarak adlandırılır.

Doğrunun i noktasının solunda kalan kısım; risksiz varlıkla riskli i varlığını birleştirerek oluşturulan portföylerin risk ve getirilerini, sağında kalan kısım ise risksiz

faiz oranı üzerinden borç alınarak i varlığına daha fazla yatırım yapılması durumunu temsil etmektedir⁸².

Sermaye pazarı denkleminin ortaya koyduğu diğer bir sonuç ise etkin portföyler için risk ölçüsünün standart sapma olduğu ve etkin bir portföye yatırım yapılması halinde beklenen getirinin, portföyün standart sapmasıyla doğru orantılı olduğudur.

Risksiz finansal varlıklardan oluşturulacak optimal bir portföy vardır. Bu optimal portföyün bileşimi yatırımcıların riske karşı tutumlarından bağımsız yani tüm yatırımcılar için aynıdır. İşte bu portföye *pazar portföyü* adı verilir. Risksiz finansal varlıkla, pazar portföyünün bileşiminden oluşan portföyler etkin portföylerdir ve yalnızca bu tür portföyler etkindir⁸³.

Sermaye piyasasının dengede olabilmesi için piyasa portföyünün, piyasadaki her bir menkul kıymeti, bu menkul kıymetin piyasa değerinin piyasadaki tüm menkul kıymetlerin piyasa değerleri toplamı içindeki payı oranında içermesi gerekmektedir. Aksi halde, örneğin yatırımcılar herhangi bir menkul kıymeti daha düşük oranda portföylerinde tutmak isterlerse, bu menkul kıymete olan talep azalır, arz artar ve sonuç olarak da bu menkul kıymetin piyasa fiyatı düşerken getirisi artar ve cazip yatırım haline gelir.

4.3. Menkul Kıymet Pazar Doğrusu (SML)

Sermaye pazarı doğrusu, etkin portföylerin riskleri ile getirileri arasındaki ilişkiyi başka bir ifadeyle riski bilinen etkin bir portföyün sağlaması gereken getiriyi gösterir. Ancak, tek bir finansal varlık veya genel olarak etkin bir portföy söz konusu olduğunda aynı ilişki geçerli değildir. Bu yeni durum için yeni bir ilişkinin aranması gerekir.

Menkul kıymet pazar doğrusu, pazardaki her menkul kıymet için sistematik riskine uygun olarak, beklenen getirinin ne olması gerektiğini ifade eder. Menkul

⁸² Bolak, a.g.e.,s.200.

⁸³ Bolak, a.g.e.,s.201.

kıymet pazar doğrusu, bir menkul kıymet veya portföy için beklenen getiri ve sistematik risk arasındaki doğrusal ilişkinin ifadesidir⁸⁴.

Gerçektende tüm yatırımcılar etkin portföy oluşturmak isterler. Etkin bir portföy, risksiz menkul kıymetle pazar portföyünün çeşitli oranlarda birleştirilmesiyle oluşturulabilir. Ancak, tek bir finansal varlığın veya etkin olmayan bir portföyün risk-getiri ilişkisinin incelenmesi aşağıdaki nedenlerden dolayı gereklidir⁸⁵:

☑ Etkin bir pazar portföyünün piyasada mevcut tüm finansal varlıkları uygun oranlarda içermesi gerekmektedir. Bununla birlikte, özellikle gelişmiş ülke sermaye piyasalarında neredeyse sonsuz denecek kadar finansal varlık bulunmakta ve bu finansal varlıkların hepsini içeren bir portföy oluşturmak imkansız hale gelmektedir. Bu nedenle yatırımcılar, makul sayıda finansal varlık içeren bir portföy oluştururlar ve bu portföyün risk-getiri ilişkisini bilmek isterler.

☑ Etkin piyasalarda, tüm finansal varlıkların doğru bir şekilde fiyatlandırılmış olduğu ve her finansal varlığın da beklenen getirisinin, riskine göre sağlaması gereken getiriye eşit olduğu kabul edilir. Bu varsayım altında portföy analizinin amacı yalnızca istenen risk düzeyine göre finansal varlıkların portföy içindeki ağırlıklarının saptanmasıdır.

Oysa yatırımcılar piyasadaki tüm finansal varlıkların uygun fiyatlandırılmış olduğuna inanmazlar ve gerçek değerinin çok altında fiyatlanmış varlıkları satın alarak veya gerçek değerinin çok üstünde fiyatlanmış varlıkları satarak ek kazanç sağlamak isterler. Bu nedenle de herhangi bir finansal varlığın taşıdığı riske göre sağlaması gereken getiriyi, söz konusu varlığın beklenen getirisiyle karşılaştırmak isterler.

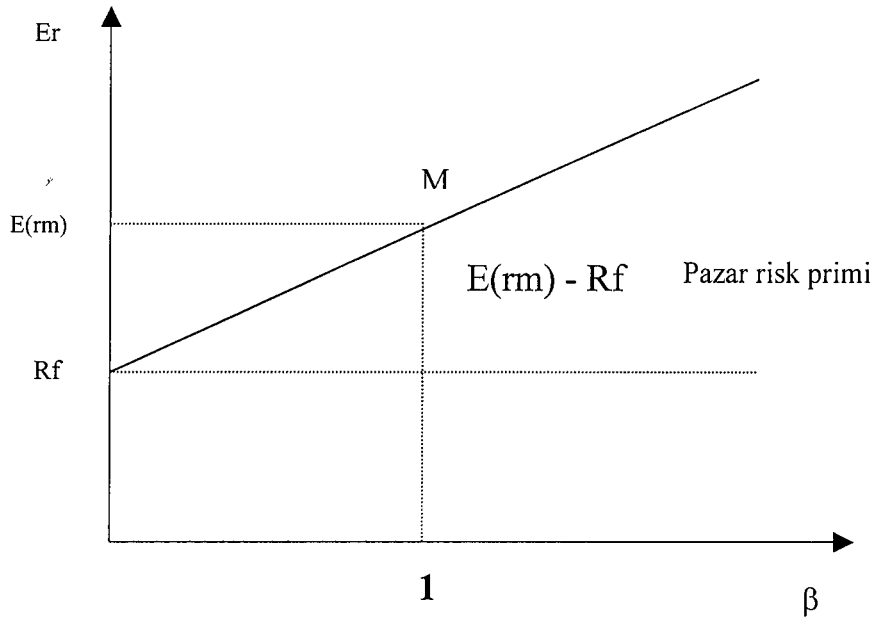
Menkul kıymet pazar doğrusu sermaye varlıklarını fiyatlama modelinin temel fikrini ifade etmektedir. ***Bir menkul kıymetin beklenen getirisi betayla ölçülen sistematik riskle doğru orantılı olarak artar*** . Bu dengede hiçbir menkul kıymet SML altında veya üstünde yer almayacaktır. Dengede bir menkul kıymet ya da portföy, SML

⁸⁴ Ceylan ve Korkmaz ,a.g.e., s.260.

⁸⁵ Bolak, a.g.e., s.203.

üzerinde bulunur. SML, y eksenini risksiz faiz oranı düzeyinde keser ve doğrunun yukarıya doğru olan eğimi sonucu daha yüksek beta katsayısına karşılık daha yüksek beklenen getiriye denk gelir. Yani risk artıkça getiri de artar. SML üzerinde her menkul kıymet, beta katsayısının yüksekliğinin bir karşılığını almaktadır⁸⁶.

Bu ilişkiyi aşağıdaki grafikte gösterebiliriz.



Şekil 2.4. Menkul Kıymet Pazar Doğrusu (SML)

CML (sermaye pazar doğrusu)'nun risk ölçüsü standart sapma olup toplam riskin bir ölçüsü iken, SML'nin risk ölçüsü beta olup sistematik riskin bir ölçüsüdür. Denge durumunda ise; bireysel menkul kıymetler CML altında dağılmışken yalnızca bütünüyle çeşitlendirilmiş portföyler CML üzerinde yer alır. SML için, bütün menkul kıymetler ve portföyler tam olarak SML üzerindedir.

Menkul kıymet pazar doğrusunu aşağıdaki denklemlerle ifade edebiliriz.

$$E_p = r_f + \frac{(r_i - r_f)}{\sigma_i} * \text{Cov}_{i,p}$$

⁸⁶ Şenkaya, a.g.m., s.55.

5. Portföy Performansı Değerlendirme Yöntemleri

Optimal bir portföy oluşturabilmek için bazı bilgilere gerek vardır. Bu bilgileri şu şekilde sıralayabiliriz⁸⁷:

- ☑ Portföye alınacak her bir menkul kıymetin beklenen getirisinin hesaplanması,
- ☑ Portföye alınacak her bir menkul kıymetin varyans veya standart sapmasının hesaplanması,
- ☑ Portföye girebilecek bütün menkul kıymetler ikişer ikişer ele alındığında, kovaryansları veya aralarındaki korelasyonların hesaplanması gerekmektedir.

Ancak, portföyü oluşturan menkul kıymet sayısı N adet olduğunda hesaplanacak korelasyon katsayısı $(N^2 - N) / 2$ 'dir. İMKB'de işlem gören hisse senedi sayısının ortalama 310 adet olduğunu düşünürsek, 95.945 kovaryans bilinmesi veya tahmin edilmesi gerekmektedir. Markowitz modelin büyük zaman ve maliyet unsuru taşıması nedeniyle, bu sakınca, William F. Sharpe'ın basit endeks modeli ile giderilmeye çalışılmıştır. Bu modelde bir tek menkul kıymet getirisi ile endeks arasında doğrusal bir ilişki olduğu varsayılmaktadır. Bu endeks, gayri safi milli hasıla veya herhangi bir endeks olabilmektedir. Daha sonraları ise basit endeks modeli üzerine çoklu endeks modelleri geliştirilmiştir⁸⁸.

SVDM (CAPM) modeline göre, eğer risksiz faiz oranı üzerinden istenildiği kadar borç alınıp verilebiliyorsa; fiyatlar sadece herkes tarafından bilinen bilgilere ve verilere göre belirleniyorsa; varyans, beklenen getiri ve kovaryans sadece bu bilgilerin ışığı altında saptanıyorsa, piyasa portföyü menkul kıymet pazar doğrusu üzerinde yer alacak ve bütün menkul değerler ile portföyler de bu doğrunun üzerinde bulunacaktır.

SVFM'nin ortaya koyduğu çerçevede, portföy yönetiminin başarısını ölçmeye yarayan üç farklı endeks ve bu endekslerden türetilmiş performans ölçüleri geliştirilmiştir.

⁸⁷ Ceylan ve Korkmaz, a.g.e., s.287.

⁸⁸ Ceylan ve Korkmaz, a.g.e., s.288.

1. Sharpe Endeksi (Sharpe Ratio),
2. Modigliani Ölçüsü (M squared - M^2)
3. Treynor Endeksi (Treynor Index),
4. Jensen Alfası (Jensen's Alpha),
5. Bilgi Oranı (Informatin Ratio, Treynor-Black Appraisal Ratio).

5.1. Sharpe'in Portföy Performansı Ölçütü

Portföy yönetiminde Markowitz modelinin uygulanabilmesi için, çok sayıda girdinin hesaplanması gerekmektedir. Bu nedenle, yeni model arayışları gündeme gelmiştir. Menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkiyi daha basitçe temsil edecek bir model ilk defa William F. Sharpe tarafından önerilmiş, daha sonra Sharpe'in basit endeks modelini geliştiren çoklu endeks modelleri de finansman literatüründe geniş yer tutmuştur.

Basit endeks modeline göre, getiriler şu iki nedenden dolayı dalgalanma göstermektedir. Bunlardan ilki, makro olaylardır. Örneğin, enflasyon, reeskont ve faiz oranlarındaki beklenmeyen değişimler makro olaylara örnek verilebilir. İkincisi ise, işletmenin kendisi ile ilgili mikro olaylardır. Bunların dışında endüstri olayları dediğimiz, o endüstrideki işletmelerin büyük bir kısmını etkileyen, fakat genel ekonomiyi ve pazar portföyünü o ölçüde etkilemeyen üçüncü grup faktörler de vardır. Bu tür olaylar, menkul kıymetlerin ve portföylerin getirilerinde artık denilen sapmalara neden olur. Ancak, tekli indeks modelinde bu artıkların mikro olaylardan kaynaklandığı varsayılmaktadır⁸⁹.

Sharpe yaklaşımının temel varsayımları şöyle sıralanabilir⁹⁰:

- ☑ Herhangi bir finansal varlığın pazardan bağımsız getirisi ile pazara bağlı getiri arasındaki korelasyon ve dolayısıyla kovaryans "0"dir.

⁸⁹ Ceylan ve Korkmaz, a.g.e., s.289.

⁹⁰ Bolak, a.g.e., s.211.

- ☑ Herhangi iki finansal varlığın pazardan bağımsız getirileri arasındaki korelasyon ve kovaryans “0”dır. Finansal varlıklar arasındaki etkileşim, finansal varlıkların pazar portföyüyle olan ilişkileri ile temsil edilebilir.
- ☑ Yeterince çeşitlendirmeye giderek, sistematik olmayan risk kaldırılabilir.
- ☑ Bunlara bağlı olarak yeterince çeşitlendirilmiş herhangi bir portföyün riski yalnızca beta katsayısıyla ifade edilebilir.

Bir portföyün performansının miktarının tayininde risk ve getirinin ikisini de incelemek gerekmektedir. Portföylerin ortalama getirilerini derecelemek, riski minimize etme ve böylece iyice basitleştirilmiş bir görünüm sunma becerisini göz ardı eder. Bir portföyün nispi verimliliğini belirlemek, o portföyün performansının daha kapsamlı bir analizidir. Bununla birlikte, genellikle portföylerin performansları derecelendirmek istenir. Gerçek ihtiyaç duyulan, bir portföyün hem riski hem de getirisi tarafından belirlenen bir portföy performansı endeksidir. Aşağıdaki denklem, risk ve getiri istatistiklerinden hesaplanan bir tek parametrelilik portföy performansı endeksidir. William F. Sharpe, i portföyü için aşağıdaki denklemde tanımlanan, S_i ile gösterilen, bir portföy performansı endeksi geliştirmiştir.

$$S_p = \frac{\text{Risk primi}}{\text{Toplam risk}} = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Denklemden;

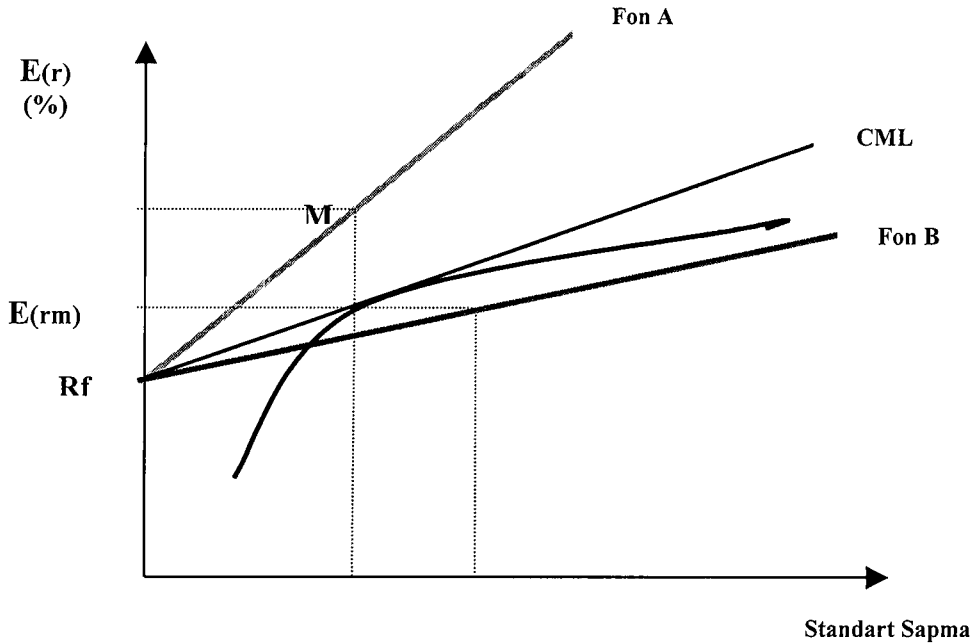
R_p = p portföyün ortalama getirisini,

σ_p = p portföyü için getirilerin standart sapmasını,

R_f = risksiz faiz oranını göstermektedir.

