

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	2
1. GİRİŞ	3
2. YATIRIM FONLARI	5
2.1. Yatırım Fonları ve Portföy Çeşitlendirmesi	6
2.2. Açık-Kapalı Uçlu Fonlar	7
3. PORTFÖY YÖNETİMİ.....	8
3.1. Portföy Yönetiminin Aşamaları	9
3.2. Yatırım Fonları ve Performans Ölçümü	11
3.2.1. Performans Değerlendirmesi.....	13
3.2.2. Performans Değerlendirme Yöntemleri	15
3.2.3. Yatırım Fonlarının Zamanlama ve Seçicilik Kabiliyetleri.....	16
4. TÜRKİYE’DE YATIRIM FONLARININ GELİŞİMİ ve YATIRIM FONU SEKTÖRÜNDE GÖZLENEN BAŞLICA PROBLEMLER	18
4.1. Gelişim.....	18
4.2. Ülkemizde Yatırım Fonları Sektöründe Yaşanan Problemler	20
4.2.1 Yatırım Fonlarında Yönetim Unsurundan Kaynaklanan Aksaklıklar	22
5. İŞTİRAK YATIRIM FONLARI	24
5.1. Tanım	24
5.2. Türkiye’de İştirak Yatırım Fonları	24
5.2.1. Akbank A Tipi Sabancı Holding İştirak Fonu	26
5.2.2. İşbankası A Tipi İştirak Fonu.....	27
5.2.3. Koç Menkul A Tipi Koç Şirketleri İştirak Fonu	27
5.3. İştirak Fonlarının Performanslarına İlişkin Değerlendirme.....	28
5.4. Aktif-Pasif Portföy Yönetim Stratejileri Açısından İştirak Yatırım Fonları ...	30
5.5. İleri Fiyatlama Uygulamasının İştirak Yatırım Fonlarının Katılma Belgesi Sahibi Sayısındaki Değişkenliğe Etkisi	32
5.6. İştirak Yatırım Fonlarının Günlük Getirilerindeki Yüksek Değişkenliğin Azaltılması İçin Bir Öneri	33
6. SONUÇ ve TÜRKİYE’DE YATIRIM FONU PİYASASININ GELİŞİMİNİN SAĞLANMASINA YÖNELİK ÖNERİLER	34
KAYNAKÇA	41
EKLER.....	44

KISALTMALAR

Amerika Birleşik Devletleri	ABD
Bakınız	Bkz.
Gayri Safi Milli Hasıla	GSMH
Global Investment Performance Standards	GIPS
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası	İMKB
Organization of Economic Cooperation and Development	OECD
Securities and Exchange Commission	SEC
Sermaye Piyasası Kurulu	SPKr, Kurul
Sermaye Piyasası Kanunu	SPKn
Takas ve Saklama Bankası A.Ş.	Takasbank

1. GİRİŞ

Kurumsal yatırımcıların, tasarrufların yönetilmesinde, bireysel yatırımcılara göre bazı avantajları bulunmaktadır. Bu kuruluşlar, yatırım kararlarının verilmesi aşamasında, gerekli bilgilerin toplanması ve değerlendirilmesinde ölçek ekonomisinden yararlanmaktadırlar. Bu sayede yönetilen fonların büyüklüğü arttıkça birim başına bilgi ve işlem maliyetleri de azalmaktadır. Bu tasarruflarla oluşturulan portföylerin izlenmesi, performanslarının ölçülmesi ve değerlendirilmesi işlemleri de yine bu kuruluşlar tarafından yürütülmektedir.

Kurumsal yatırımcılar makroekonomik amaçlar için vazgeçilmez birer ekonomik birimdirler. Özellikle ekonomide istikrarın sağlanmasında kurumsal yatırımcılar adeta birer otomatik stabilizatör¹ görevi görürler. Ancak bu görev, yatırım fonlarının kısa vadeli ve volatiliteye karşı aşırı duyarlı bir yatırımcı kitlesi ile değil, uzun vadeli yatırım yapan ve piyasa göstergelerindeki volatiliteden önemli ölçüde etkilenmeyen yatırımcı kitlesi ile yerine getirilebilir. Kurumsal yatırımcılar, piyasada aşırı yüksek veya düşük fiyatlanmış menkul kıymetler üzerinde işlem yaparak, piyasada istikrar sağlamakta ve menkul kıymet fiyatlarının oluşumuna katkıda bulunmaktadır. Dünyada kurumsal yatırımcılar arasında aktif büyüklüğü açısından en gelişmiş olanı menkul kıymet yatırım fonlarıdır.

Yatırım fonları, 1970'li yılların sonlarına doğru Türkiye'de konuşulmaya başlanmış ve fon kurulması konusunda girişimler olmuştur. Ancak yasal zemin 1980'li yılların başlarında oluşturulabilmiştir. İlk yatırım fonları ise 1980'li yılların ikinci yarısında kurulmuştur. Gelişmiş ülkeler ülkemizdeki girişimlerden ve gelişmelerden çok önce yatırım fonlarının kuruluşu konusunda ilk adımları atmıştır. Son yıllarda Amerika Birleşik Devletlerinde yatırım fonlarının toplam değeri, bankacılık sektörünün toplam değerini aşmış durumdadır. ABD'de yatırım fonlarının toplam aktif büyüklüğü 6.9 trilyon dolardır. Ekonomik gelişme ile çok sıkı bir etkileşim içinde olan kurumsal yatırımcılar tüm dünyada, farklı boyutlarda da olsa devlet desteğine sahiptirler.

¹ Portföylerinde bulunan ve piyasada fiyatı aşırı derecede yükselmiş menkul kıymetleri satarak veya piyasa değeri gereğinden fazla düşmüş bir menkul kıymeti portföyelerine alarak bunu sağlarlar.

Ülkemizdeki duruma baktığımızda, sermaye piyasalarımızın ve kurumsal yatırımcı tabanımızın ülkemizin sahip olduğu potansiyel yanında yetersiz olduğu görülmektedir. Oysa, nüfus olarak Türkiye ile karşılaştırılmayacak boyuttaki ülkelerde dahi yatırım fonu aktif büyüklükleri ülkemizin çok üzerindedir². Ülkemizde faaliyet gösteren yatırım fonlarının portföy büyüklükleri Temmuz 2002 sonu itibari ile 4,7 milyar dolar civarındadır³.