Yukarıdaki denklemin üst terimi, p portföyünün risk primi olarak adlandırılır. Risk primi, yatırımcıların risk almalarını teşvik etmek için ödenen risksiz oranın üzerindeki ek getiridir. Sharpe oranının dayandığı en önemli varsayım, riskin

ölçülmesinde standart sapmanın kullanılmasıdır. Bu yüzden Sharpe oranı; riski, getirilerin dağılımına eşitler. Ortalama getiriden sapma ne kadar çok olursa, yatırım da o kadar riskli olur⁹¹. Bu ölçü, sabit getirinin üstündeki ek getiriler için üstlendiğimiz ek getirinin riskinin bir ölçüsü olarak tanımlanabilir⁹².



Şekil 2.5. Sermaye Pazarı Doğrusu ve Sharpe Oranı İlişkisi

Şekil 2.4.'de farklı Sharpe oranına sahip iki yatırım fonunun sermaye pazarı doğrusu ilişkisi görülmektedir. Sermaye pazarı doğrusu üzerindeki tüm portföylerin Sharpe oranları, pazarın Sharpe oranına eşit olacaktır. Fon A'nın Sharpe oranı, Fon B'den daha yüksektir. M noktasında, bir portföyün Sharpe ölçüsü, pazarinkine eşit olacaktır.

Sharpe'in performans endeksi, portföyün veya değerlendirilmekte olan diğer yatırımın hem getirisi hem de riski tarafından belirlenen bir bilgi içermektedir. Sharpe performans ölçüsü portföyün toplam riskini ele almaktadır. Bu yüzden bu ölçü SVFM'nden değil, sermaye pazarı doğrusundan hareket etmektedir. Sharpe'in **Risk Primi / Toplam Risk** şeklinde ifade edilen performans ölçütü, portföyün toplam

⁹¹ Walter Zebrowski, "The Flaws In Sharpe Ratio Analysis," **Global Investor**. (Aralık 1998-Ocak 1999), s.48.

⁹² Altuğ Arsoy, "Portföy Modelleri," **Global Bülten**. (Aralık, 2000), s.23.

riskine kıyasla yatırımcının risksiz faiz oranı üzerinden talep ettikleri ek getiriyi gösterir. Bu ölçü çok iyi çeşitlendirilmiş portföyler için daha uygun olmaktadır.

Konuyu bir örnekle açıklayalım⁹³.

AYLAR	Fonun Getirisi (%)	Risksiz Faiz Oranı (%)	Örnek Portföyün Getirisi (%)	Fonun Ek Getirisi (%)	Örn. Port. Ek Get. (%)	Fonun Örn. Por. Ek Get. (%)
Ocak	-1,66	0,46	0,16	-2,12	-0,3	-1,82
Şubat	3,37	0,41	3,43	2,96	3,02	-0,06
Mart	3,26	0,43	1,87	2,83	1,44	1,39
Nisan	4,61	0,41	5,59	4,2	5,18	-0,98
Mayıs	4,4	0,43	3,93	3,97	3,5	0,47
Haziran	-1,45	0,42	-3,79	-1,87	-4,21	2,34
Temmuz	-6,23	0,44	-8,45	-6,67	-8,89	2,22
Ağustos	4,82	0,44	5,94	4,38	5,5	-1,12
Eylül	3,86	0,43	3,76	3,43	3,33	0,1
Ekim	1,56	0,44	-1,45	1,12	-1,89	3,01
Kasım	4,36	0,42	4,36	3,94	3,94	0
Aralık	3,51	0,44	2,41	3,07	1,97	1,1

Aritmetik Ortalama	2,03	0,43	1,48	1,60	1,05	0,55
Toplam Yıllık Getiri	24,41		17,8	19,2	12,6	6,65
Standart Sapma (σ)	3,27		4,24	3,42	4,25	1,50
Std. Sapma Yıllık	11,34		14,06	11,36	14,08	4,97

Tablo 2.1. XYZ Hisse Senedi Fonunun Aylık Getirileri ve Özet İstatistikleri

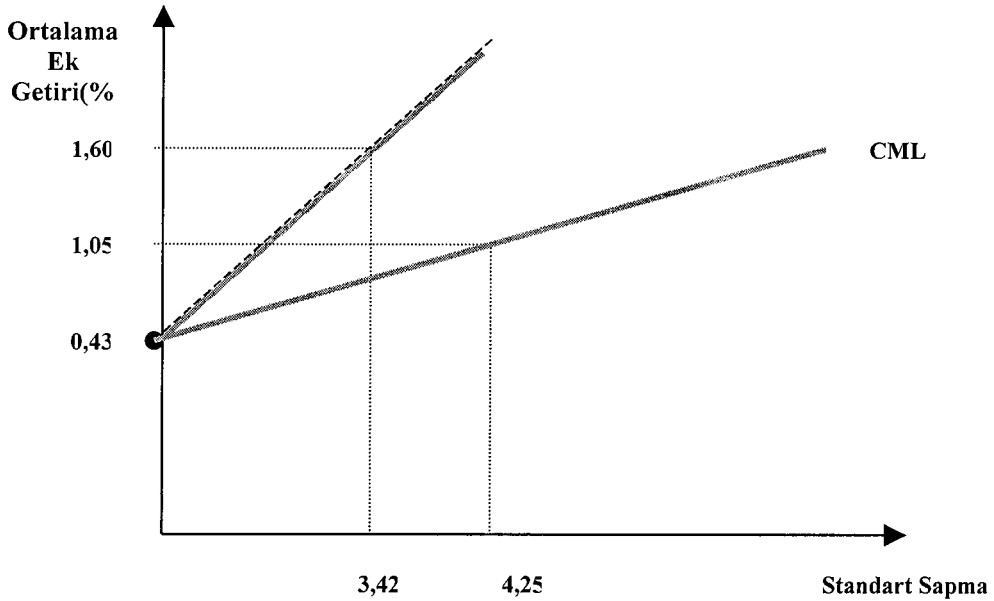
Tablo 2.1'de XYZ fonunun ek getirilerinin aylık ortalamasının **%1,60** ve standart sapmasının da **%3,27** olduğunu görmekteyiz. Bu veriler yardımıyla XYZ hisse senedi fonunun Sharpe Oranını hesaplayabiliriz.

$$SR_{xyz} = \% 1,60 / \% 3,27$$

$$SR_{xyz} = 0.49 \text{ (aylık)}$$

Yıllık olarak hesapladığımızda bu oran **% 19,25 / % 11,36 = 1,69** olmaktadır.

⁹³ Simons., a.g.m., s.35.



Şekil 2. 6. XYZ Hisse Senedi Fonuna Ait Sermaye Pazarı Doğrusu

Doğrunun denklemini şu şekilde yazabiliriz.

$$E_p = r_f + \frac{(r_i - r_f)}{\sigma_i} * \sigma_p$$

$$= 0,43 + (1,05 - 0,43) / 3,42 * \sigma_p$$

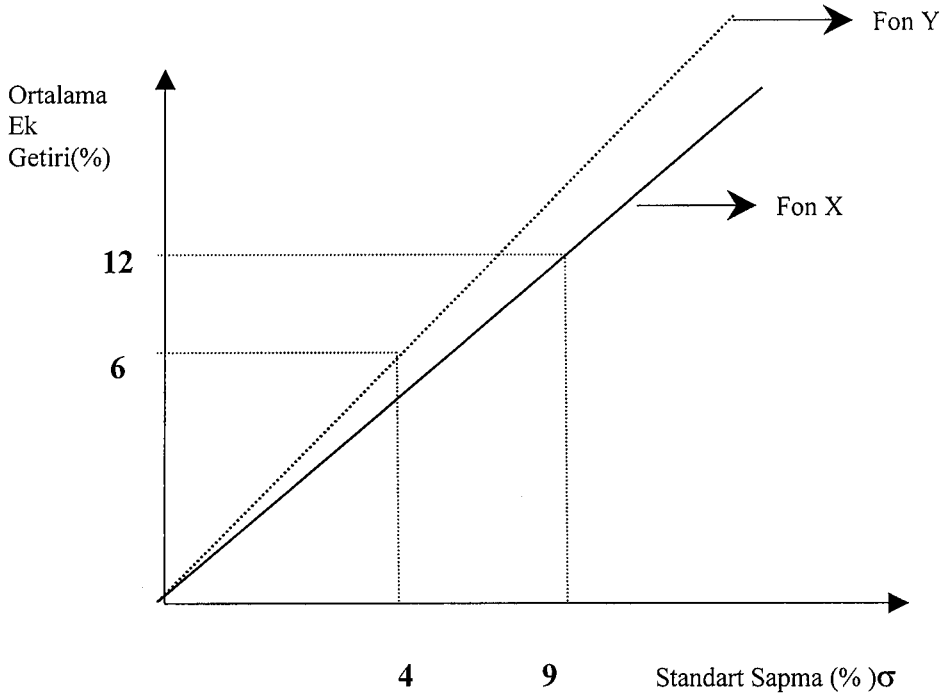
$$E_p = 0,43 + 0,18 * \sigma_p$$

Sharpe oranının portföy karşılaştırmalarında nasıl kullanıldığını görmek için bir başka örnek daha verelim. Bir yatırımcının yatırım yapmak için **1.000 \$**'ının olduğunu düşünelim. Yatırımcı, X veya Y yatırım fonlarının herhangi birisine yatırım yapmak istemektedir. Bu fonlara ait veriler aşağıdaki gibi olsun.

	X FONU	Y FONU
Ek getiri (risk primi)	% 12	% 6
Standart Sapma	% 9	% 4
Sharpe Oranı	1,33	1,5

Yatırımcı için en uygun yatırım Y Fonu olacaktır. Çünkü, X Fonu % 12 ek getiri sağlasa bile Sharpe oranına göre bir tercihte bulunmak daha iyi bir seçim olacaktır.

Yüksek Sharpe oranlı bir yatırım fonu daha düşük Sharpe oranlı bir yatırım fonuna tercih edilmelidir. Bunu bir şekil yardımıyla açıklayalım.



Şekil 2.7. Farklı Sharpe Oranına Sahip İki Yatırım Fonu Getirileri ve Standart Sapmaları

Şekilde de görüleceği üzere yatırımcı X Fonuna yatırım yapmak yerine **1.000 \$** daha borçlanarak Y Fonuna yatırım yaparsa getiri ve riski ikiye katlayacak (ek getiri %12, standart sapma da %8) ama yine de X Fonuna yatırım yapmaktan daha avantajlı olacaktır. Çünkü aynı getiriyi %9 değil %8 standart sapma düzeyinde sağlayabilecektir.

Sharpe'in performans endeksi, portföyün ya da değerlendirilmekte olan diğer yatırımın hem riski hem de getirisi tarafından belirlenen bir sayı üretmektedir. Şekil 2.3.; Sharpe'in endeksini grafik olarak göstermektedir. $S_Y > S_X$ olması, Y Fonunun X Fonundan daha iyi performans gösterdiğini belirtir. Portföylerin farklı ortalama getirilerinin olması ya da farklı risk sınıflarında bulunmaları, Sharpe performans endeksi ile derecelendirme ya da karşılaştırma yapmaya engel olmaz.

Sharpe, 34 yatırım fonunun on yıllık risk ve getirilerine ait verileri toplamış ve performanslarını değerlendirmiştir. Fonların performansını değerlemede bir

karşılaştırma standardı olarak Dow Jones Endüstriyel Ortalamasını (DJIA) kullanılmıştır. 34 fondan 12 tanesi DJIA'nın 0.667 değeri üzerinde bir risk primine (ek getiriye) sahiptir. 34 yatırım fonunun Sharpe oranları ortalaması 0.663'dür ve DJIA'nın 0.667 değerinin altındadır. Bu, DJIA'nın, örnekteki ortalama yatırım fonundan daha etkin bir portföy olduğu anlamına gelir. Buna ilaveten, yatırım fonlarınca karşılanan yıllık ücretler ve satış komisyonları, kendi portföyünüzü oluşturduğunuzda senetleri doğrudan satın almada ortaya çıkan komisyonları aşmaktadır. Açık olarak, ortalama olarak yatırım fonunun yatırım etkinliği, DJIA'in altındadır. Başka bir ifade ile, çoğu yatırımcı, yatırım fonu satın almak yerine rasgele seçilmiş hisse senetlerinden oluşan kendi portföylerini oluşturmada daha başarılı olacaktır⁹⁴.

Hesaplama, fonların yatırımcılarına net getirileri belirlemek için yatırım fonlarının yönetim giderleri çıkarılmıştır. 34 fonun yönetim giderleri göz ardı edilseydi, fonların 19'u DJIA'dan daha iyi performans endeksi sonuçlarına sahip olacaktı. Örnek veriler, yönetim giderlerinden önce, ortalama olarak yatırım fonunun, DJIA gibi, yaklaşık piyasa ortalaması kadar iyi bir performans gösterdiğine işaret eder. Fakat fon sahiplerinin, fon yatırımcıları tarafından ödenen satış komisyonları göz ardı edilerek fonların işlem maliyetleri düşüldükten sonraki getirileri, DJIA'dan daha düşüktür. Yatırım fonu yöneticilerinin maaşları ve diğer profesyonel yönetim giderlerinin, hisse sahiplerinin getirilerini düşürdüğü, çünkü bu maliyetlerin elde ettikleri artan getirilerden daha büyük olduğu görülmektedir⁹⁵.

Çok bilinen portföy stratejilerinden biri de Sharpe oranını maksimum kılacak portföyü seçmektir⁹⁶.

Sharpe oranının akademik ve kurumsal yatırımcılar tarafından genel kabul görmesine rağmen, bu oran kamuoyu ve finansal danışmanlar tarafından fazla bilinmemektedir. Bir gazetede Sertifikalı Finansal Planlamacılık giriş sınavı soruları üzerine yazılmış olan bir makalede Sharpe oranı hakkında şunlar söylenmektedir⁹⁷.

⁹⁴ Şenkaya, a.g.m., s.56.

⁹⁵ Şenkaya, a.g.m., s.57.

⁹⁶ Thomas H. Goodwin, "The Information Ratio," *Financial Analysts Journal*. Cilt:54, Sayı No:4, (Temmuz-Ağustos, 1998), s.37.

⁹⁷ Simons., a.g.m.,s.39.

“Finansal planlamacılara bir yatırım fonunun performansını Sharpe oranı yardımıyla hesaplamalarını istediğinde hiçbir finansal planlamacının önlerine formül konmadan bu oranı sınavda bile hesaplayamadıklarına şahit oldum”.

5.2. Modigliani'nin Portföy Performansı Ölçütü

Sharpe oranının akademik çalışmalarda çok kullanışlı olduğu fakat yorumlanmasının ortalama bir yatırımcının anlayamayacağı kadar zor olduğu görüşü Franco Modigliani ve Leah Modigliani tarafından da paylaşılmaktadır. Daha iyi bir performans ölçüsü geliştirmek için Leah Modigliani (Amerikan hisse senedi piyasaları uzmanı ve Morgan Stanley'de çalışmakta) dedesi Franco Modigliani(Nobel Ödülü sahibi ve MIT'de Profesör) ile birlikte bütün fonları aynı risk seviyesine getirerek elmalarla elmaları karşılaştırmaya imkan sağlayan yeni bir yöntem geliştirmişlerdir. Modigliani, riske göre düzeltilmiş farklı bir performans ölçüsü önermiştir⁹⁸. Tıpkı Sharpe oranında olduğu gibi, söz konusu yöntem de sermaye pazarı doğrusuna dayanmaktadır. Bu yönteme “M²” yöntemi de denilmektedir. Bu ölçüyü şu şekilde ifade edebiliriz.

*Modigliani ölçüsü = fonun ort. ek getirisi / fonun ek get. std.sapması **

örnek portföyün ek get std. sapması

ve aşağıdaki gibi formüle edebiliriz:

$$M^2_p = \frac{AR_p}{\sigma AR_p - \sigma AR_m}$$

AR_p : fonun ortalama getirisini,

σAR_p: fonun ek getirisinin standart sapmasını,

σAR_m : pazar endeksinin ek getirisinin standart sapmasını göstermektedir.

⁹⁸ Leah Modigliani, “Risk Adjusted Performance: How to Measure It and Why.” Presentation at NYSSA, (30 Nisan 1997).

F. Modigliani ve L. Modigliani, risk karşılaştırması yapmak için S&P 500 endeksinin standart sapmasını kullanmışlardır. *Risk ve getirisi verilen herhangi bir fonun, eğer fon da piyasa endeksiyle aynı riske sahip olsaydı fonun elde edeceği getirinin ne olacağını, Modigliani ölçüsü vermektedir.* Bu yüzden aynı Sharpe oranında olduğu gibi yüksek bir Modigliani ölçüsüne sahip bir fonun daha yüksek bir getiri sağlayacağını söyleyebiliriz. Modigliani'nin yöntemine göre en iyi portföy, herhangi bir risk seviyesinde en yüksek getiriyi sağlayan portföydür⁹⁹.

Aynı örneğimize dönecek olursak, ek getirinin yıllık ortalaması % 19,25 ve standart sapması %11,36 dır. Eğer S&P 500 piyasa endeksinin ek getirisinin standart sapması %15 ise XYZ Fonu için Modigliani Ölçüsü; $\% 19,25 / \% 11,36 * \% 15 = \% 25,42$ olacaktır. %25,42'yi şu şekilde yorumlayabiliriz: *Daha yüksek bir risk düzeyini, başka bir ifadeyle daha yüksek standart sapmayı (risk ölçüsü standart sapma olduğu için) üstlenen bir yatırımcı, XYZ Fonuna yatırım yaparak %15 standart sapma düzeyinde % 25,42'lik bir getiri sağlayacaktır.* Modigliani'nin yöntemine göre en iyi portföy, herhangi bir risk seviyesinde en yüksek getiriyi sağlayan portföydür.

Fonlarının büyük bir kısmını teknoloji hisselerine yatırmış bir fonun hizmet sektörüne yatırmış bir fondan daha yüksek bir getiri sağlayabileceğini söyleyebiliriz. Ancak, performansı hakkında aynı şeyleri söyleyemeyiz. Çünkü teknoloji hisseleri, hizmet sektörü hisse senetlerinden daha risklidir. Bir yatırımcı teknoloji fonlarının daha yüksek bir getiriye sahip olacağını bekler. Fakat bu fonların riske göre düzeltilmiş getirilerinden sonra hangisinin seçileceği önem kazanmaktadır. M^2 yöntemini kullanarak, Modigliani, her bir portföyü, genellikle S&P 500 Endeksi gibi bir örnek ile aynı risk düzeyine indirgeyerek riske göre düzeltilmiş getirilerini ölçmektedir. Başka bir ifade ile Modigliani, teknoloji fonunun riskini örnek portföyün riskine tam olarak eşit olduğu noktaya kadar portföydeki hisse senetlerini satma veya Hazine Bonosu satın alma ve bu ikisi arasında yer değiştirme alternatiflerini kullanarak azaltmaktadır. Hizmet sektörü fonunun da riskini örnek portföyün riskine tam olarak eşit olduğu noktaya kadar yeni alımlar yaparak riskini artırmaktadır.

⁹⁹ Simons, a.g.m., s.40.

M² yöntemi, risk ölçüsü olarak volatilitiyi (dalgalanma) kullanır. Volatilitenin de ölçüsü standart sapmadır. Modigliani, S&P 500 Endeksini örnek portföy olarak kullanmıştır. Fakat Modigliani'ye göre, performans ölçümünde farklı bir örneğin kullanılması sıralamayı değiştirmemektedir.

Modigliani ölçüsü çok yeni bir performans değerlendirme kriteri olduğu için, Sharpe oranından daha fazla anlaşılır ve kabul görmeye aday olarak görülebilir¹⁰⁰.

5.3. Treynor'ın Portföy Performansı Ölçütü

Jack Treynor'ın portföy performanslarını ölçmek için geliştirdiği endeks de temelde Sharpe endeksiyle aynı niteliktedir. Bu endeks, portföyün karakteristik doğrusu ile ilgili kavramlara dayanmaktadır. Menkul değerlerde olduğu gibi herhangi bir portföy için de karakteristik doğruyu belirlemek mümkündür. Karakteristik doğrunun eğimi, sistematik risk göstergesi olan beta katsayısıdır. Bu beta katsayısı, portföy getirilerinin pazara karşı olan değişkenliğinin de göstergesidir. Bu nedenle doğru eğimi ne kadar yüksek olursa, beta o kadar büyük ve portföy de o kadar riskli demektir.

Treynor, portföylerin beta katsayılarıyla ölçülen sistematik riske dayalı bir portföy performansı endeksi düşünmüştür. *Treynor endeksi, ölçüsü beta olan ve üstlenilen her bir birim sistematik risk karşılığında elde edilen ek getiriye ölçen orandır*¹⁰¹. Yüksek bir Treynor endeksi, fonun birim başına riske karşılık daha fazla ek getiri sağladığı anlamına gelir¹⁰².

$$TE_p = \frac{\text{Risk primi}}{\text{Sistematik risk}} = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

Burada;

¹⁰⁰ Simons, a.g.m., s.40.

¹⁰¹ Matthew R. Morey ve Richard C. Morrey, "An Analytical Confidence Interval For The Treynor Index: Formula, Conditions And Properties," **Journal Of Business Finance&Accounting**, Ocak-Mart, 2000, s.130.

¹⁰² http://www.duke.edu/~charvey/Courses/ba350_1997/perf/perf.htm

R_p = p portföyünün ortalama getirisini,

R_f = risksiz faiz oranının ortalama getirisini,

β_p = p portföyünün betasını(eğimini) temsil etmektedir.

Treynor Endeksini bir örnekle açıklayalım. A ve B Fonlarına ait veriler aşağıdaki gibidir.

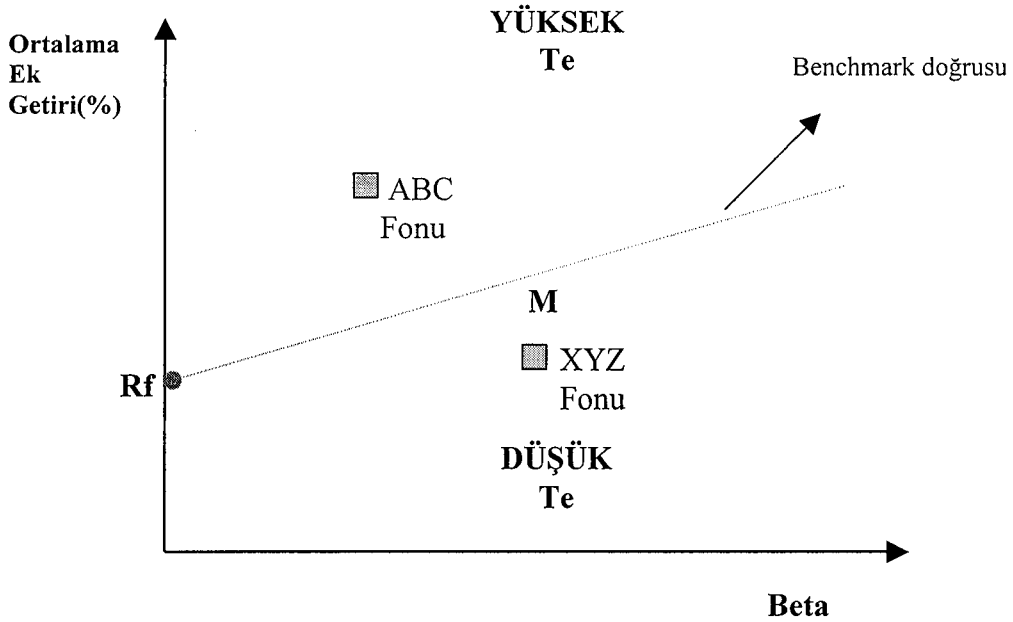
	A FONU	B FONU
Getiri (1999) yıllık	% 120	% 140
Beta (β)	% 2	% 4
DİBS Endeksi (Genel)	% 110	% 110
Treynor Endeksi	5	7,5

1999 yılı sonunda A Fonunun *yıllık getirisi* % 120, 1999 yılı Devlet İç Borçlanma Senetleri Endeksi de %110 ve fonun sistematik riski (beta) 2 olduğunu göre; burada ek getiri %120 - %110 = %10'dur. Dolayısıyla Treynor Endeksi = %10 / 2 = 5 olarak hesaplanır. B Fonu için de benzer hesaplama yapıldığında Treynor Endeksi, B Fonu için 7,5 olarak bulunur.

B Fonu, A Fonuna göre daha yüksek bir getiriye dolayısıyla da riske göre düzeltilmiş (Treynor) yüksek bir getiriye sahiptir. Ancak, risk açısından baktığımızda B Fonu A Fonuna göre daha riskli görünmektedir. Ancak, fonların risklerine bakarken getirilerini de dikkate almak durumundayız. Treynor Endeksine göre bir seçim yapıldığında B fonu A'ya kıyasla daha yüksek bir değere sahip olduğu için B Fonu seçilmelidir.

Sharpe oranı ve Treynor endeksi riskin tanımı konusunda birbirinden ayrılmaktadır. Sharpe oranında risk, standart sapma ile ölçülürken; Treynor endeksine göre risk, sistematik riskin ölçüsü olan beta katsayısı ile ölçülmektedir¹⁰³.

¹⁰³ Tefvik, a.g.e., s.126.



Şekil 2.8. Farklı Treynor Oranına Sahip İki Yatırım Fonu Getirileri ve Standart Sapmaları

Şekildeki örnek portföy doğrusunun eğimi (**benchmark line**), beklenen getiri (E_r) – risksiz faiz oranı (R_f) olan menkul kıymet pazar doğrusu ile aynıdır. Eğer bir fonun Treynor endeksi de $E_r - R_f$ ise fonun ek getirisi, piyasa getirisi ile aynıdır. ABC Fonunun ek getirisi piyasa getirisinin üzerinde iken XYZ Fonunun ek getirisi piyasanın getirisinin altındadır.

Finansal varlık fiyatlama modeline dayanan Sharpe Oranı, iyi çeşitlendirilmiş portföylerin; menkul değer Pazar doğrusuna dayanan Treynor Endeksi, iyi *çeşitlendirilmemiş* portföylerin performanslarını ölçmede daha uygun olmaktadır. Treynor performans ölçüsü pazar riskini dikkate alan ilk yaklaşım olmuştur.

5.4. Jensen'in Portföy Performansı Ölçütü

Treynor ve Sharpe'in endeks modelleri portföy risklerine göre nispi bir performans sıralamasına olanak sağlamaktadır. Jensen ise, riski dikkate alarak nispi performans ölçüsü yerine mutlak performans ölçüsü geliştirmeye çalışmıştır. Bir başka deyişle, portföy performansı için bir takım standartlar geliştirmiştir. Herhangi bir

portföyün menkul kıymet pazar doğrusundan sapmasını ölçen ve Jensen Alfası olarak bilinen bu standart, akademik çalışmalarda çok fazla kullanılmakta ve risk ölçümü konusunda yoğunlaşmaktadır¹⁰⁴.

Dr. Michael C. Jensen (1968) “**fark eden getiriler**” adıyla anılan yöntemini Sharpe(1965), Linter(1965) ve diğerleri tarafından geliştirilen *sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeline-SVFM* dayandırmıştır. Jensen, karakteristik regresyon doğrusunu, tek parametrelili yatırım performans ölçüsü olarak kullanışlı kılmak için değiştirmiştir. SVMF'nin temel denklemine göre bir portföyün ek getirisi yani risksiz faiz oranından arındırılmış getirisi, portföyün pazar portföyüne olan duyarlılığına, pazarın ek getirisine ve tesadüfi hata terimine bağlıdır¹⁰⁵. Jensen'in modelindeki temel değişkenler aşağıdaki denkleme tanımlanan risk primleridir.

$$\mathbf{R_p = R_f + \beta(R_m - R_f) + E_p}$$

Burada;

R_p = p portföyünün gerçekleşen getirisini,

R_f = risksiz faiz oranını,

R_m = piyasanın gerçekleşen getirisini,

E_p = p portföyü için tesadüfi hata terimini göstermektedir.

Yukarıdaki denkleme göre, p portföyünün herhangi bir dönemdeki gerçekleşmiş getirisi; risksiz faiz oranı, portföyün risk primi ve hata teriminin toplamına eşittir. Piyasa risk priminin veri olması durumunda, p portföyünün risk primi, p portföyünün sistematik riskinin bir fonksiyonudur. Başka bir ifade ile, sistematik risk ne kadar büyükse risk primi de o denli büyük olacaktır¹⁰⁶.

Yukarıdaki denklem risk primi veya ek getiri cinsinden yeniden yazılabilir.

¹⁰⁴ Mark Grinblatt ve Sheridan Titman, “Portfolio Performance Evaluation: Old Issues and New Sights,” **The Review of Financial Studies**. Cilt:2, Sayı:3, 1989, s.393.

¹⁰⁵ Karacabey, a.g.m., s.139.

¹⁰⁶ Tefvik., a.g.e., s.127.

$$R_p - R_f = \beta(R_m - R_f) + E_p$$

Burada $R_p - R_f$, p portföyünün risk primini ifade eder. Sabit bir terim olan *alfanın* denkleme eklenmesi başarılı ve başarısız portföylerin belirlenmesi için gereklidir. Yeni denklem;

$$R_p - R_f = A_p + \beta(R_m - R_f) + E_p$$

Alfa, portföy yöneticisinin katkısını ölçmektedir. Alfa pozitif ise üstün bir performans sözkonusudur. Alfa negatif ise performans sözkonusu değildir. Alfa değeri sıfır ise yöneticinin piyasa portföyüne yakın bir performans, başarımlı gösterdiği söylenebilir. Jensen ölçüsü, portföyün getirisinin, piyasa getirisini geçip geçmediğini gösterir. Ancak, bu ölçü performansa göre sıralama yapmada yararlı değildir. Bu sıralamayı yapabilmek için değiştirilmiş Jensen ölçüsü kullanılır. Bu ölçü de aşağıdaki denklem ile gösterilebilir.

$$J_m = \frac{A_p}{\beta}$$

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli , Jensen'in betası cinsinden yeniden ifade edilebilir ve Jensen'in betası, orijinal beta sistematik risk katsayısından farklı olmasına rağmen, bu iki farklı beta aynı varlıklar için çok benzer sayısal değerlere sahiptirler.

5.4.1. Jensen'in Alfa Ölçüsünün Açıklaması

Jensen tarafından geliştirilen bu ölçü Jensen Alfası olarak da adlandırılır. Sharpe ve Treynor endekslerinde ise portföy performansları sıralanmaktadır. Treynor endeksine bezeyen bu ölçü, portföy performansının piyasa getirisini geçip geçmediğini ölçmeye yöneliktir. Bu oran bir ölçü de SVFM'ne dayanır.

Alfa, bir menkul kıymetin riske göre düzeltilmiş performansını ölçer. Jensen, 1969 yılında yayınlanan makalesinde 1945'ten 1964'e 115 adet açık uçlu yatırım fonu

için regresyon analizi uygulamış ve alfa değerinin negatif (**-0.011**) olduğunu hesaplamıştır¹⁰⁷.

Jensen'in risk primi yapısındaki karakteristik doğrusundaki *alfa*, i'inci varlığın ek getirilerinin (pozitif, sıfır ya da negatif) bir regresyon tahminidir. Bu alfa, karakteristik doğru regresyonunu tahmin etmede kullanılan örnek döneme ortalama olarak dağılan ek getirileri tahmin eder. Eğer j'inci varlık doğru bir şekilde fiyatlanmışsa ve böylece elverişli risk priminininkinden daha düşük veya daha yüksek getiriler elde etmemişse, alfa değeri sifıra eşit olacaktır. Fakat, eğer j'inci varlık elverişli risk primini aşan getirilere sahipse o halde bu j'inci varlığın alfa değeri pozitif olacaktır ve regresyonu tahmin etmede kullanılan örnek döneme ortalama olarak dağılan artık getirilerin deneysel tahminini sağlayacaktır¹⁰⁸.