Gelişmiş ülkelerde tasarruf sahipleri sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmayı tercih ederlerken, gelişmekte olan ülkelere yaşanan kaynak kıtlığı bu ülkelerdeki tasarrufların büyüklüğünü ve dağılımını etkilemektedir. Ülkemizde tasarruf sahipleri yatırım aracı olarak TL mevduatı, döviz tevdiatı, hisse senedi, hazine bonosu, repo, altın, yatırım fonu gibi enstrümanları tercih etmektedirler. Ancak tasarrufların çoğu altın ve döviz gibi sermaye piyasalarının gelişimine katkısı olmayan enstrümanlara kaymıştır.

Kronik enflasyon, ekonomik istikrarsızlık, mevzuatın ve özellikle vergi düzenlemelerinin sık ve geriye dönük değiştirilmesi gibi hususlara yatırım fonlarının yönetimine ilişkin şeffaf kriterlerin geliştirilememesi problemi de eklendiğinde, yaratılan güvensizlik ortamı nedeniyle özellikle portföylerinde ağırlıklı olarak hisse senetlerine yer veren A tipi fonların sermaye piyasalarımıza olan katkısı sınırlı bir düzeyde kalmaktadır⁴.

Çalışmamızın birinci bölümünde yatırım fonları üzerine genel bir açıklama yapılacak, ikinci bölümde inceleme konumuzu oluşturan iştirak yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi amacıyla, literatürde yatırım fonlarının performanslarının ölçümüne ilişkin olarak kullanılmakta olan metodolojilere değinilecek ve performans değerlemesine ilişkin problemlere atıf yapılacaktır. Çalışmamızın üçüncü ve dördüncü bölümlerinde ülkemizde yatırım fonu sektörünün gelişimine ve bir yatırım fonu türü olan “İştirak Yatırım Fonları”nın durumuna

² Çeşitli ülkelerdeki yatırım fonu aktif büyüklükleri için bkz. Ek: Tablo 1

³ Bkz Ek. Tablo 2

⁴ A tipi yatırım fonlarının yatırım fonlarının toplam aktif büyüklüğü içerisindeki payı %7-8’ler civarında seyretmekte olup, Temmuz 2002 itibariyle hisse senetlerinin tüm yatırım fonlarının aktif büyüklükleri içerisindeki payı sadece %3’tür. Bkz Ek: Tablo 3

değınilecek olup, son bölümde yatırım fonları uygulamaları hakkındaki değerlendirmelerimiz ve genelde yatırım fonları ve özelde ıştirak yatırım fonları hakkındaki önerilerimiz sunulacaktır.

2. YATIRIM FONLARI

Yatırım fonları, halktan toplanan paraları yatırımcı adına inançlı mülkiyet ve riskin dağıtılması ilkeleri doğrultusunda portföy yönetimi yaparak değerlendiren finansal kurumlardır. Yatırım fonları aracılığıyla gerçekleştirilen yatırım ilişkisinde yer alan taraf sayısı ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilmektedir. Ülkemizde yatırım fonlarında kurucu, saklama kuruluğu, yatırımcı ve portföy yönetim şirketinden oluşan dörtlü bir ilişki söz konusudur. Yatırım fonlarının sağladığı başlıca avantajları şöyle sıralayabiliriz:

a) Bankacılık sisteminin baskınlığı, alışkanlıklar, yüksek enflasyon gibi nedenlerden dolayı menkul kıymetlere yatırım yapmak konusunda genel olarak ihtiyatlı ve gönülsüz davranan ve bu konularda yeterli bilgi ve uzmanlığa da sahip olmayan yatırımcılar yatırım fonları aracılığıyla alternatiflere ve özellikle de mevduat hesabı gibi geleneksel yatırım araçlarına kıyasla daha yüksek getiri sağlayabilmektedirler.

b) Portföy çeşitlendirmesi yoluyla risk dağılımı sağlamaktadırlar.

c) Katılma belgelerinin küçük kupürlü olması özellikle küçük tasarruf sahiplerine alım-satım kolaylığı sağlamaktadır.

d) Katılımcıların nakde ihtiyaç duyması halinde, vade sınırlaması olmaksızın katılma belgelerini fona geri satarak nakit ihtiyacını karşılayabilmekte ve katılma belgeleri likit özelliğı taşımasına rağmen aynı özelliğı taşıyan diğer yatırım araçlarına göre genellikle daha yüksek getiri sağlamaktadırlar.

e) Yatırım fonları gibi kolektif bir portföye yatırım yapan yatırımcılar, münferit olarak portföy yatırımında bulunanlara göre vergi avantajına sahiptirler.

f) Yatırım fonu katılma belgesi sahipleri piyasada dolaşan kötü senaryolar karşısında doğrudan hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılara kıyasla daha temkinli davranmaktadırlar⁵.

2.1. Yatırım Fonları ve Portföy Çeşitlendirmesi

Yatırımcıların farklı tercihlerine cevap vermek amacıyla kurulan kolektif yatırım kurumları, portföylerini oluştururken farklı menkul kıymetlere yatırım yapmaktadırlar. Çoğunlukla karma stratejiler kullanılmasına rağmen bu konuda çeşitli sınıflandırmalar yapılabilir.

Yapılan çeşitli çalışmalarda yatırım fonu portföylerinin ortalama %90 oranında çeşitlendirildiği sonucuna ulaşılmıştır⁶. Elton ve Gruber ise eşit ağırlıklı rasgele seçilmiş bir portföyün %90 oranında çeşitlendirilebilmesi için 48 menkul kıymete gereksinim olduğunu belirtmişlerdir. Sınırlı sermayesi olan bir yatırımcının bu düzeyde bir çeşitlendirme elde edebilmesi çok yüksek işlem maliyetlerini gerektireceğinden, küçük yatırımcılar için yatırım fonlarının, performansları biraz zayıf da olsa, iyi bir yatırım aracı olduğuna çeşitli araştırmacılarca işaret edilmektedir⁷.

ABD’de faaliyette bulunan Yatırım Şirketleri Enstitüsü yatırım fonlarını, para piyasası fonları ile hisse senedi, tahvil ve gelir fonları olarak ikiye ayırmıştır. Para piyasası fonları, 1970’li yıllarda faiz oranlarının yükseldiği dönemde ortaya çıkmış ve büyük bir gelişme göstermiştir. Yatırım Şirketleri Enstitüsü tarafından yapılan sınıflamaya göre hisse senedi, tahvil ve gelir fonları 17⁸ alt bölüme ayrılmıştır.

⁵ Peter Fortune “Mutual Fund Myths”

⁶ Russell J. Fuller “Modern Investments and Security Analysis”

⁷ Elton, Edwin and Gruber, Martin “Modern Portfolio Theory and Investment Analysis” 1981

⁸ Atak Büyüme Fonları, Büyüme Fonları, Büyüme ve Gelir fonları, Değerli Maden ve Altın fonları, Uluslararası Fonlar, Özel Kesim Tahvil Fonları, Dengeli Fonlar, Değişken Portföylü Fonlar, Global Tahvil Fonları, Global Hisse Fonları, Yüksek Getirili Tahvil Fonları, Tahvil Gelir Fonları, Hisse Gelir

2.2. Açık-Kapalı Uçlu Fonlar

Yatırım fonları açık veya kapalı uçlu olarak kurulabilmektedirler. Açık uçlu yatırım fonları sermayesi sabit olmayan malvarlığı olarak tanımlanabilmektedir. Pay ihraç ederek istendiği anda itfa eden açık uçlu fonların katılma belgeleri borsada işlem görmemektedir. Açık uçlu yatırım fonlarının paylarının fiyatları portföylerinde içerdikleri menkul kıymetlerin piyasadaki değerlemesine ve katılma belgesi sayısına bağlıdır.

Kapalı uçlu fonlarda katılım payı bellidir. Payların ihraççı tarafından geri satın alınıp itfa edilmesi söz konusu olmadığı için talep doğrultusunda pay sayısında artırma veya azaltma yapılamamaktadır. Bu sınırlama katılma belgesini satmak isteyen yatırımcının borsada ya da tezgah üstü piyasalarda alıcı bulmasını gerektirmektedir.

Borsa'nın dramatik düşüşler veya yükselişler gösterdiği dönemlerde açık uçlu fon yöneticileri, yükseliş söz konusu ise fona olan talebi yeni katılma belgeleri ihraç ederek karşılayabilmektedirler. Ancak tersi durumda yani düşen bir piyasada, katılma belgesi sahiplerinin yoğun satışlarını karşılamak durumunda kalan fon yöneticileri etkin bir portföy yönetmemekte, düşen menkul kıymetleri uygun bir fiyattan satarak daha düşük fiyatlardan yerine koyabilecekleri yönetim stratejilerini pratiğe dönüştürememektedirler.

1997 Asya krizine atıf yapılan bir çalışmada⁹ bir ülkede baş gösteren ekonomik darboğazın, borçlanma kanalıyla finansal açıdan herhangi bir problem yaşamayan ülkelere de rahatlıkla sıçradığı belirtilmektedir. Aynı çalışmada kurumsal yatırımcıların da bazen irrasyonel şekilde temel göstergeleri gözardı ederek panikleyebildikleri ve bu nedenle krizin derinleşebildiği, bireysel yatırımcıların bu duruma yatırım fonlarından kaçarak katkıda buldukları, bu durumun ise fon

Fonları, Dengeli Gelir Fonları, Belediye Tahvili Gelir Fonları, Opsiyon/Gelir Fonları ve Kamu Gelir Fonları

⁹ Graciela Kaminsky "Managers, Investors and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets"

yöneticilerini hisse senedi bazında temel göstergeler alım sinyali verse de satışa geçme zorunda bıraktıkları ve fon performanslarının olumsuz yönde etkilendiği vurgulanmaktadır. Yaşanan bu haksız rekabet ise kurumsal yatırımcılardan beklenen, sistemin istikrar yönünden sigortaları olma vasıflarının kaybolmasına sebebiyet vermektedir.

Nitekim benzer bir örnek 2000 yılında İMKB'nin hızlı yükselişi sırasında da yaşanılmış olup, 18,000'li seviyelere kadar yükselen endeks hisse senetlerine yoğun ilgi duyan yeni yatırımcıları yatırım fonlarına yöneltmiş, bunun sonucunda gelen talebi karşılamak amacıyla (kötü bir zamanlama ile) yeni katılma belgeleri ihraç eden fonlar artırdıkları tutarı yüksek fiyatlı ve betaları (riskleri) yüksek hisse senetlerine yatırmışlardır.

İMKB'nin 2000 ve 2001 yıllarında hızlı düşüşler gösterdiği dönemlerde ise yatırım fonları, katılma belgesi sahiplerinin satışlarını karşılamak amacıyla portföylerini küçültmek zorunda kalmışlar ve bu nedenle her iki örnek olayda da piyasa istikrarına olan etkileri oldukça tartışmalı hale gelmiştir. Volatilitenin yüksekliği kimi zaman beraberinde getirdiği kazanç olanakları nedeniyle yatırımcıları özendirip likiditeyi artırabilmek gibi olumlu etkilere neden olsa bile fazla risk almayı sevmeyen (risk averse) bireysel ve kurumsal yatırımcıların taleplerini olumsuz yönde etkilemektedir.

3. PORTFÖY YÖNETİMİ

Menkul kıymet yatırımlarının sağladığı kazançlara getiri, bu kazançların beklenen düzeyden farklı olması olasılığına da risk denir. Risk, getiri dağılımının varyansı ya da standart sapması ile ölçülür. Beklenen getiri ve risk arasında doğru orantının olması, yüksek düzeyde getiri bekleyen bir yatırımcının yüksek riski göze almasını gerektirir. Mevcut yatırım araçları arasında en iyi bileşimi sağlayarak, en yüksek getiriyi elde edebilmek amacıyla oluşturulan finansal varlıklar bütününe portföy denilmektedir. Portföy oluşturmanın temel amacı, değerlendirilebilir fonları

değişik menkul kıymetlere tahsis ederek çeşitlendirme yoluyla sistematik olmayan riski azaltmaktır.