Jensen'in risk primleriyle yeniden formüle edilen karakteristik doğrusundaki alfa regresyon katsayısı terimi, varlıkların yatırım performanslarını hesaplamada kullanılabilir. Örneğin, eğer j'inci varlık piyasadan fazla bir performans gösterirse bu $A_j > 0$ olarak gösterilir. Eğer varlık m sistematik risk düzeyine tam olarak uygun getiriler elde ederse o zaman $A_m = 0$ olur. Eğer k'inci varlık düşük bir performans gösterirse, $A_k < 0$ olur. Üç varlığın yatırım performansları aşağıdaki eşitsizlikte gösterildiği gibi sıralanabilir: $A_j > A_m > A_k$.

Yukarıda incelenen performans ölçülerini daha iyi anlayabilmek için konuyu bir örnek ile açıklayalım.

¹⁰⁷ http://www.duke.edu/~charvey/Classes/ba350_1997/perf/perf.htm

¹⁰⁸ Şenkaya, a.g.m., s.59.

Dönem	Haz.Bon. Get.(%)	X FONU		S&P 500	
		Getiri	Ek Getiri	Getiri	Ek Getiri
1.	2.97	-8.77	-11.74	-5.86	-8.83
2.	3.06	-6.03	-9.09	-2.94	-6.00
3.	2.85	14.14	11.29	13.77	10.92
4.	1.88	24.96	23.08	14.82	12.94
5.	1.90	3.71	1.81	11.91	10.01
6.	2.00	10.65	8.65	11.55	9.55
7.	2.22	-0.22	-2.44	-0.78	-3.00
8.	2.11	0.27	-1.84	0.02	-2.09
9.	2.16	-3.08	-5.24	-2.52	-4.68
10.	2.34	-6.72	-9.06	-1.85	-4.19
11.	2.44	8.58	6.14	8.73	6.29
12.	2.40	1.15	-1.25	1.63	-0.77
13.	1.89	7.87	5.98	10.82	8.93
14.	1.94	5.92	3.98	7.24	5.30
15.	1.72	-3.10	-4.82	-2.78	-4.50
16.	1.75	13.61	11.86	14.36	12.61

Hesaplamalar

Dönem	X FONU Ek Getiri (%) Y (1)	S&P 500 Ek Getiri (%) (X) (2)	Y ² (3)	X ² (4)	X*Y (5)
1.	-11,74	-8,83	137,83	77,97	103,66
2.	-9,09	-6	82,63	36,00	54,54
3.	11,29	10,92	127,46	119,25	123,29
4.	23,08	12,94	532,69	167,44	298,66
5.	1,81	10,01	3,28	100,20	18,12
6.	8,65	9,55	74,82	91,20	82,61
7.	-2,44	-3	5,95	9,00	7,32
8.	-1,84	-2,09	3,39	4,37	3,85
9.	-5,24	-4,68	27,46	21,90	24,52
10.	-9,06	-4,19	82,08	17,56	37,96
11.	6,14	6,29	37,70	39,56	38,62
12.	-1,25	-0,77	1,56	0,59	0,96
13.	5,98	8,93	35,76	79,74	53,40
14.	3,98	5,3	15,84	28,09	21,09
15.	-4,82	-4,5	23,23	20,25	21,69
16.	11,86	12,61	140,66	159,01	149,55
TOPLAM	27,31	42,49	1332,34	972,14	1039,85

1. Beta Değerinin Hesaplanması

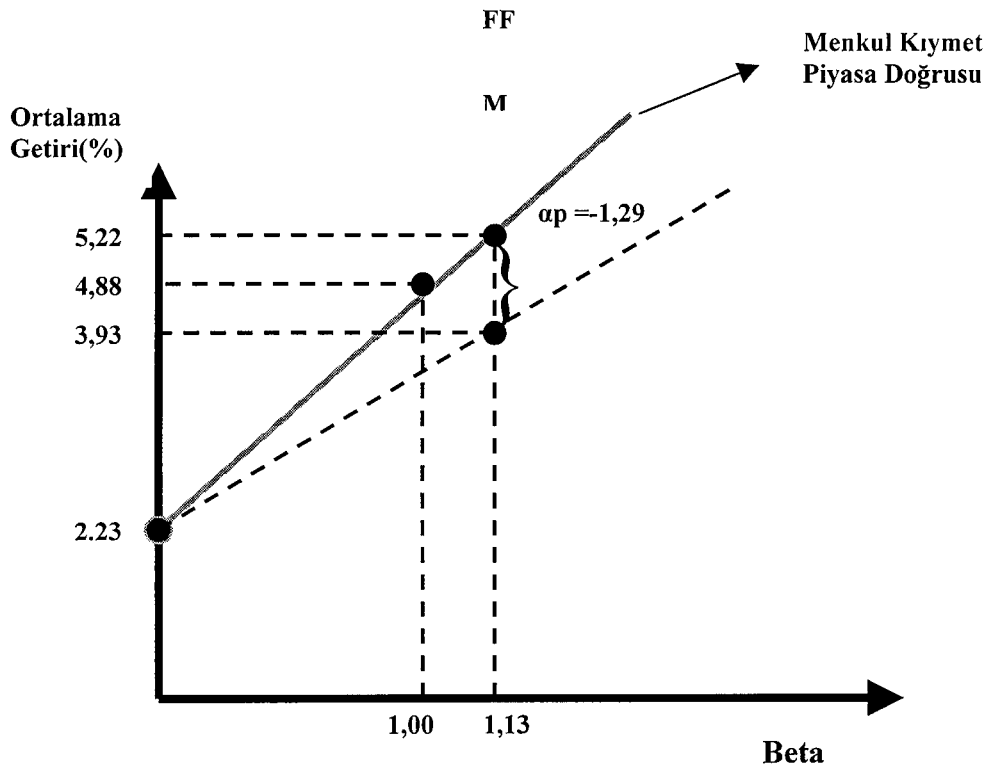
$$\beta_p = \frac{(T * \Sigma XY) - (\Sigma Y * \Sigma X)}{(T * \Sigma X^2) * (\Sigma X)^2}$$

$$= \frac{(16 * 1039,85) - (27,31 * 42,49)}{(16 * 972,16) - (42,49)^2} = \underline{1,13}$$

2. Alfa Değerinin Hesaplanması

$$\alpha_p = (\Sigma X / T) - (\text{Beta} * \Sigma X / T)$$

$$= (42,49 / 16) - (1,13 * 42,49 / 16) = \underline{-1,29}$$



Şekil 2.9. SML Doğrusunu Kullanarak Yapılan Performans Değerlendirmesi

Örneğimizdeki X Fonunun ortalama getirisi %3.93 ve sistematik riski 1,13'tür. X fonunun betası piyasa portföyünün betasından büyük olduğu için ($1,13 > 1$) agresif (saldırgan) bir yatırım stratejisini izlediğini söyleyebiliriz. Fonun betası ve ortalama

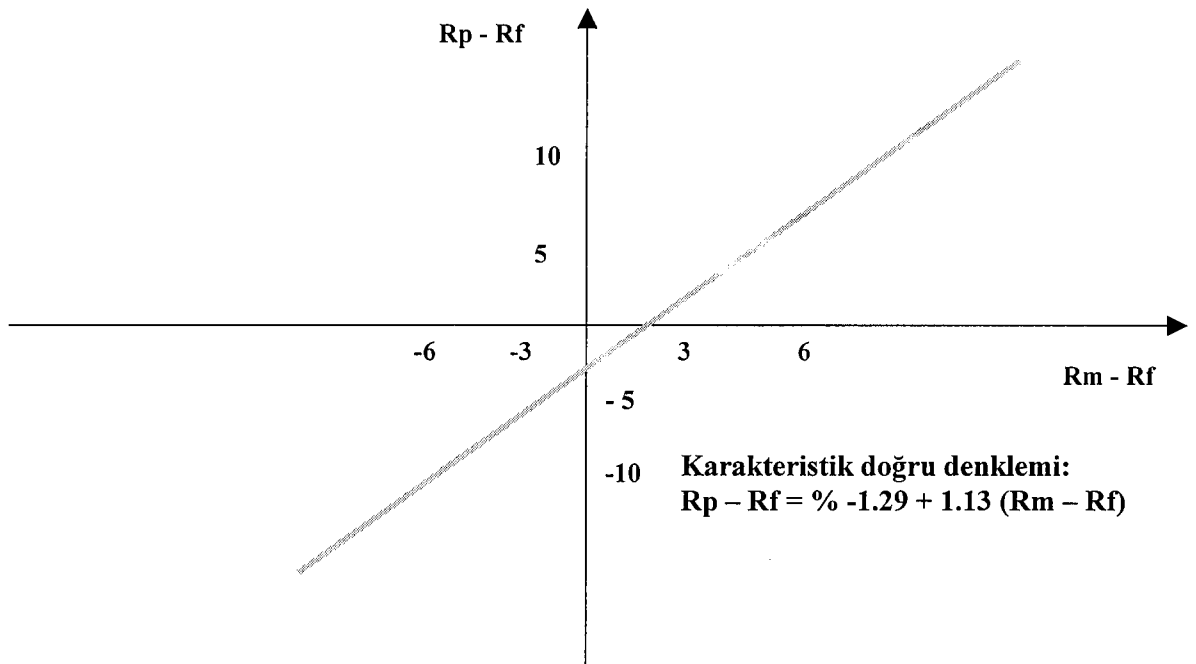
getirisinin kesiştiği noktaya(1.13 ;3.93) FF noktası diyelim. FF noktasının finansal varlık pazar doğrusuna olan uzaklığı, alfa değerini verir.

$$\alpha_p = R_p - [R_f + (R_f + R_m) \beta_p]$$

$$\alpha_p = \% 3.93 - [\%2.23 + (\% 4.88 - \% 2.23)1.13]$$

$$\alpha_p = \% -1.29$$

FF noktası, finansal varlık pazar doğrusunun altında kaldığı için alfa değeri negatif çıkmıştır. Başka bir ifade ile X fonunun performansı alfa ölçüsüne göre düşüktür. X fonuna ait karakteristik doğruyu aşağıdaki şekilde çizebiliriz.



Şekil 2.10. X Fonunun Karakteristik Doğrusu

Genel olarak bir portföyün alfa değeri, beta değeri ve finansal varlık piyasa doğrusu belirlenirken 5 aşamalı bir yöntem kullanılır¹⁰⁹:

- ☑ Portföyün, piyasa endeksinin ve risksiz faiz oranına ait dönemsel getiriler belirlenir.

¹⁰⁹ Sharpe, a.g.e., s.841.

- ☑ Ortalama getiriler hesaplanır,
- ☑ Sistematik risk hesaplanır,
- ☑ Alfa değeri hesaplanır,
- ☑ Beta ve alfa değerleri kullanılarak karakteristik doğrusu çizilir.

5.5. Bilgi Oranı (Information Ratio - Treynor-Black Appraisal Ratio)

Bilgi oranı, aktif olarak yönetilen bir portföyün ortalama – varyans özelliğini tek bir değer olarak göstermeyi amaçlayan bir ölçüdür. Markowitz’in ortalama – varyans görüşüne dayanmaktadır¹¹⁰. Finans literatüründe, “**alfa – omega oranı**” olarak da bilinir. Alfa-omega oranı olarak anılmasının nedeni, bu terimin sırasıyla ek getiriye ve idosinratik riski (*Idiosyncratic Risk, çok az sayıdaki varlığı etkileyen ve çeşitlendirme ile yok edilebilen sistematik olmayan riske benzer risk türüdür. Çok az sayıdaki hisse senediyle ilgili olarak çalışanların greve gittiği yönünde haberler çıkması bu tür riske örnek verilebilir*¹¹¹) ifade etmek üzere yaygın olarak literatürde kullanılmasından kaynaklanmaktadır.

Hem Jensen alfasında hem de Treynor endeksindeki temel problem, bir fona ait idosinratik risk konusunda yeterli açıklama sağlayamamasıdır. İşte bilgi oranı (appraisal ratio), bir fona ait birim sistematik olmayan risk karşılığında fonun alfasının nasıl değiştiğini veya başka bir ifade ile birim sistematik risk başına ek getirisinin ne olduğunu ölçen bir portföy performansı değerlendirme ölçüsüdür.

Bilgi oranı, ek getirideki birim dalgalanma başına ortalama ek getiriye verir. Sharpe oranının başka bir versiyonu olan bu oran, fonun örnek portföy getirisinin üzerinde olan ek getirisinin, yine bu fonun getirilerinin fonun standart sapmasıyla çarpılan değere oranlanması suretiyle hesaplanır. Örnek portföyden sapmalar, hata terimi olarak adlandırılır. Hata terimi, bir fon yöneticinin aldığı riski tahmin etmemiz konusunda bize bir fikir verir. Yaratılan katma değer, fon yöneticisinin portföy değerini artırdığı veya azalttığını ifade eder. Sharpe, yönetici tarafından alınan her bir birimlik risk karşılığında elde edilen getiriye tahmin etmek için; yaratılan katma değeri, hata

¹¹⁰ Goodwin., a.g.m., s.34.

¹¹¹ <http://www.investopedia.com/terms/i/idiosyncraticrisk.asp>

terimine oranlayarak bilgi oranını hesaplamıştır. Bilgi oranı olarak adlandırılmasının esas nedeni, özellikle yöneticinin faaliyetleri üzerine odaklanmasından kaynaklanmaktadır¹¹².

Information Ratio (IR) - Bilgi Oranı şu şekilde hesaplanır.

Tahminin varyansı;

$$\sigma^2(\epsilon_p) = \sigma^2(R_p) - \beta_p^2 \sigma^2(R_m)$$

ve bu portföye ait bilgi oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

Bilgi Oranı = Portföyün Alfası / Hata Teriminin Standart Sapması

$$IR_p = \alpha_p / \sigma(\epsilon_p)$$

Burada;

R_p: p fonunun t dönemdeki getirisi,

R_m: örnek portföyün t dönemdeki getirisi,

$\sigma(R_p)$: fon getirilerinin standart sapmasını,

$\sigma(\epsilon_p)$: tahminin standart sapmasını temsil etmektedir.

Oranın nasıl hesaplandığını bir örnek yardımıyla açıklayalım.

	FON A	FON B
Getiri	% 10	% 15
Standart Sapma	% 15	% 25
Beta	0.75	1.80
Alfa	% 1.25	% 1.0

Risksiz faiz oranı, % 5 ve pazar portföyünün standart sapması % 13 ise bu iki fona ait bilgi oranı şu şekilde hesaplanacaktır.

İlk olarak fonların ayrı ayrı tahminin standart hatalarını (standard deviation of residual) hesaplayalım.

¹¹²http://www.the401k.com/news/quarter11997/information_ratio.html

$$= \sigma^2 (R_p) - \beta_p^2 \sigma^2 (R_p)$$

formülünü kullanarak

$$\sigma(\epsilon_A) = \% 11.4$$

$\sigma(\epsilon_B) = \% 8.8$ olarak hesaplanır.

Daha sonra her iki fona ait bilgi oranlarını hesaplayalım.

$$IR_A = 0.0125 / 0.114 = \underline{0.110}$$

$$IR_B = 0.01 / 0.088 = \underline{0.114}$$

A fonunun bilgi oranı B fonundan daha küçük olduğu için A fonu seçilmelidir. Başka bir ifadeyle B fonu, A fonuna göre birim sistematik risk başına daha yüksek bir getiri sağlamıştır.

Bu oran Sharpe oranının çok genel anlamda kullanılan özel bir ölçüsüdür. Bu özel durum ise, bütün fonlar için Hazine bonolarının getirilerinin örnek portföy olarak kullanıldığı portföy performansı hesaplamalarıdır. ***Bilgi oranını hesaplamak için en az 36 aylık veriye ihtiyaç vardır***¹¹³.

Bilgi oranına göre yapılan fon performanslarının ölçümü, ek getirilere veya düzenli getirilere dayanan Sharpe Oranına göre yapılan fon sıralamalarından ayrılmaktadır. Ayrıca bilgi oranının, fonlara veya diğer menkul kıymetlere yatırım yapılıp yapılmayacağı konusunda karar verme faaliyetine çok fazla yardımcı ve yol gösterici olmadığını söyleyebiliriz¹¹⁴.

Bilgi oranı, bir fon yöneticisinin yeteneklerini değerlendirmede oldukça güçlü bir ölçüdür. Bir portföyün ortalama – varyans özelliğini en iyi yansıtan ölçü olmasına rağmen, yatırımcıların tek bir orana bakarak yatırım kararı vermesi de sakıncalı olabilir. Ayrıca, oran hesaplanırken geçmiş verilerin kullanılması dolayısıyla, yüksek bir bilgi oranı gelecekte başka bir yüksek getiriye garanti edemez veya tam tersi de geçerlidir. Bundan dolayı, bilgi oranı hesaplanırken örnek portföy çok iyi seçilmeli ve derinlemesine incelenerek yorumlanmalıdır¹¹⁵.

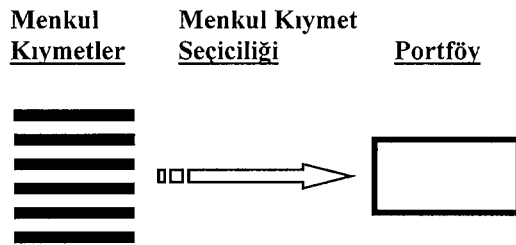
¹¹³ http://www.the401k.com/news/quarter11997/information_ratio.html

¹¹⁴ Simons, a.g.m., s.45.

¹¹⁵ Goodwin, a.g.m., s.41.

6. Piyasa Zamanlaması ve Hisse Senedi Seçiciliği (Market Timing and Stock Selection)

Fon yöneticilerinin portföy oluştururken ve portföye alacakları menkul kıymetleri seçerlerken doğru bir zamanda doğru menkul kıymeti seçmesi fon portföyünün performansını doğrudan etkileyecektir. Prensip olarak yatırım uzmanlarının veya fon yöneticilerinin; bütün menkul kıymetlerin beklenen getirileri, standart sapmaları ve kovaryansları hakkında bir öngörüsü olmalı ve geleceğe dönük kararlar alırken bu beklentileri doğrultusunda hareket etmelidirler. Bu tahminler, etkin bir portföy oluşturulmasında fon yöneticisine büyük kolaylık sağlar. Yatırım uzmanı veya fon yöneticisi daha sonra optimal portföy (optimal portföy; bir farksızlık eğrisinin etkin sınıra teğet olduğu noktada oluşan portföydür) oluşturma imkanını veren menkul kıymetlere yatırım yapmalıdır. Tek aşamalı bir menkul kıymet seçim süreci aşağıdaki şekilde gösterilebilir.



Şekil 2.11. Tek Aşamalı Menkul Kıymet Seçim Süreci

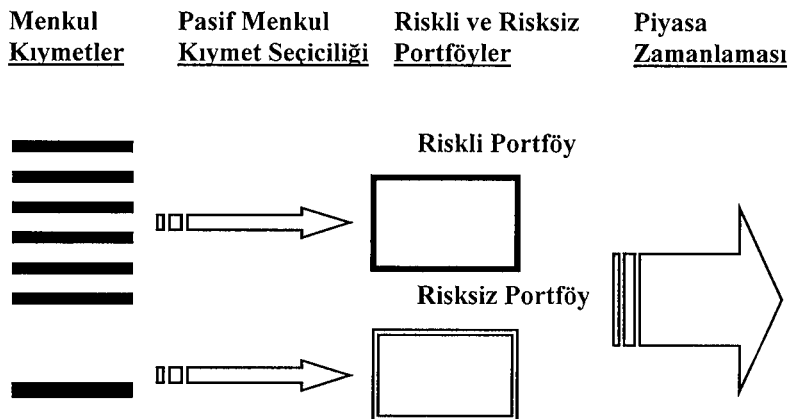
(Kaynak: Sharpe ve Diğ., a.g.e., s.802)

Bir portföyün beklenen getirisi, o portföyün betasının lineer bir fonksiyonudur. Piyasa portföyünün getirisi, risksiz faiz oranından yüksekse daha yüksek bir betaya sahip portföy tutulmalı, eğer piyasa portföyünün getirisi risksiz faiz oranlarının gerisinde ise daha düşük betalı bir portföy tutulmalıdır. Piyasanın beklenen getirisinin tahmininde doğru bir zamanlama yapılması durumunda ise portföyün örnek portföyden daha iyi bir performans gösterdiğini söyleyebiliriz. Piyasa zamanlamasını kısaca şu şekilde açıklayabiliriz:

$R_m > R_f$ ise, betası yüksek olan bir portföy tut,

$R_m < R_f$ ise, betası düşük olan bir portföy tut.

Piyasa zamanlamasını basit bir şekilde şöyle gösterebiliriz.



Şekil 2.12. Piyasa Zamanlaması Süreci

(Kaynak: Sharpe ve Diğ., a.g.e., s.802)

Fon yöneticileri, iyi bir pazar zamanlaması yaparak fon performansını şu şekillerde artırabilirler. Birincisi, fon yöneticisi, piyasanın canlanacağını düşünüyorsa ve hisse senetlerinin portföydeki ağırlığını artırırken tersine piyasanın düşeceğini tahmin ediyorsa, hisse senetlerinden tahvile geçmeyi tercih edecektir. İkinci yöntemde izlenen yol ise, portföyün ortalama betasını, piyasadaki dalgalanmalara uyum sağlayacak şekilde değiştirmektir¹¹⁶. Özellikle piyasanın volatilitésinin yüksek olduğu Türkiye ve benzeri ülkelerde bu konu daha büyük bir önem arz etmektedir. Fon yöneticisi son olarak vergi ve alım-satım maliyetlerini minimize ederek portföyünün performansını artırabilir. Performans ölçülürken getiri tek başına anlamlı olmamaktadır. Getirinin ne kadar risk ile elde edildiği daha anlamlı bir performans ölçüm şekli olarak tavsiye edilmektedir.

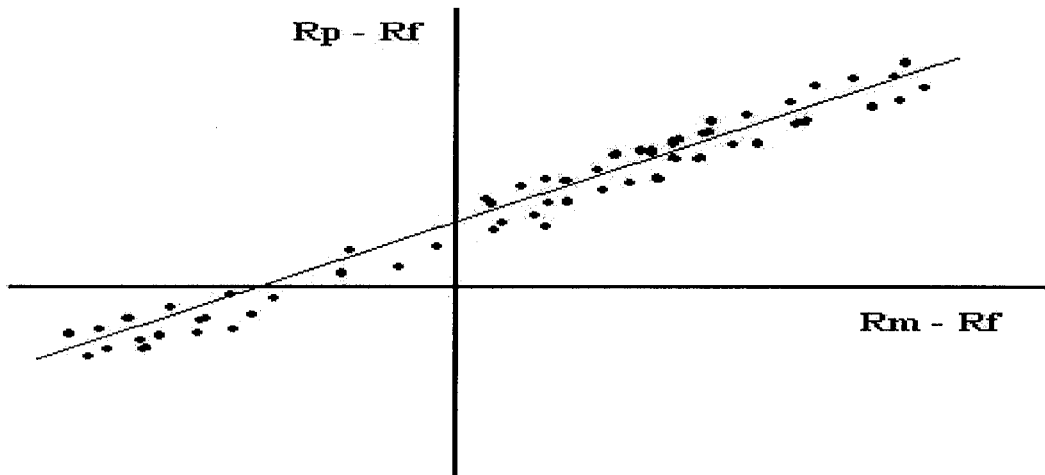
Örneğin $R_m < R_f$ olduğunda, piyasa zamanlaması, portföyün betasını 0.0 da, $R_m > R_f$ olduğunda ise 2.0 da belirliyorsa, piyasa portföyünün getirisinin gerçekçi bir şekilde tahmin edilmesi şartıyla portföyün getirisi, betası 1.0 olan başka bir portföyün

¹¹⁶ Erdoğan ve Özer. a.g.e., s.44.

getirisinden daha yüksek olacaktır. Eğer doğru bir zamanlama yapılamaz ve bunun sonucu olarak da portföyün betası, sonraki piyasa hareketleriyle hiç de ilgili olmayacak şekilde değişirse zamanlama yaparak oluşturulan portföy, sabit bir betaya sahip portföy kadar performans gösteremeyecektir.

Pazarın zamanlaması, ya portföydeki riskli menkul kıymetlerin ortalama betasının ya da risksiz varlığa veya riskli menkul kıymetlere yatırılan göreceli miktarın değiştirilmesi demektir. Örneğin, portföyün betası, tahvil veya düşük betalı hisse senetlerini satarak ve yüksek betaya sahip hisse senetleri satın alınarak yükseltilebilir. Zamanlama kavramı ile yatırım fonlarının piyasadaki dalgalanmalara ne ölçüde uyum sağladığı, fon yöneticilerinin fon portföyünü ne derece bilinçli yönettiklerini, kararlarını rasgele verip vermediklerinin tespiti amaçlanmaktadır¹¹⁷.

Pazar zamanlaması ve menkul kıymet seçiciliği açısından başarılı bir fon performansının nasıl olması gerektiğini aşağıdaki grafiklerle gösterebiliriz.



Şekil 2.13. Başarılı Hisse Senedi Seçiciliği

Yukarıdaki grafik, portföyün ek getirileri ile piyasanın ek getirileri arasında lineer bir ilişki olduğunu göstermektedir. Çünkü nokta kümeleri regresyon doğrusuna çok yakındır. Bu sonuç, portföyü oluşturan menkul kıymetlerin portföyün betasını neredeyse aynı kılacak şekilde yönetildiğini göstermektedir. Alfa değeri pozitif olduğu

¹¹⁷ Erdoğan ve Özer., a.g.e., s.43.

için, fon yöneticisi bazı düşük değeriyle menkul kıymetleri belirlemede ve bunlara yatırım yapmada başarılı olmuştur şeklinde de bir yorum getirmek mümkündür. Başka bir ifade ile fon yöneticisinin menkul kıymet seçicilik kabiliyeti üstündür.

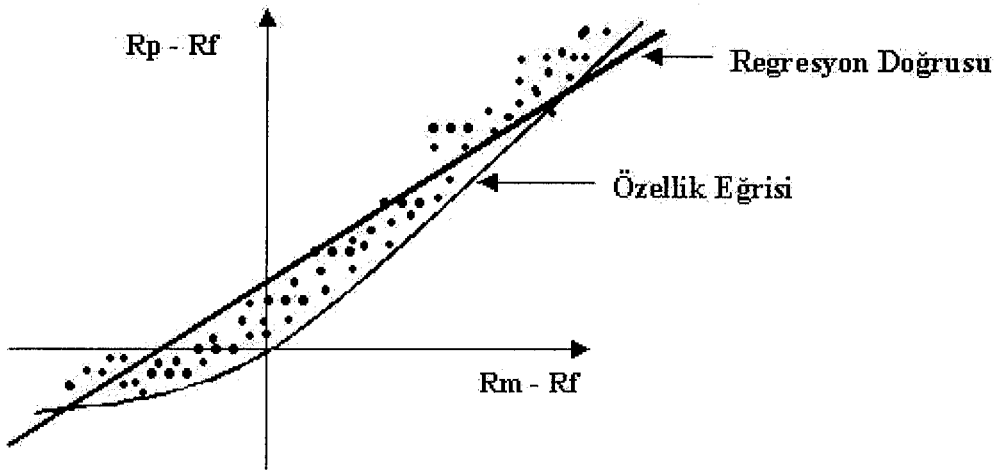
Fon yöneticisi pazara ilişkin beklentisine göre fon bileşimini değiştirmek suretiyle fonun sistematik riskini de değiştirmiş olur. Örneğin bir portföye yatırım yapan bir yatırımcının hedef betası (β_t) olsun. Fon yöneticisi önümüzdeki dönemde pazarın yükseleceğine inanarak, yüksek beta değerine sahip menkul kıymetleri portföyüne alırsa portföyün sistematik riski (β_p) de artacaktır. Portföyün sistematik riskinde meydana gelen bu artış ($\beta_t - \beta_p$) karşılığında yatırımcı, ($R_f - R_m$) kadar ek getiri elde etmek isteyecektir. Eğer fon yöneticisi pazarın gelecek seyrini doğru tahmin ederse, pazar düşerken düşük, pazar yükselirken de yüksek betaya sahip varlıklardan bir portföy bileşimi oluşturacak, bu sayede pazar düşerken daha az zarara katlanırken, pazar yükselirken de daha yüksek kar elde edebilecektir.

Fonun pazar yükselirken sahip olduğu sistematik risk ile pazar düşerken sahip olduğu sistematik risk arasındaki farkı maksimum yapmak fon yöneticisinin amacı olmalıdır. Fonların seçicilik kabiliyetlerinin değerlendirilmesinde en çok kullanılan yöntem Jensen'in alfası yöntemidir.

Fon yöneticisinin menkul kıymetler arasından yüksek getirili olanları seçme kabiliyeti olamayabilir. Fakat piyasa hareketlerini tahmin edebilme yeteneğine sahip olabilir.

Bir menkul kıymetin pazara duyarlılığı, o menkul kıymetin sistematik riski ve bir portföyün sistematik riski de kendisini oluşturan varlıkların sistematik risklerinin ağırlıklı ortalamasından oluşmaktadır. Fon yöneticisi, pazarın seyrini tahmin ederek portföy bileşimini ve dolayısıyla portföyün sistematik riskini değiştirebilir. Yönetici sadece yanlış değeriyle menkul kıymetleri belirlemiyor aynı zamanda da pazarın gelişimini tahmin edip bu doğrultuda pazara duyarlılığı yüksek olan menkul kıymetleri portföyüne dahil ediyorsa yöneticinin "*pazar zamanlaması*" yaptığı söylenebilir¹¹⁸.

¹¹⁸ Karacabey, a.g.e., s.123.



Şekil 2.14. Başarılı Piyasa Zamanlaması Örneği

Bu durumda portföy çok iyi bir şekilde yönetilmiştir. Başka bir ifade ile fon yöneticisi, portföyü hiçbir negatif getiri olmaksızın yönetebilme becerisini ve başarılı bir piyasa zamanlamasını gerçekleştirmiştir. Özellik eğrisinin etrafındaki dağınıklıklar fonun ne kadar iyi çeşitlendirildiğinin bir göstergesidir. Çeşitlendirme ne kadar iyi ise sapmalar o kadar azalacaktır. Çünkü fon portföyü, piyasa ortalamasını o kadar iyi yansıtacaktır.

Pazar zamanlaması yapan bir portföy yöneticisi, piyasa dalgalanmalarından yararlanmak için zaman içerisinde portföy bileşimini değiştirecek yani piyasa düşükken düşük, piyasa yüksekken yüksek betalı menkul kıymetleri portföye dahil edecek veya çıkaracaktır. Dolayısıyla bu işlem sonunda portföy ve piyasa getirileri arasındaki doğrusal ilişki bozulacaktır.

Fon yöneticisinin sağlam bir analiz bilgisine (hem mikro, hem de makro), sahip olması ve pratikte bu bilgilerini yansıtabilmesi gerekir. Bir fon yöneticisi bir şirketin durumunun çok iyi olduğunu yaptığı analizlerle anlayabilir, fakat aynı zamanda o şirketin hisselerinin ne zaman değer kazanacağını da bilmesi gerekir. Durumu çok iyi olan bir şirketin hisseleri yıllarca değer kazanmazken durumu daha kötü olan bir

şirketin hisseleri çok iyi prim yapabilir.Burada doğru seçimi yapabilmek fon yöneticisinin piyasa tecrübelerine bağlıdır.

E. Fama, portföy performansının yöneticinin seçicilik ve zamanlama kabiliyetlerine bağlı olduğunu belirtmiştir. Fama, çalışmasında pazar dengedeysen bütün etkin portföylerin, bir riskli varlık ile riskli varlıklardan oluşan bir pazar portföyünün toplamından oluştuğunu ifade etmiştir. Etkin pazar teorisine göre bütün yatırımcılar, ulaşılacak tüm bilgilere ulaşabilirler ve hepsi portföylerinin getiri dağılımlarıyla ilgili aynı beklentilere sahiptirler. Ancak, Fama, bu varsayımın gerçek dünyada çok daha farklı olabileceğini, bir portföy yöneticisinin daha özel bilgilere ulaşabileceğini veya mevcut bilgileri diğer portföy yöneticilerinden daha farklı yorumlayabileceğini ve etkin bir portföyün performansının en önemli belirleyicisinin de işte yöneticinin bu zamanlama kabiliyeti olacağını ifade etmiştir¹¹⁹.