Portföy yönetimi ise, politika, ekonomi, piyasa, endüstri ve menkul kıymetlere ilişkin bilgiler ışığında yapılan, yatırımcının amaçlarının, tercihlerinin ve kısıtlarının belirlendiği ve bu bilgiler ışığında yatırım politikası ve stratejilerinin hazırlandığı, varlık dağılımı probleminin bu girdilerle çözüldüğü, verilen kararın başarı değerlendirilmesinin yapıldığı, sürekli olarak portföyün izlendiği ve buna göre güncelleştirildiği bir süreç olarak tanımlanabilmektedir¹⁰.

Profesyonel portföy yöneticiliği iyi bir tahlil gücü, hızlı ve doğru karar alabilme yeteneği, bilgi birikimi ve teknik donanım gerektirmektedir. Fon fazlası olan küçük bireysel yatırımcıların kendi portföylerini oluşturma yoluna gitmeyerek tasarruflarını yatırım fonları aracılığıyla değerlendirmelerinin en önemli nedenlerinden birisi, bireysel yatırımcıların fonlarının iyi çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmak için yetersiz olmasıdır. Böyle bir portföy oluşturmaya yeterli miktarda fon bulunması noktasında ise, oluşturulan portföyün nasıl yönetileceği sorunu ortaya çıkmaktadır.

3.1. Portföy Yönetiminin Aşamaları

Bu bölümde, portföy yönetiminin aşamalarından hareketle inceleme konumuzu oluşturan iştirak yatırım fonlarının yönetim aşamalarına da atıfta bulunulacaktır. Portföy yönetimi başlıca beş aşamada ele alınabilir:

- a) Yatırım amaçlarının belirlenmesi,
- b) Yatırım politikasının oluşturulması,
- c) Portföy stratejisinin belirlenmesi,
- d) Yatırım yapılacak menkul kıymetlerin saptanması,
- e) Performansın ölçülmesi ve değerlendirilmesi.

¹⁰ ALICI, Aşkın “Endeks Fonlar ve Türkiye’de Uygulanabilirliği” SPK-1998

Yatırım amaçları kurumsal yatırımcıya göre farklılık gösterecektir. Örneğin bir emekli sandığının amacı yönettiği portföyün yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için gerekli nakit akımlarını sağlamasıdır. İştirak yatırım fonlarında amaç, ağırlıklı olarak grup şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yaparak yatırımcıların kendi oluşturacakları grup şirketlerinin hisse senetlerinden oluşan sıradan bir portföyden daha fazla bir getiri elde etmektir.

Portföy yönetiminin ikinci aşaması yatırım amacına ulaşılmasını sağlayacak politikanın belirlenmesidir. Mali araçların faaliyetlerinden faydalanacak kişilerin beklentileri ve yasal sınırlamalar yatırım politikasının belirlenmesinde etkili olacaktır. Portföy stratejisinin belirlenmesinde ise genelde iki seçenek söz konusudur; aktif ve pasif strateji. Aktif strateji adından da anlaşılacağı üzere, portföy oluşturulduktan sonra portföy yöneticisinin aldığı yatırım kararları çerçevesinde portföy yapısının sürekli olarak bir değişim içerisinde bulunduğu yatırım stratejisidir. Aktif stratejinin seçilmesi durumunda yatırım yapılan kıymetlerin performansını etkileyecek pek çok faktör hakkında tahminde bulunulması gerekir.

Satın al ve elde tut stratejisi olarak da adlandırılan pasif stratejide ise tahmin girdileri diğerlerine göre daha azdır. Portföy yöneticisi kurumlar, piyasanın fiyat etkinliği konusundaki düşüncelerine ve yerine getirmek zorunda oldukları mali yükümlülüklerin durumuna göre uygulayacakları stratejiyi belirleyeceklerdir. İştirak fonları portföy yapılarına bu açıdan bakıldığında söz konusu yatırım fonlarının Kurulumuz düzenlemeleri çerçevesinde getirilen, fon aktif büyüklüğünün en az %51'inin iştirak şirketlerinin hisse senetlerine yatırılması sınırlamasına tabi olmaları ve inceleme döneminde portföy yapılarında yaşanan minimal değişimler nedeniyle yarı pasif bir yatırım politikasına sahip oldukları söylenebilir.

Uygulanacak strateji belirlendikten sonra yapılması gereken, bu stratejiye göre portföye konulacak varlıkların belirlenmesidir. Bu aşamada portföy yöneticisi optimal¹¹ ya da etkin portföyü oluşturmaya çalışacaktır. İştirak yatırım fonları tarafından uygulanan portföy stratejisi bu açıdan değerlendirildiğinde, kanun koyucu

¹¹ Optimal ya da etkin portföy, belirli bir risk seviyesinde en fazla getiriye sağlayan ya da belirli bir beklenen getiri seviyesinde en az riske neden olan portföydür.

tarafından getirilen fonun aktif büyüklüğünün asgari %51'nin iştirak şirketlerine ait hisse senetlerinden oluşturulmasına ilişkin sınırlamanın grup riskinin, fon bünyesinde yer verilen şirket hisse senetlerinin riskliliğine olan etkisi göz önüne alındığında optimal bir portföyün oluşturulmasının güçleştiği düşünülmektedir.

Portföy yönetimi aşamalarından en sonuncusu performans ölçümü ve değerlemesidir. Bu aşama, uygulanan politikaların ne ölçüde başarılı olduğunun belirlenmesi ve yapılması gereken değişiklikler olduğu durumlarda bu değişikliklerin ne yönde olması gerektiği konusunda fon yöneticilerine fikir verecektir. Bu konu üzerinde ülkemizde henüz yeterince çalışma yapılmamış olup, konuya ayrıntılı olarak çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde değinilecektir.

3.2. Yatırım Fonları ve Performans Ölçümü

Yatırım fonları performansının değerlendirilmesi temelde, herhangi bir fon portföyünün getirisinin, başka bir portföyün veya portföylerin getirisi ile karşılaştırılmasına dayanır. Seçilen portföyler birbirleriyle gerçekten karşılaştırılabilir olmalıdırlar. Seçilen portföylerin benzer risk düzeylerine sahip olmaları gerekmektedir, belirli bazı düzeltmelerle risk düzeyleri birbirinden çok farklı olan yatırım fonları arasında da bir karşılaştırma yapılabilir¹².