¹¹⁹ Karacabey, a.g.e., .129.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE A TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ - AMPİRİK UYGULAMA

1. Amaç

Bu çalışmanın amacı *“Türkiye’de kurumsal yatırımcıların etkinliğinin artmasının sermaye piyasasının gelişimine katkı sağlayacağı ve sermaye piyasası olanaklarının özellikle A Tipi Yatırım Fonları aracılığıyla ülke ekonomisine olumlu katkıda bulunacağı ve bu şekilde yatırımcı sayısının artacağı ve piyasanın derinlik kazanacağı”* hipotezini test etmektir.

2. Yöntem

A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ile ilgili temel hipotez çerçevesinde, tamamlayıcı birkaç hipotez de çalışmada esas alınmıştır. Tamamlayıcı hipotezleri şu şekilde sıralayabiliriz.

- ☑ *Finansal piyasalarda aktif bulunan A Tipi MKYF’nin etkinliği olumlu yönde fakat yetersizdir.*
- ☑ *Kurumsal yatırımcılardan olan A Tipi MKYF’nin sermaye piyasasında özellikle hisse senedi piyasasında yoğunlaşması ve gelişimi, volatilitiyi azaltıcı etkiye sahiptir.*
- ☑ *Normal olarak çeşitlendirmeden vazgeçen yani sistematik olmayan riske katlanan fonların bunun karşılığında ek bir getiri elde ederler.*

A Tipi Yatırım fonlarına ilişkin olarak; fonların ortalama aylık nominal getirileri, İMKB pazar getirisi ile karşılaştırılmakta ve yatırım fonları pazar doğrusu belirlenmektedir. Pazar doğrusunu elde etmek üzere, *Ekim 1997-Aralık 2000 arası 39 aylık* dönemde alım-satımı yapılan *60 adet fon katılma belgesinin getirileri* için aylık ortalama ve standart sapma değerleri hesaplanmış ve en küçük kareler yöntemi ile en uygun pazar doğrusu eşitliği hesaplanmıştır.

Ekim 1997'nin başlangıç dönemi olarak seçilmesinin nedeni; yatırım fonlarının yeni fon türlerine dönüşmeleri sırasında daha önceki bazı fonların tasfiye edilmiş olmaları veya birkaç fonun birleştirilerek yeni bir fon kurmaları nedeniyle hangi fonun ne kadar getiri sağladığı konusunda sağlıklı bilgilere-SPK Aylık Bültenlerinden de anlaşılacağı üzere- bu dönemden sonra ulaşıyor olmasındandır.

Örnek portföy olarak literatürde genellikle hisse senedi piyasası endeksleri kullanılmaktadır. Yukarıda da açıklandığı üzere bu çalışmada da İMKB Hisse Senedi Piyasası Bileşik Endeksi (İMKB 100) örnek portföy olarak kullanılacaktır. İMKB 100 Endeksinin aylık ortalama getirileri kullanılacaktır.

Portföy performansı değerlendirmelerinde kullanılan bir diğer ölçü ise risksiz faiz oranıdır. Piyasanın (İMKB 100 kapanış endeksinin) ve risksiz faiz oranlarını temsil ettiği varsayılan Hazine bonolarının 39 aylık getirileri derlenmiştir. Fonların, piyasanın ve hazine bonolarının getirileri şöyle hesaplanmıştır.

Fonların getirileri hesaplanırken komisyonlar dikkate alınmamıştır.

Yatırım fonlarının ay sonu değerleri kullanılarak her fonun ilgili dönem için aylık getirileri aşağıdaki formül aracılığıyla hesaplanmıştır.

$$R_{pt} = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$$

Burada;

R_{pt} : p yatırım fonunun t dönemine ait aylık getirisini,

V_t : fonun bir pay değerinin ay sonu değerini,

V_{t-1} : fonun bir pay değerinin t'den bir önceki dönemdeki ay sonu değerini göstermektedir.

Yatırım fonlarına ait veriler www.spk.gov.tr sayfasındaki aylık bültenlerden elde edilmiştir.

Pazar endeksi olarak İMKB 100 Endeksinin ay sonu kapanış değerleri seçilmiş ve bu endekse ait veriler www.imkb.gov.tr adresinden derlenmiştir.

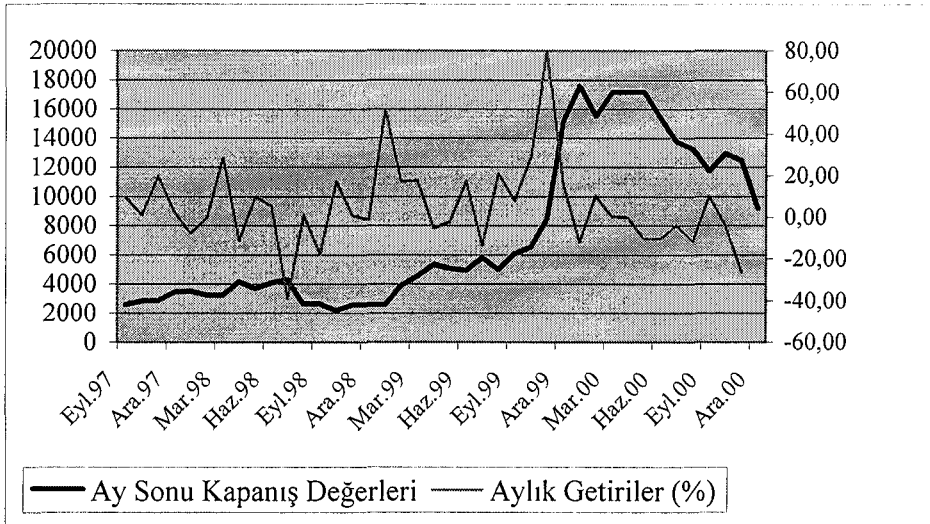
$$R_{mt} = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$$

Burada;

R_{mt} : İMKB 100 Endeksinin (m) t dönemindeki aylık getirisini,

V_t : İMKB 100 Endeksinin t. dönemdeki kapanış değerini,

V_{t-1} : İMKB 100 Endeksinin t'den bir önceki dönemdeki ay sonu kapanış değerini göstermektedir.



Şekil 3.1. İMKB 100 Endeksi Ay Sonu Kapanış Değerleri ve Aylık Getirileri

Risksiz faiz oranı olarak hazine bonusu faiz oranları kullanılmıştır. Hazine bonolarında aylık faizler elde edilirken, öncelikle ihalelerde gerçekleşen 3 ay vadeli hazine bonusu faizleri, yine ihalelerde satılan miktarlarla ağırlıklandırılmış, daha sonra bu miktar, ağırlıklı oranlar bileşik faiz esasına göre aşağıdaki denklemle aylık faiz oranlarına dönüştürülmüştür.

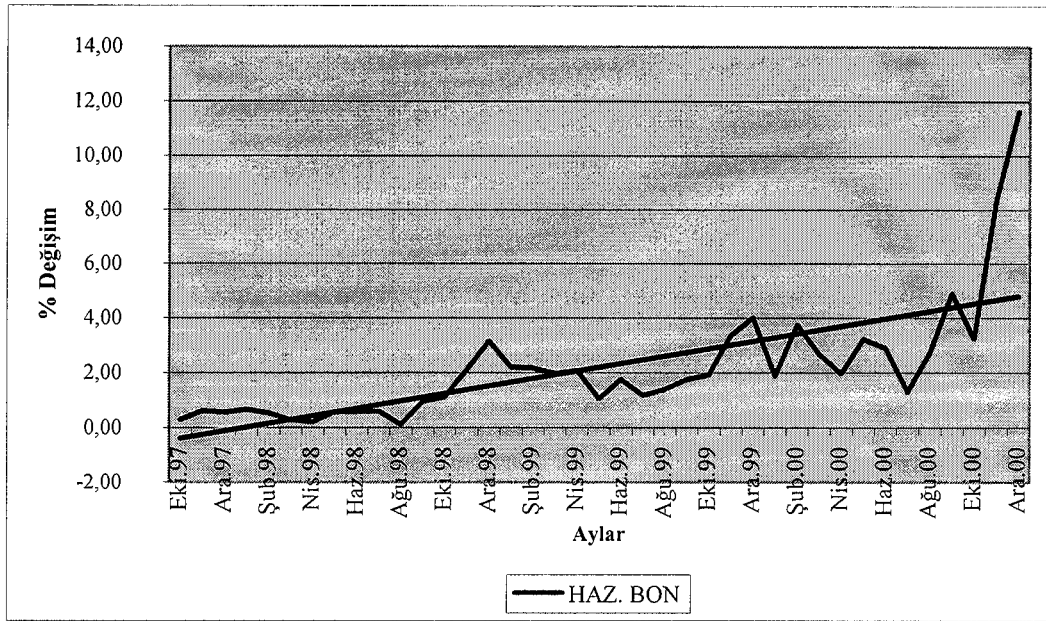
$$R_f = (1 + R_{f3})^{1/3} - 1$$

Burada;

R_f : 1 aylık hazine bonusu faiz oranı,

R_{f3} : 3 aylık hazine bonusu faiz oranını (yıllık bazda değil) temsil etmektedir.

Hazine bonusu faiz oranlarının analiz döneminde göstermiş olduğu trend Şekil 3.2'de gösterilmiştir.



Şekil 3.2. Hazine Bonusu Ortalama Bileşik Faiz Oranları (% Değişim)

Fonların ortalama nominal getirileri, İMKB pazar getirisi ile karşılaştırılmakta ve yatırım fonları pazar doğrusu belirlenmektedir. Türkiye’de A Tipi yatırım fonlarının getirileri, portföylerinde en az %25 oranında hisse senedi bulundurma zorunluluğundan dolayı İMKB Endeksine daha duyarlı olmaktadır. Bu duyarlılığın ölçüsü de beta katsayısıdır.

Yatırım fonlarının performansları ölçülürken Sharpe Endeksi, Jensen Endeksi, Treynor Endeksi ve Bilgi Oranı kullanılmıştır.

Ayrıca, her bir fon için R^2 (belirlilik katsayısı) değerleri şu şekilde belirlenmiştir. R^2 , fon ile pazar arasındaki korelasyon katsayısının karesi alınarak

belirlenmiştir. Korelasyon katsayısı ise hesaplanan kovaryansın, fon ve pazar standart sapmalarının çarpımına bölünerek hesaplanmıştır. Çalışmada, pazar portföyünü temsil ettiği varsayılan İMKB 100 Endeksinin iyi çeşitlendirilmiş bir portföy ve R^2 değerinin 1 olduğu bilindiğine göre, 1'e yakın bir R^2 değeri, fonun çok iyi çeşitlendirildiğinin bir göstergesi olacaktır.

3. A Tipi Yatırım Fonlarının Performanslarının Tek Kriterli Modellerle Değerlendirilmesi

Bu analiz kapsamında, fonların performansı, tek kriterli modellere göre genel olarak belirlenecek ve sıralanacaktır.

Fonlara ve pazara ait aylık getiriler, risksiz faiz oranından çıkarılarak ek getiriler elde edilmiş ve 39 aylık zaman serileri oluşturulmuştur. Daha sonra bu zaman serileri SPSS programında lineer regresyon analizine tabi tutulmuştur.

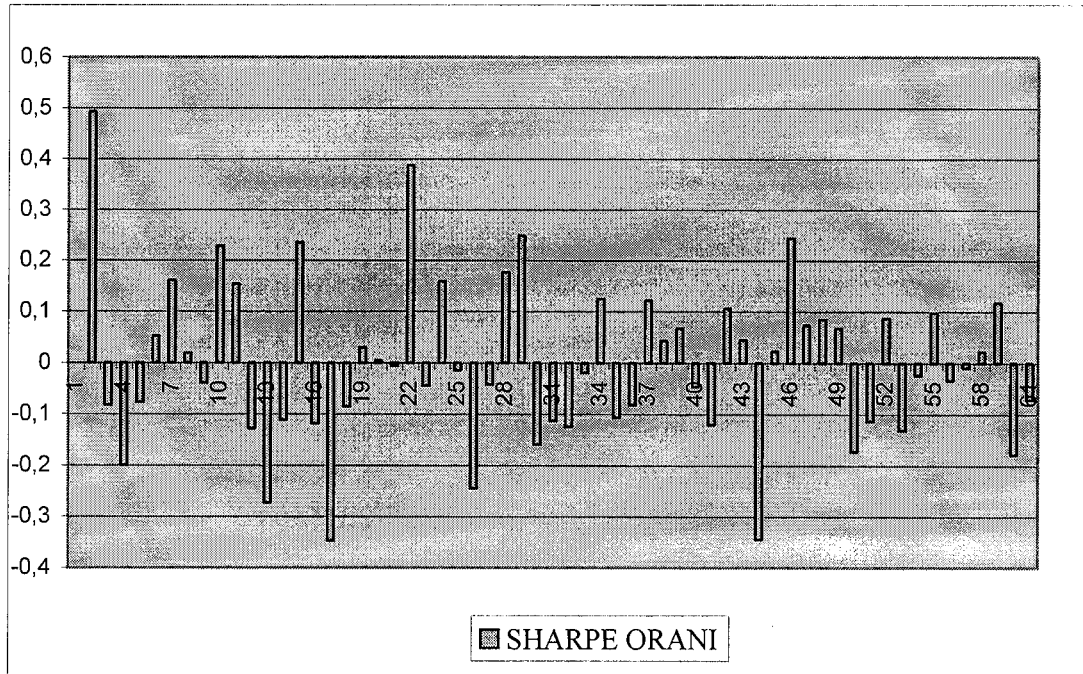
3.1. Sharpe'in Performans Ölçüsüne Göre Değerlendirme

Fonların Sharpe oranlarına ait istatistikler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.1. Sharpe Yöntemine Göre Fon İstatistikleri (%)

Toplam Fon Sayısı	60
Düşük Performans	31
Üstün Performans	29
Ortalama SRp	0,98397
Minimum SRp	-0,34721
Maksimum SRp	0,49309
Ortalama Standart Sapma	0,15924

Değişkenliğin ödülü oranına göre elde sonuçlara göre 60 adet yatırım fonundan 29 tanesi pazar portföyüne göre daha iyi performans gösterirken, 31 yatırım fonu ise pazardan daha düşük performans sergilemiştir. Riskin ölçüsü olan standart sapma değerlerine baktığımızda, fonların riski (0,15924), pazarın riskinden (0,2046) daha düşüktür.



Şekil 3. 3. Yatırım Fonlarının Sharpe Oranları

3.2. Bilgi Oranına Göre Fonların Performansı

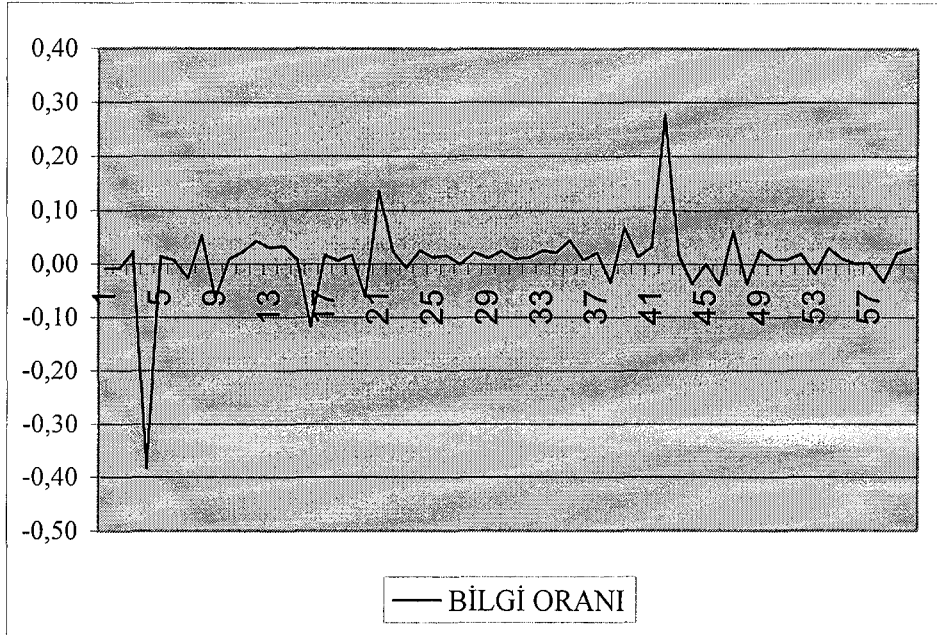
Fon yöneticisi tarafından alınan her bir birimlik risk karşılığında elde edilen getiriyi tahmin etmede kullanılan bilgi oranına göre yatırım fonu yöneticilerinin orta düzeyde bir başarı elde ettiklerini söyleyebiliriz. Fonlara ait bilgi oranı istatistikleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.2. Yatırım Fonlarına Ait Bilgi Oranları (%)

Toplam Fon Sayısı	60
Düşük Performans	21
Üstün Performans	39
Ortalama İrp	0,00754
Minumum İrp	-0,38247
Ortalamanın Standart Sapması	0,07088

Bilgi oranlarına baktığımızda, ortalama bilgi oranı üzerinde (0,00754), 39 adet fonun olduğunu ve bu sayısında Sharpe oranına göre üstün performans göstermiş fon sayısı ile uyumlu olduğunu görmekteyiz. Bilgi oranlarına göre fon portföylerinin

%65'lik bir kısmının ortalama-varyans etkinliğine sahiptir. Ortalama bilgi oranına göre fonları değerlendirdiğimizde, fon yöneticilerinin %65'i üstlendikleri risk karşılığında ortalamadan daha fazla katma değer başka bir ifade ile birim sistematik risk başına daha yüksek bir getiri elde etmişlerdir.



Şekil 3.4. Yatırım Fonlarına Ait Bilgi Oranları

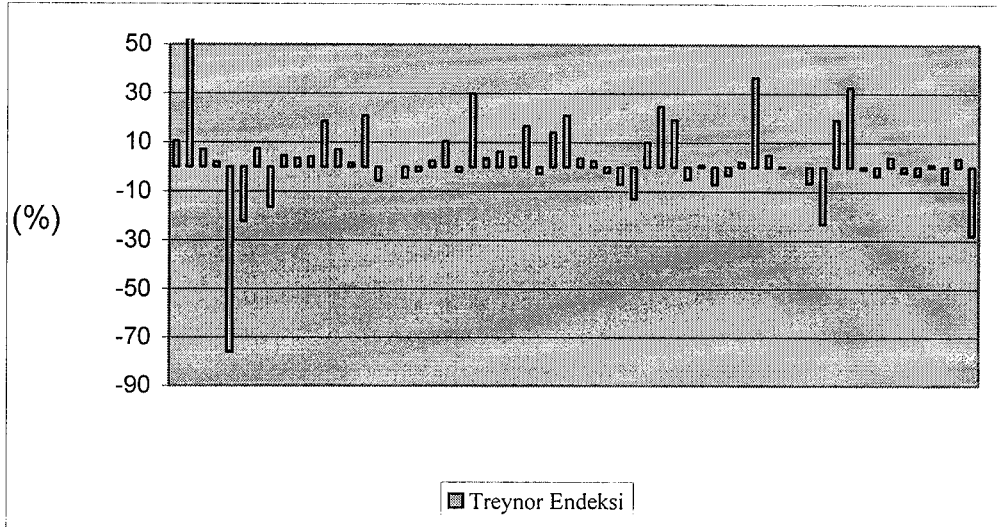
3.3. Treynor Endeksine Göre Yatırım Fonlarının Performansı

Treynor endeksine (oyunaklığın ödülü oranı) göre fonların performansları şu şekilde gerçekleşmiştir.

Tablo 3.3. Treynor Endeksine Ait İstatistikler (%)

Toplam Fon Sayısı	60
Düşük Performans	36
Üstün Performans	24
Ortalama Tep	5,1742
Minimum Tep	-76,0639
Maksimum Tep	195,0243
Ortalama Standart Sapma	29,62080

60 adet A Tipi yatırım fonundan sadece 24 tanesi oynaklığın ödülü oranının üzerine çıkarken, geri kalan 34 adet fon ise düşük bir performans sergilemiştir. Ancak sapmaların ortalamasının yüksek olduğuna bakarak karar vermek çok sağlıklı değildir. Sharpe oranının sonuçlarına baktığımızda 29 fon üstün performans gösterirken, Treynor endeksine göre 24 fon ortalamanın üzerinde bir performans göstermiştir.



Şekil 3.5. Yatırım Fonlarına Ait Treynor Endeksleri

3.4. Jensen Alfasına Göre Yatırım Fonlarının Performansı

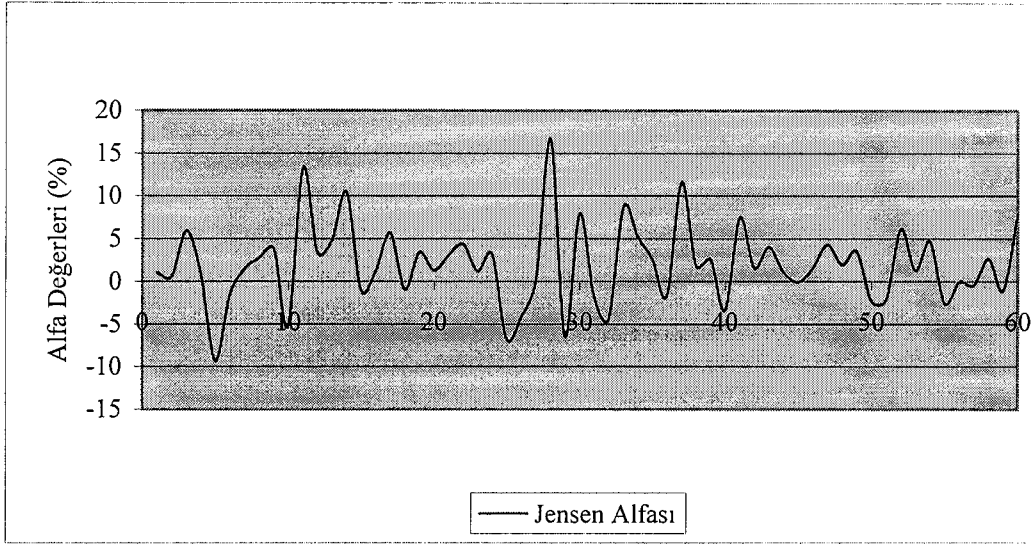
Bu analiz kapsamında, fonların performansı genel olarak belirlenecek, etkin pazar hipotezini destekleyici veya tam tersi bir durum olup olmadığı araştırılacak, fon yöneticilerinin seçicilik araştırılacaktır.

Tablo 3.5. A Tipi Yatırım Fonlarının Alfa Değerleri

Toplam Fon Sayısı	60
Düşük Performans	32
Üstün Performans	28
Ortalama Jp	2,0269
Minumum Jp	-9,3352
Maksimum Jp	16,6817
Ortalama Standart Sapma	4,7552

60 adet alfa değerinden 28 tanesi ortalama alfa değerinin üzerinde bir performans göstermiştir. Bir başka ifadeyle, fonlardan 28 tanesi katlanılan ek riske karşılık ek getiri sağlamışlardır. 28 fon yöneticisi, yanlış değerlendirilmiş menkul kıymetleri seçme konusunda başarılı gözükmemektedir.

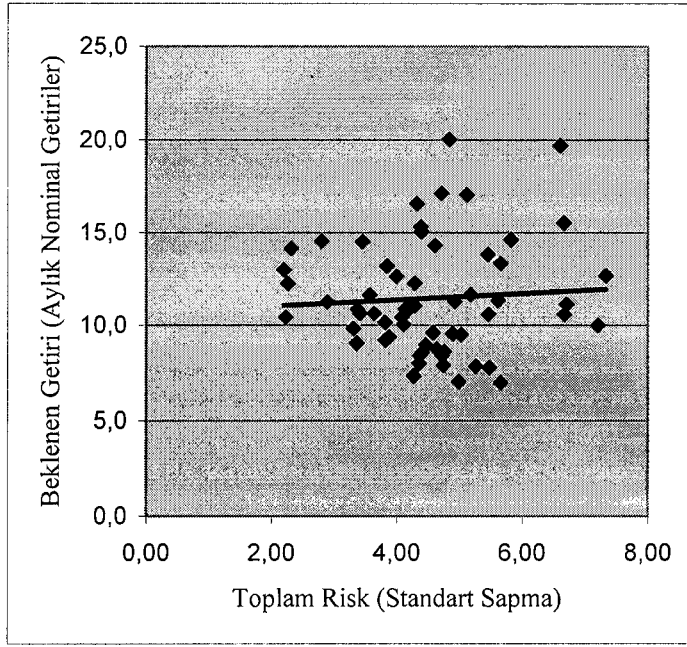
A tipi fonlara yatırım yapan bir yatırımcı, etkin bir portföyden farklı olarak biraz daha fazla sistematik olmayan riske katlanması karşılığında ek bir getiri elde edebilmektedir.



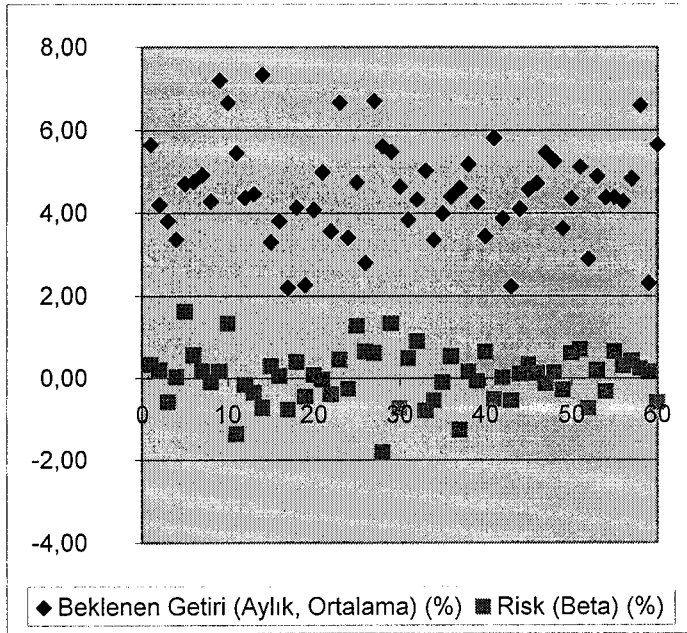
Şekil 3.6. Yatırım Fonlarına Ait Alfa Değerleri

4. Yatırım Fonlarının Beklenen Getiri ve Risk Düzeyleri, Pazar Doğrusu

Yatırım fonlarına ait beklenen getiri - risk düzeyleri ve pazar doğrusu aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir.



Şekil 3.7. Yatırım Fonları Pazar Doğrusu



Şekil 3.8. Yatırım Fonları Beklenen Getiri – Risk Düzeyi

Sistematik riskin göstergesi olan betanın 0 - 0,015 arasında yoğunlaştığını görmekteyiz. Beta katsayılarının büyük bir çoğunluğunun düşük seviyelerde yoğunlaşması, yatırım fonlarının pazara bağımlılığının az olduğunu başka bir ifadeyle sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan diğer tip fonlar olduğunu kanıtlamaktadır.

Tablo 3.6. Tek Kriterli Modellerin Karşılaştırılması

Fon Adı	Sharpe Oranı	Sıra	Bilgi Oranı	Sıra	Treynor Endeksi	Sıra	Jensen Alfaşı	Sıra
ABN Amro A Tipi Özel Fon	0,49309	1	-0,00811	48	10,5279	13	1,0563	38
Garanti A Tipi Karma Fon	0,38773	2	-0,00842	49	10,3552	14	3,0488	23
Interbank A Tipi Deg.	0,24842	3	0,02309	18	-2,7270	44	16,6817	1
TAIB Yat. A Deg. A F.	0,24360	4	-0,38247	60	36,6020	2	1,1736	37
Eczacıbaşı A Tipi Deg.	0,23437	5	0,01411	29	1,5449	33	10,4221	4
CU Sigorta A Tipi Deg.	0,22800	6	0,00690	41	4,5207	21	3,7836	18
Inter Yat. A Karma F.	0,17637	7	-0,02661	51	16,6099	11	0,0222	41
Ata A Tipi Karma Fon	0,16071	8	0,05371	5	-22,2416	57	-1,5695	48
Global A Tipi Deg. Fon	0,15897	9	-0,06340	58	30,0393	4	1,2025	36
Demir Yat. A Tipi Deg.	0,15357	10	0,00969	36	3,3616	28	-5,2301	57
İs Yat. Deg. Fon	0,12455	11	0,02256	19	-2,3693	43	8,6220	5
Kocbank A Tipi Deg. F.	0,12141	12	0,04312	7	-12,9200	55	2,5782	27
YKY A Tipi Metal Sek. F.	0,11776	13	0,03074	10	-6,3430	51	2,6530	25
Strateji A Deg. F.	0,10622	14	0,03298	8	-7,0819	54	7,4286	8
YKY A Tipi Gıda - İçecek S.F	0,09734	15	0,00914	38	3,7872	24	4,6334	14
Vakif Hisse Fon	0,08696	16	-0,11740	59	32,3738	3	-2,2003	51
TEB A Tipi Karma Fon	0,08407	17	0,01675	26	0,0108	36	1,6375	30
TEB A T. Deg. Fon	0,07336	18	0,00599	42	4,9638	20	-0,0722	42
TEB Yat. Degişken Fon	0,06802	19	0,01665	27	-0,1135	38	4,2869	16
Nurol A Deg. Fon	0,06687	20	-0,06142	57	24,5928	5	11,6281	3
Ata A Tipi Hisse Senedi F.	0,05232	21	0,13639	2	-76,0639	60	-9,3352	60
Sümer Karma Fon	0,04515	22	0,02381	17	-3,3489	46	1,6057	31
Kocbank Hisse Fon	0,04294	23	-0,00681	47	9,9966	15	-1,6771	49
Evgin Fon - 1	0,02961	24	0,02577	14	-4,5149	48	-0,9079	45
Tacirler A Tipi Karma Fon	0,02299	25	0,01288	31	1,9924	31	4,0382	17
YKY A Tipi Mali Kuruml. F.	0,02218	26	0,01614	28	0,9071	34	-0,4182	44
Bank Ekspres Degişken	0,01880	27	-0,00009	46	7,3411	16	1,5215	32
Finans A Tipi Deg. Fon	0,00492	28	0,02161	20	-1,8775	40	3,3935	20
Garanti A Tipi Deg. F.	-0,00495	29	0,01171	33	2,4681	29	1,3168	33
YKY A Tipi Karma Fon	-0,00864	30	0,02451	16	-3,2442	45	-0,0796	43
Hak A Tipi Deg. Fonu	-0,01468	31	0,00995	35	3,4137	26	3,1493	22
İs Bank. İstirak Fon	-0,01909	32	0,01236	32	2,3569	30	-4,4384	56
Yatırım F. A Deg. Fonu	-0,02339	33	0,02519	15	-3,5466	47	1,2822	34
YKY A Tipi Hisse Fon	-0,03348	34	0,02156	21	-2,0751	42	-2,5502	53

Fon Adı	Sharpe Oranı	Sıra	Bilgi Oranı	Sıra	Treynor Endeksi	Sıra	Jensen Alfasi	Sıra
Bankkapital A Tipi Deg.Fon	-0,03843	35	0,04447	6	-16,5034	56	2,7592	24
İktisat A Tipi Deg. F.	-0,04208	36	0,00786	40	4,1394	23	-4,1710	55
Gedik A Tipi Karma Fon	-0,04421	37	0,02140	22	-1,9006	41	4,3242	15
Osmanlı A Karma Fon	-0,04632	38	-0,03449	53	19,1560	8	1,8388	29
YKY Halk Sig A Tipi Özel Fonu	-0,07109	39	0,06793	3	-27,9127	59	7,8444	7
Alternatif A Degisken	-0,07610	40	0,01349	30	1,9635	32	0,9307	39
Kentbank A Tipi Karma Fon	-0,08161	41	0,03183	9	-6,9129	53	5,2092	12
ABN Amro Karma F.	-0,08266	42	0,27679	1	195,0243	1	0,5861	40
Esbank A Tipi Deg. Fon	-0,08528	43	0,01678	25	-0,0423	37	5,6489	11
Türkiye Kalk. Ban. A Tipi Deg. F	-0,10602	44	-0,03719	55	19,1136	9	-2,2954	52
Disbank A Tipi Karma Fon	-0,11049	45	0,00055	45	7,0886	17	4,8498	13
İs Bank. Deg. Fon	-0,11207	46	-0,03899	56	20,9072	6	7,9018	6
Toprak A Tipi Deg.	-0,11237	47	0,06163	4	-23,1457	58	3,4968	19
Ege Fon A Tipi Deg. Fon	-0,11740	48	-0,03716	54	20,8714	7	-1,0204	47
Pamukbank A Tipi Deg.	-0,11907	49	0,02707	13	-5,0484	49	2,5991	26
İs Bank. Hisse Fon	-0,12402	50	0,00930	37	3,5339	25	-1,8616	50
Demirbank A Deg. Fon	-0,12712	51	0,00797	39	4,1598	22	13,2461	2
Yasarbank A Tipi Deg.	-0,13023	52	0,01896	24	-0,9238	39	6,0927	9
İnterbank A Tipi Karma	-0,15807	53	-0,01807	50	13,9738	12	-6,4088	58
Tekfen A Tipi Degisken Fon	-0,17179	54	0,02964	11	-6,4551	52	1,9827	28
YKY A Tipi Tekstil Sek. F.	-0,17831	55	0,00995	34	3,3691	27	-1,0184	46
Alfa A Tipi Deg. Fonu	-0,19982	56	0,00071	44	7,0354	18	5,9146	10
Halk A Tipi Karma Fon	-0,24458	57	0,00271	43	6,3018	19	-6,7607	59
Disbank A Tipi Deg. Fon	-0,27312	58	-0,03302	52	18,4081	10	3,3834	21
Seker A Tipi Deg.	-0,34414	59	0,02024	23	0,6882	35	-3,3858	54
EGS A Tipi Karma Fon	-0,34721	60	0,02958	12	-5,7374	50	1,2411	35

5. Çeşitlendirme Açısından Fon Sıralamaları

İncelenen yatırım fonlarının ne ölçüde çeşitlendirmeye gittiği Tablo 3.7’de gösterilmiştir.