Yatırım fonlarının hemen hepsinde ortak olan bazı amaç ve politikalar bulunmaktadır. Bunlar; profesyonel yatırım analizi yaparak portföy getirisini artırmak, portföy yönetiminde ölçek ekonomilerinin bütün avantajlarından yararlanmak ve portföyü çeşitlendirerek yatırım riskini azaltmaktır.

Profesyonel portföy yöneticileri tarafından yönetilen yatırım fonlarının performanslarının ölçülmesi, ülkemiz gibi yüksek enflasyon ve yüksek reel faiz ortamında yatırım yapan yatırımcılar açısından önem taşımaktadır. Yatırımcıların yatırım yaptıkları sermaye ya da para piyasası araçlarının reel getirilerini bilmeleri bu

¹² DAĞDEVİREN, Aylin "Menkul Kıymetler Yatırım Fonları Performans Değerlendirmesi ve Türkiye Örneği" TSKB-1989

açından hayati önem taşımaktadır. Çünkü yatırımın temel amacı, finansal refahın artırılması en azından aynı kalmasının sağlanmasıdır.

Performans değerlendirmesi ve risk analizi bireysel ve kurumsal yatırımcılar tarafından cari portföylerinin riskini tahmin etmek, geçmiş yatırım risklerini ölçerek, geçmişteki performanslarını yorumlamak ve beklenen getiri ile beklenen risk karşılaştırması yaparak en iyi portföyleri oluşturabilmek amacıyla kullanılmaktadır.

Finansman dergilerinde yatırım fonları, performanslarına göre sıralanırken, bu sıralama genellikle yatırım fonlarının geçmiş yıl ya da aylarda sağladığı ortalama getiri oranı baz alınarak yapılmaktadır. Ancak performans ölçümünde asıl amaç yatırım fonu yönetiminin başarısını diğer bir deyişle portföy yöneticilerinin beceri düzeyini ölçebilmektir. Getiri oranlarına dayanılarak yapılan sıralamanın her zaman birbiriyle çakışması söz konusu değildir. Çünkü yatırım fonlarının sağladığı getiri oranını etkileyen üç faktör bulunmaktadır. Bunlar; yatırım fonunun hedef risk düzeyi, piyasanın performansı ve yatırım fonu yönetiminin beceri düzeyidir. Dolayısıyla yönetimin becerisi getiri oranlarını etkileyen faktörlerden sadece birisidir.

1994 yılında, bir yanda ABD hisse senedi piyasasında rekor düzeyde yükselişlerin, diğer taraftan tahvil fonlarında büyük kayıpların gözlenmesiyle, yatırımcılar yatırımlarının riskini öğrenme çabasına girmişlerdir. Bunun üzerine SEC, yatırım fonlarının risklerinin kamuya açıklanması amacıyla raporlama yükümlülüğüne ağırlık vermiştir¹³. Ülkemizde de benzer nitelikte raporlamalara yer verilmesi yatırımcıların yatırım kararlarına yön vermelerinde ve portföy yöneticilerinin sağlanan bu şeffaf yapı sebebiyle katılma belgesi sahiplerine karşı sorumluluk bilinçlerini artıracaktır.

Türkiye’de kurulu bulunan yatırım fonları için yapılan performans değerlendirmesi sonucunda, aylık veriler göz önüne alındığında A tipi yatırım

¹³ ÖNEN, Seda “Kamuyu Aydınlatma Çerçevesinde Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları İçin İlan, Reklam ve Performans Standartları” SPK-1998

fonlarının belirgin şekilde düşük performans gösterdikleri tespit edilmiştir¹⁴. Hisse senedi genel piyasası ve hazine bonosu faizlerinin getirileriyle karşılaştırıldığında A tipi fonların getirileri ikinci planda kalmaktadır. Ulaşılan bu tespit değişik açılardan sınıflandırılan fon türleri için farklılık göstermemektedir. Fon yöneticilerinin piyasa zamanlamaları ve yüksek performans gösteren menkul seçicilik kabiliyetleri açısından yapılan değerlendirmelerde de fon yöneticilerinin sınıfta kaldıkları görülmektedir. Yatırım fonlarının getirilerinin enflasyon oranları göz önüne alındığında daha da gerilediği açıktır. Ülkemizde yaşanan 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri nedeniyle yatırım fonlarının getirilerinin dolar bazında karşılaştırılması anlamlı değildir.

Yatırım fonlarının performans değerlemesine ilişkin olarak yapılan çalışmalarda, değişik örnekler, zaman birimleri ve yöntemler kullanılmasına rağmen bulunan sonuçlar genelde benzerdir. Çalışmalarda piyasanın doğru tahmin edilemediği ve yatırım fonlarının performansının herhangi yönetilmeyen bir portföyden daha farklı olmadığı belirtilmektedir.

3.2.1. Performans Değerlendirmesi

Finans sektöründe ortaya çıkan başlıca problemlerden birisi yatırım fonlarının riskli yatırımlarının performanslarının değerlendirilebilmesidir. Bazı yatırım fonları çeşitli amaçlar için kurulmalarına rağmen yatırım kriterleri ve amaçları hepsi için geçerlidir. Profesyonellerce yapılan yatırım analizleri sayesinde getiriye arttırmak, bunu da ölçek ekonomisinin portföy yönetimi esnasında getirmiş olduğu avantajlardan faydalanarak yapmak mümkündür. İştirak yatırım fonları da bu gibi evrensel yatırım prensiplerine tabidirler.

Yatırım fonu performansının, yatırımın ortalama karlılığı ile riski birlikte dikkate alarak ölçülmesi gerekmekte ve performans değerlendirmesinde uygun risk ölçütünün seçilmesi önem arz etmektedir. Portföy toplam riski getirilerin varyansı ya

¹⁴ ESER, Rüya “The performance & portfolio behaviour of mutual funds in Turkey” The University of Birmingham, 1996

da standart sapması ile ölçülürken, sistematik¹⁵ risk beta katsayısı ile ölçülmektedir. Betanın formulasyonuna aşağıda yer verilmektedir:

$$\text{Piyasanın Betası} = \frac{\text{Kovaryans (Portföy Getisi, Piyasa Getirisi)}}{\text{Piyasa Getirisinin Varyansı}}$$

Yatırım fonlarının betalarının farklı olduğu hatırdan çıkarılmayarak, yatırım fonlarının piyasadaki değişikliklere farklı derecelerde cevap verecekleri unutulmamalıdır. Durgun bir piyasada piyasanın getirisi beklenenden düşük çıktığı durumlarda küçük betalı fonlar (sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan fonlar örnek verilebilir) daha büyük bir getiri oranı sağlayacaklardır. Yükselen bir piyasada ise piyasa getirisinin beklenenden büyük çıktığı durumda yüksek betalı fonlar (portföyünde ağırlıklı olarak hisse senetlerine yer veren fonlar örnek olarak verilebilir) yüksek getiri sağlayacaklardır.

Portföy çeşitlendirmesi yoluyla riskin dağıtılması yatırım fonların en temel amaçlarından birisi iken iştirak veya sektör yatırım fonlarının portföylerinin betaları ile oynayarak optimum bir portföy yapısının sağlanması oldukça güçleşmektedir. Zira bahsi geçen yatırım fonlarının asgari aktif büyüklüğünün %51'inin isimleri ve sayıları belli olan hisse senetlerine yatırılması zorunlu iken fonun grup riskinden kaynaklanan değişimlere karşılık hareket kabiliyeti oldukça sınırlıdır.

Bir yatırımcı için yukarıda yer verilen ana prensipler çerçevesinde fonun beklenen performansın sergilenip sergilenmediğini bilmek oldukça önem taşımaktadır. Yatırım fonu yöneticileri profesyonel bilgi birikimine sahip oldukları iddiasından hareketle yönettikleri fonun rasgele seçilen hisse senetlerinden oluşturulmuş sıradan bir portföyden daha iyi bir performans sergileyeceğini öne sürmektedirler. Eğer bu iddiaları doğru ise yatırımcılar hizmetleri karşılığında fon

¹⁵ Mali yatırımcıların karşı karşıya bulunduğu başlıca iki risk bulunmaktadır: sistematik risk ve sistematik olmayan risk. Sistematik olmayan risk, menkul değerlerin kendine özgü olan risk türü iken, sistematik risk tüm ekonomiyi ilgilendiren ve işletme yönetimlerinin, portföy sahiplerinin kaçınamayacakları risklerdir.

yöneticilerine bedel ödemeye hazır olacaklardır. Aksi durumda yatırımcılar rasgele olarak kendi seçtikleri hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih edeceklerdir.

Yatırım fonlarının performansının rasgele oluşturulmuş bir portföyün performansından daha iyi olduğu durumlarda da bu kez de yatırımcılar açısından fon performanslarının değerlendirildiği bir endeksleme sisteminin olması gerekmektedir. Yurtdışında en popülerleri “Moonstar” olan yatırım fonu performans endekslerinin ülkemizde henüz yatırımcının bilgisine sunulmamış olması bu açıdan ciddi bir eksiklik teşkil etmektedir. Performans değerlendirmesinin bir başka önemi de fon yöneticilerinin içsel nedenlerinden kaynaklanmaktadır. Zira fon kurucuları fon yöneticilerinin performansını gözlemlemek isteyeceklerdir.

3.2.2. Performans Değerlendirme Yöntemleri

Basit anlamda bir yatırım fonunun bir dönem getiri oranının hesaplanması aşağıda şekilde yapılmaktadır:

$$\text{Getiri} = \frac{\text{Net Aktif Değer Dönem Sonu} - \text{Net Aktif Değer Dönem Başı}}{\text{Net Aktif Değer Dönem Başı}}$$

Portföy performansının ölçülmesinde kullanılan en popüler yöntem 1968 yılında Sharpe tarafından geliştirilen ve kendi adıyla anılan yöntemdir. Bu model Etkin Piyasalar Teorisi ve Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma modeline (CAPM) dayanmaktadır. İki teori de rasyonel bir yatırımcının çeşitlenmiş, piyasa portföyünün örneğini temsil eden pasif yönetilen bir portföye sahip olmaya çalışacağını ortaya koymuştur¹⁶. Sharpe modelinde, tüm yatırımcıların aynı yönde hareket edecekleri düşünülecek olursa elde tutulmak istenen riskli portföyün piyasa portföyü olacağı öngörülmektedir. Aşağıda Sharpe modelinin performans değerlendirmesine ilişkin formulasyona yer verilmektedir:

¹⁶ AKGÜN, Ayşegül “Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi” sa:29

$$St^{17} = \frac{\text{Portföyün Ortalama Getirisi} - \text{Risksiz Yatırım Aracının Getirisi}}{\text{Portföyün Getirisinin Standart Sapması}}$$

Sharpe modelinde öngörülen sistematik olmayan riskten kaçınmanın yolu olarak yatırımcının piyasa portföyüne dolayısıyla endeks fona yatırım yapması gerektiği düşüncesi, etkin piyasalarda piyasalardaki hisse senetlerinin fiyatları doğruyu yansıttığından piyasadan daha fazla bir getiri elde etmeye çalışmanın hatalı olacağı varsayımından kaynaklanmaktadır. Sharpe'ın CAPM modeliyle vardığı sonuç şudur: Hisse senedi seçimi işe yaramamaktadır, o halde yatırımcılar geniş ölçüde çeşitlendirilmiş bir portföye sahip olmalı ve işlem yapmaktan kaçınmalıdırlar.

3.2.3. Yatırım Fonlarının Zamanlama ve Seçicilik Kabiliyetleri

Yatırım fonu yöneticilerinin zamanlama yoluyla portföy performansını artırabilmek için piyasaya ilişkin beklentilere göre, tahvil ve hisse senetlerinin portföy içerisindeki ağırlıkları değiştirilebilir. Eğer piyasanın yükselmesi bekleniyorsa hisse senetlerine, düşmesi bekleniyorsa tahvillere ağırlık verilebilir.