Tablo 3.7. Çeşitlendirme Açısından Fon Sıralamaları

Fon Adı	Korelasyon Katsayısı	Belirlilik Katsayısı
İMKB 100 Endeksi	1.00000	1.00000
YKY A Tipi Mali Kuruml. F.	0,89056	0,79310
Demir Yat. A Tipi Deg.	0,87207	0,76050
Ata A Tipi Hisse Senedi F.	0,86504	0,74829
Vakif Hisse Fon	0,86275	0,74434
Is Bank. Hisse Fon	0,86034	0,74019
Is Bank. Istirak Fon	0,85772	0,73568
YKY A Tipi Metal Sek. F.	0,85645	0,73351
Interbank A Tipi Karma	0,85188	0,72570
YKY A Tipi Hisse Fon	0,85109	0,72435
Nurol A Deg. Fon	0,84619	0,71603
Evgin Fon – I	0,84430	0,71284
Inter Yat. A Karma F.	0,84152	0,70815
Ata A Tipi Karma Fon	0,82792	0,68545
Demirbank A Deg. Fon	0,82772	0,68512
ABN Amro Karma F.	0,82503	0,68068
Halk A Tipi Karma Fon	0,81956	0,67168
Eczacıbasi A Tipi Deg.	0,81765	0,66855
EGS A Tipi Karma Fon	0,81510	0,66439
YKY A Tipi Tekstil Sek. F.	0,81441	0,66326
YKY Halk Sigorta A Tipi Özel Fonu	0,81410	0,66277
Is Yat. Deg. Fon	0,80904	0,65454
Yatırım F. A Deg. Fonu	0,80880	0,65416
Is Bank. Deg. Fon	0,80781	0,65256
TEB A T. Deg. Fon	0,80736	0,65182
Seker A Tipi Deg.	0,80675	0,65085
TEB Yat. Degisken Fon	0,80533	0,64855
Kocbank Hisse Fon	0,80440	0,64707
Türkiye Kalk. Ban. A Tipi Deg. F	0,80313	0,64502
Alfa A Tipi Deg. Fonu	0,80133	0,64213
YKY A Tipi Karma Fon	0,79981	0,63969
Interbank A Tipi Deg.	0,79957	0,63932
Gedik A Tipi Karma Fon	0,79740	0,63585

Fon Adı	Korelasyon Katsayısı	Belirlilik Katsayısı
ABN Amro A Tipi Özel Fon	0,79646	0,63434
Kentbank A Tipi Karma Fon	0,79413	0,63065
TEB A Tipi Karma Fon	0,78997	0,62405
Alternatif A Degişken	0,78624	0,61817
Kocbank A Tipi Deg. F.	0,78508	0,61635
Osmanli A Karma Fon	0,77339	0,59814
TAIB Yat. A Deg. A F.	0,77002	0,59293
Tacirler A Tipi Karma Fon	0,76998	0,59286
Global A Tipi Deg. Fon	0,76922	0,59170
Pamukbank A Tipi Deg.	0,76340	0,58277
Bank Ekspres Degişken	0,75607	0,57164
Tekfen A Tipi Degişken Fon	0,75510	0,57018
Bankkapital A Tipi Deg.Fon	0,75040	0,56310
Strateji A Deg. F.	0,74943	0,56165
Sümer Karma Fon	0,73787	0,54445
Disbank A Tipi Karma Fon	0,73500	0,54023
Iktisat A Tipi Deg. F.	0,73244	0,53647
CU Sigorta A Tipi Deg.	0,72301	0,52274
Disbank A Tipi Deg. Fon	0,72179	0,52098
Ege Fon A Tipi Deg. Fon	0,70848	0,50194
Hak A Tipi Deg. Fonu	0,68216	0,46534
YKY A Tipi Gıda - İçecek S.F	0,67862	0,46052
Toprak A Tipi Deg.	0,64176	0,41186
Yasarbank A Tipi Deg.	0,63983	0,40938
Esbank A Tipi Deg. Fon	0,60662	0,36799
Finans A Tipi Deg. Fon	0,29867	0,08920
Garanti A Tipi Karma Fon	0,21821	0,04761
Garanti A Tipi Deg. F.	0,18419	0,03393

Tablo incelendiğinde, YKY A Tipi Mali Kurumlar Fonu, Demir Yatırım A Tipi Değişken Fon, Ata A Tipi Hisse Senedi Fonu, Vakıf Hisse Senedi Fonu ve İş Bankası Hisse Senedi Fonu portföyleri çeşitlendirme açısından ilk 5 sırada yer almaktadırlar.

1.6. Genel Değerlendirme

Yatırım fonlarının yanlış değerlendirilmiş varlıkları seçebilme kabiliyetini araştıran tek kriterli modellere yapılan değerlendirmede, fonların genel olarak seçicilik kabiliyetine sahip olmadıklarını söyleyebiliriz. Sharpe ve Treynor endekslerine göre

yapılan değerlendirme de ise her iki yöntemin ürettiği sonuçların genel olarak birbiriyle uyumlu olduklarını görmekteyiz.

Sharpe ve Treynor oranları kullanılarak yapılan değerlendirmede, yatırım fonlarının performansının yüksek olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Uluslar arası birçok çalışmada da benzer sonuçlar çıkmıştır. Ayrıca fonların seçicilik kabiliyetinin düşük olduğu ve bu durumun da fonların portföy yönetimindeki etkinliğini olumsuz etkilediği alfa değerlerinden anlaşılmaktadır.

Hiçbir fonun R^2 değeri, 1.0'e yaklaşmamıştır. En yüksek 0,7931 değerine ulaşılmıştır. Fonların hiçbiri çeşitlendirme açısından pazara ulaşmamıştır.

Analiz erevesinde, Ekim 1997-Aralık 2000 döneminde, yüksek volatiliteye rağmen hisse senetleri piyasası, birçok yatırım fonundan toplam getiri olarak daha yüksek bir getiri de sağlamıştır. Demek ki yatırım fonları bu piyasaya ne kadar çok girerse fon getirileri de o denli artacaktır. Ayrıca, tamamlayıcı bir hipotez olarak ifade edilen yatırım fonlarının piyasadaki dalgalanmayı azaltıcı özelliği burada kendini gösterecektir.

SONUÇ

Gerek sayıları gerekse sahip oldukları portföy değerleri hızla artan yatırım fonları, hisse senetlerine yönelik kurumsal yatırımların önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Bununla birlikte, yatırım fonları, kanuni olarak hiçbir sınırlama olmamasına karşın portföy değerlerinin büyük bir kısmı sabit getirili menkul kıymetlerden oluşmakta ve repo, ters-repo işlemlerine ağırlık vermektedirler. Bu yapının doğal bir sonucu olarak da beta katsayıları düşük çıkmaktadır. Yatırım fonları, yüksek faizli ve risksiz olmalarından dolayı kamu iç borçlanma araçlarını tercih etmektedir. Bu tercihe neden olan en önemli faktör de hisse senetleri piyasasında yaşanan yüksek volatilitedir. Çalışmada, hisse senetleri piyasasının volatilitesinin % 20 düzeylerinde olduğu tespit edilmiştir. Herhangi bir değişkenin, belirli bir ortalama değere göre çok yüksek artış ve azalışlar göstermesi anlamına gelen volatilité, son zamanlarda finansal piyasalarda yaşanan sorunların başında yer almaktadır.

İMKB'nin son yıllarda en fazla getiriyi sağlayan yatırım alternatifi olmasına rağmen finansal varlıklar içerisindeki payı ciddi biçimde artmamaktadır. Kamu iç borçlanma araçları ve döviz mevduatlarında ise çok hızlı bir artış görülmektedir. Bu çarpık durumun nedeni ise, kamu açıklarının yüksek olduğu bir dönemde mali liberalleşmenin başlatılması, ekonomik istikrar programlarının hayata geçirilişi, kamu açıklarını daha da artırmış ve kamu kesimi finansman dengesi bozulmuştur. Reel faizlerin yükseldiği böyle bir ortamda iç borçlanma senetlerine olan talep artmıştır. Diğer taraftan ise her geçen gün daha da kronikleşen enflasyon karşısında dövize olan talep artmış ve ülkede dolarizasyon yaşanmaya başlamıştır.

Türk sermaye piyasasında yaşanan fiyat istikrarsızlıkları sonucu hisse senedi yatırımlarına kurumsal yatırımcıların yönelmemesi, bu piyasanın daha sığ, spekülâtif ve bireysel bir tabana oturmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda kurumsal yatırımcıların en önemlilerinden olan Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının sermaye piyasasında etkin bir şekilde yer alması, bu piyasanın sağlam ve kurumsal bir yapıya kavuşmasına imkan verecektir.

Genel olarak A Tipi Yatırım Fonlarının portföy yapılarına bakıldığında, portföylerin büyük bir kısmının kamu kağıtlarından oluştuğu ve neredeyse yatırım fonlarının kamu kesimi menkul kıymetler fonu haline dönüştükleri görülmektedir. Ayrıca fon portföylerinin büyük benzerlik göstermesi, fon getirilerinin ortalama bir değer üzerinde (% 4.53) yoğunlaşması sonucunu doğurmaktadır. Bu açıdan bakıldığında yasal düzenlemeler ile ihdas edilen yeni fon türleri arasındaki mevcut küçük farklılıklar da anlamını kaybetmektedir. Fon portföylerinde kamu kağıtlarının ağırlığının yüksek olması, portföyü risksiz bir mevduat niteliğine dönüştürmekte, yatırım fonu yönetiminde temel ilkelerden olan portföy işletmeciliği ve riskin dağıtılması ilkesi gibi temel fonksiyonları tamamen ortadan kaldırmaktadır.

Sonuç olarak yatırım fonları gerek sayısal gerekse portföy büyüklükleri ve yönetim etkinlikleri açısından yeterli düzeyde değildir.

KAYNAKÇA

- Arsoy, Altuğ, “Risk ve Getiriler”, **Global Bülten**. Haziran, 2000.
- Arsoy, Altuğ, “Endeks Fonlar - II”, **Global Bülten**. Kasım, 2000.
- Arsoy, Altuğ, “Portföy Modelleri”, **Global Bülten**. Aralık, 2000.
- Arsoy, Altuğ, “Yatırım Fonlarında İlk Altı Ay”, **Global Bülten**. Ağustos, 2000.
- Bangassa, Kenbata, “Performance of UK Investment Trusts:1980-1994”, **Journal of Business Finance&Accounting**. Nov./Dec.,1999.
- Barber, Joel R., “Mutual Fund Risk Measurement And Future Returns”, **Quarterly Journal Of Business &Economics**. Vol:33, Sayı:1, Kış-1994.
- Bers, Martina K., “Causal Relations Among Stock Returns,Inflation: Persistence of International Mutual Fund Performance”, **Global Finance Journal**. Vol:9, Issue:2,Fall/Winter,1998.
- Bolak, Mehmet, **İşletme Finansı**, Birsen Yayınevi, İstanbul,1998.
- Cai, Jun ve K.C. Chan, “The Performance of Japanese Mutual Funds”, **The Review of Financial Studies**, Vol:10, No:2, Yaz, 1997.
- Çelik, Asım, “Yatırım Fonları ve Türkiye’deki Uygulaması”, **Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi**. Sayı:9, Kasım,1991.
- Çelik, Tankut Taner, “Endeks Fonlar”, **Global Bülten**. Ekim, 2000.
- Detzel, F. Larry ve Robert A Weigand., “Explaining Persistence In Mutual Fund Performance”, **Financial Services Review**. Vol:7, Issue:1,1998.
- Droms, William G. ve David A. Walker. “Mutual Fund Investment Performance”, **Quarterly Review Of Economics andFinance**. Vol:36,No:3, Fall,1996.
- Elton, Edwin J ve Martin J. Gruber ve Christopher R. Blake, “Survivorship Bias And Mutual Fund Performance”, **The Review of Financial Studies**. Sayı:9, No:4, Kış-1996.

Modigliani, Leah, “**Risk Adjusted Performance: How to Measure It and Why**”. Presentation at NYSSA, 30 Nisan 1997.

Morey, Matthew R. ve Richard C. Morrey, “An Analytical Confidence Interval For The Treynor Index: Formula, Conditions And Properties”, **Journal Of Business Finance&Accounting**. Ocak-Mart, 2000.

Özçam, Mustafa, **Varlık Fiyatlandırma Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi**. SPK Yayınları, Yayın No:104, Ankara, Ekim 1997.

Özütürk, Bülent, “**Yatırım Fonu Performanslarının Yatırım Fonu Endekslerinin Oluşturulması Yoluyla Ölçümü**”. Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1999.

Sağlam, Necdet ve Salim Şengel, “Yatırım Fonları ve Muhasebeleştirilmesi”. **Anadolu Üniversitesi İİBF Dergisi**. Cilt:XV, Sayı:1-2,1999.

Sermaye Piyasası Kurulu(SPK), “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”,Seri:VII,No:2, **Resmi Gazete**. Sayı:21301.

Simons, Katerina, “Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds”,**New England Economic Review**. Sep/Oct,1998.

Sumer, Ayşe, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**. Alfa Yayınları, İstanbul, 1999.

Şenkaya, Hüseyin, Portföy Performansı Analizinde Endekslerin Kullanımı”, **Finans Topluluğu Dergisi**. Ekim-Aralık, 1999.

Sharpe, William F.ve Diğ., **Investments**. Prentice Hall,1998.

Teker, Suat, **A Comparative Empirical Investigation of Asset Pricing Models**. SPK Yayınları, Yayın No:104, Ankara, Şubat 1998.

Tevfik, Gürman, **Dünyada Ve Türkiye’de Yatırım Fonları**. Türkiye İş Bankası Yayınları, Yayın No: 342,1995.

Toros, Cüneyt, “Sizi Borsayla Yatırım Fonları Tanıştırın”,**Sabah**(27/03/2000)

Updegrave, Walter, “Risk: How To Measure It”, **Money**, Vol:28, Issue:11, Nov,1999.

Ünal, Targan, **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar**. İMKB Araştırma Yayınları, Yayın No:7,1995.

Üstünel, İbrahim Engin, **Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması**. İstanbul:İMKB Yayınları, 2000.

Wermes, Russ, “Mutual Fund Performance: An Emprical Decomposition Into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs And Expenses”, **The Journal Of Finance**. Vol:55, No:4, Ağustos, 2000.

Zebrowski, Walter, “The Flaws In Sharpe Ratio Analysis”,**Global Investor**. December, 1998, January, 1999.

http://www.duke.edu/~charvey/Classes/ba350_1997/perf/perf.htm

http://www.the401k.com/news/quarter11997/information_ratio.html