Piyasa hareketleri karşısında ideal bir fon yöneticisinin tutumu, yükselen bir piyasada portföyünün betasını artırmak, düşen bir piyasada ise azaltmak şeklinde olmalıdır. Piyasa zamanlaması konusunda Treynor ve Mazuy tarafından yapılan ilk çalışmada, fonların piyasa hareketlerinin zamanlamasını iyi yapamadıkları ve risk seviyesini uygun şekilde değiştiremedikleri ortaya çıkmıştır¹⁸. Yukarıda yer verilen bilgiler çerçevesinde yatırımcılar eğer toplam riskle ilgiliyseler Sharpe ölçüsü, sistematik riskle ilgiliyseler Treynor ölçüsü kullanılabilir. Treynor ölçüsüne de aşağıda yer verilmektedir:

$$Tr = \frac{\text{Portföyün Beklenen Getirisi} - \text{Risksiz Yatırım Aracının Getirisi}}{\text{Portföyün Betası}^{19}}$$

¹⁷ St ne kadar yüksek değer alırsa portföyün getirisinin o kadar yüksek olduğu varsayılmaktadır.

¹⁸ KAY K. Mazuy & Jack L. Treynor, "Can Mutual Fund Outguess The Market?" International Textbook Company, Pennsylvania 1990, s. 486-493

¹⁹ Beta= Cov (Portföy Getirisi, Piyasanın Getirisi)/Piyasa Getirisinin Varyansının Karesi'dir

Treynor ölçüsü baz alınarak yapılan pek çok çalışmada da benzer sonuçlar elde edilmiş ve fonların piyasa zamanlamasını yapamadıkları ortaya çıkmıştır. Yukarıda yer verilen risksiz yatırım aracının getirisi ülkemizde yapılan ampirik çalışmalarda 3 aylık Hazine Bonolarının aylık ortalama getisi olarak ele alındığından inceleme döneminde döviz hariç hiçbir yatırım aracı söz konusu yatırımın getirisine ulaşamadığından Treynor ölçüsü baz alınarak yapılacak hesaplamaların anlamlı sonuçlar ortaya koymayacağı açıktır. Yapılacak değerlendirmelerde şu husus gözden çıkarılmamalıdır. Yükselen bir piyasada Treynor ve Sharpe endeksleri anlamlı sonuçlar verirken, düşen bir piyasa söz konusuysa Sharpe performans endeksi yanıltıcı sonuçlar verebilecektir.

Sharpe ve Treynor performans kriterleri baz alınarak yapılan çeşitli ampirik çalışmalarda, farklı dönemlerin ve farklı örneklerin kullanılmasına rağmen birçok araştırmacı, yatırım fonlarının yönetilmeyen portföylerin üzerinde bir performans göstermedikleri konusunda dolayısıyla yatırım fonu yöneticilerinin piyasasının gelişimi hakkındaki tahminlerinde başarılı olmadıkları sonucunda birleşmektedirler²⁰.

Türkiye’de A tipi yatırım fonlarının performansının analizi konusunda yapılmış olan bir çalışmada, A tipi fonların performanslarının İMKB Endekslerine göre düşük olduğu sonucuna varılmıştır²¹. Aynı çalışmada, İMKB Endekslerine göre düşük performans sergileyen A tipi yatırım fonlarının katılma belgelerini satın alan tasarruf sahiplerinin, kendileri yatırım yapmaları halinde yatırım fonları aracılığıyla yatırım yapmaları durumundan daha iyi performans elde edebilecekleri ortaya konulmuştur²². Bu durumda genel olarak, ek bir maliyete katlanılarak, hisse senedi yerine yatırım fonu katılma belgesi satın alınması irrasyonel bir davranış olmaktadır. Ancak bu sonucun A tipi yatırım fonlarının tamamı için geçerli olmadığı, dolayısıyla, endüstri içerisinde, İMKB Endekslerine göre yüksek getiri sağlayan fonların olduğunu da gözden kaçırmamak gerekir.

²⁰ Dağdeviren sa. 97. Bu konuda iştirak yatırım fonları açısından yapılan değerlendirmeye ilerleyen bölümlerde yer verilmektedir.

²¹ A.Argun KARACABEY, A Tipi Yatırım Fonları, Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi, Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları, Tezler Dizisi:5, Ankara, 1998, s.221.

²² KARACABEY, a.g.e., s.222.

Seçicilik kavramından, değerinin altında işlem gören varlıklara yönelebilmek, bu gibi varlıkları düşük fiyattan alarak yüksek fiyattan satabilme kabiliyeti anlaşılmalıdır. Piyasada yaşanabilecek değişim beklentilerine göre yatırım yapılan hisse senedi ile tahvil bononun oranını değiştirmek; piyasa düşecek beklentisi ile hisse senetlerinden tahvil bonoya geçiş yükselecek beklentisi ile tersini yapmaktır. Yapılan bir çalışmada²³ fonların (özellikle agresif büyüme amaçlı fonlar olmak üzere) portföye alınan menkul kıymetlere ilişkin seçicilik konusunda başarılı oldukları ancak piyasa zamanlaması konusunda başarısız oldukları tespit edilmiştir.

4. TÜRKİYE’DE YATIRIM FONLARININ GELİŞİMİ ve YATIRIM FONU SEKTÖRÜNDE GÖZLENEN BAŞLICA PROBLEMLER

4.1. Gelişim

Seri: VII, No: 2 “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” SPK’nun yatırım fonlarına ilişkin olarak yaptığı ikinci dönem düzenlemelerin başlangıcıdır. İlk düzenlemede kurucu olabilecek kurumlar sadece bankalar iken yeni Tebliğ ile bu kapsama aracı kurumlar ve sigorta şirketleri, daha sonra da (Seri: VII, No: 6 sayılı Tebliğ ile) kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun’un geçici 20’nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar da dahil edilerek günümüz uygulamasındaki halini almıştır.

Diğer taraftan aynı Tebliğ kapsamında fon içtüzüklerinde asgari sınırları belirlenmek suretiyle portföy değerinin en az %25’ini sürekli olarak özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senedine yatırmış fonlar A tipi, bu kapsamın dışında kalanlar B tipi fon şeklinde sınıflandırılmış olup Maliye Bakanlığı tarafından yapılan düzenlemelerle A tipi fonlara vergi avantajı sağlanmıştır.

1987-1992 döneminde bankaların tekeli, tahvil ikincil piyasasının gelişmemişliği ile birleşince yatırım fonları bir açıdan bankaların kendi portföylerini

²³ DANIEL, Kent “Measuring Mutual Fund Performance With Characteristic Based Benchmarks”

düzenleme, bir başka açıdan da vadesiz mevduata yüksek getiri vermenin aracı haline dönüşmüşlerdir²⁴.

Yatırım fonlarının 1987-1992 döneminde portföy yapıları incelendiğinde, portföy içindeki hisse senetleri oranının diğer menkul kıymetlere göre oldukça düşük seviyelerde olduğu görülmektedir. İMKB Endeksi'nin dönem içerisinde en yüksek seviyesine ulaştığı 1990 yılında hisse senetlerinin fon portföylerindeki ağırlıklarının da buna paralel olarak arttığı gözlemlenmiştir.

Maliye Bakanlığı'nca 1992 yılı sonrasında getirilen vergi teşviklerinin de etkisiyle, 1992 yılında %1,34 olan yatırım fonlarının portföylerindeki hisse senedi oranı 1993 yılında %18,04'e kadar çıkmıştır. Ancak bu olumlu gelişim 1994 krizi ile sekteye uğramış olup, A tipi fonların fiyat düşüşleri karşısında, portföylerindeki %25 hisse senedi oranını tutturmak için tekrar alıma geçmeleri ve fiyat düşüşlerine karşı bir talep dengesi oluşturmaları beklenirken, katılma belgelerinin yüksek oranda geri dönüş baskısıyla fon portföylerinde küçülmeler yaşanmıştır. Böylece A tipi fonların yaşanan kriz esnasında İMKB'ye destek oluşturması beklenirken tersine, katılma belgelerinin geri satıldığı durumlarda portföylerin küçülmesi nedeniyle hisse senedi satışları görülmüş ve fiyat düşüşleri hızlanmıştır.

Seri: VII, No: 10 "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin 19.12.1996 tarihinde yürürlüğe girmesi ve bu Tebliğ ile fon portföyüne alınabilecek varlıklar arasında repo ve ters repo sözleşmelerinin de sayılmasının ardından 1997 ve 1998 yıllarında yatırım fonlarının portföy dağılımlarında en büyük payı ters repo işlemleri oluşturmuştur. Böylelikle fon yöneticileri tahvil ve bono faizlerinde yaşanabilecek değişimlere karşılık portföy riskini daha da azaltabilme olanağına erişmişlerdir.

A Tipi fonların 2000 yılı sonunda, portföy toplamının % 12'si devlet tahvili, hazine bonusu, % 43'ü ters repo, % 45'i hisse senedi şeklinde oluşurken; 2001 yılı sonunda, bu oranlar sırasıyla, % 16, % 22 ve % 62 şeklinde oluşmuştur. B tipi fonların portföy toplamının, 2000 yılı sonunda, % 14'ü devlet tahvili, hazine bonusu,

²⁴ YARDIMCI, Oya "Yatırım fonlarının kurumsal yatırımcı olarak sermaye piyasasındaki yeri ve piyasa istikrarına etkileri" SPK-1999

% 86'sı ters repo şeklinde oluşurken; yıl sonunda bu oranlar sırasıyla, % 35, % 65 şeklinde oluşmuştur.

Ekte yer verilen 4 numaralı tablolardan görüldüğü üzere, A tipi yatırım fonlarının sayısının B tipi yatırım fonlarının sayısından daha fazla olmasına rağmen, B tipi fonların portföy değerleri toplamı A tipi fonlara göre çok yüksektir. Tüm yatırım fonları içerisinde, B tipi fonların toplam değeri, tüm sektörün toplamının yaklaşık % 94'ünü oluşturmaktadır. Diğer taraftan, B tipi yatırım fonlarının portföylerinin yaklaşık % 74'ü (2002 Haziran itibariyle) ters repo sözleşmelerinden ve % 26'sı sabit getirili menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Ayrıca B tipi fonların portföylerinin yaklaşık % 85'i de likit fonların portföylerinden oluşmaktadır. Öyleyse, Türkiye'de portföylerine bakılarak yatırım fonları denilince, esasında, ters repo ve bir miktar da sabit getirili menkul kıymet bileşimini anlamak gerekmektedir. Bu durum sektörün en problemlili tarafıdır. Çünkü, yatırım fonlarının temel felsefesi, çeşitlendirme yaparak, piyasadaki araçların birinin getirisinden daha fazla getiriye ulaşmaktır.

4.2. Ülkemizde Yatırım Fonları Sektöründe Yaşanan Problemler

Amerika ve Avrupa'da kurumsal yatırımcıların toplam finansal varlıklarının büyük çoğunluğu emeklilik fonları ile sigorta şirketlerinde bulunmaktadır. Ülkemizde finansal liberalizasyon sürecine kamu borçlanma sisteminde kalıcı reformlar yapılarak başlanılmaması, ülke çapında üretilen kaynakların devlet tarafından absorbe edilmesi, yurtdışından ülkemize aktarılan kaynakların genelde kısa vadeli ve sıcak para tabir edilen fonlar olması gibi faktörler, ülkemizde sıklıkla piyasa anomalilerinin ve volatilitelerin görülmesine yol açmıştır.

Kurumsal yatırımcılar arasında en büyük paya sahip olması gereken sosyal güvenlik kuruluşlarının yapısı ülkemiz açısından değerlendirildiğinde, bu kuruluşlar 1992 yılından itibaren açıkları kapatılmaya çalışılan fon arz eden değil fon talep eden bir çehreye bürünmüşlerdir. Mevcut halleriyle bu gibi kuruluşların bozulan mali

dengeleri nedeniyle hisse senetleri piyasasına yatırım yapma kabiliyetleri bulunmamaktadır.

Piyasaların en büyük oyuncularının olması gereken ve piyasa istikrarına olan katkıları yadsınamayacak olan kurumsal yatırımcıların, gelişmiş ülkelerde finansal büyüklüklerinin GSMH'ye oranı %100'ün üzerindeyken ülkemizde bu oran %1,5 dolaylarındadır. OECD ülkelerinde kurumsal yatırımcıların portföylerinde hisse senetlerine ayırmış oldukları pay %20, sabit getirili menkul kıymetlere ayrılan pay ise %48 dolaylarındadır. Yine gelişmekte olan ülkelere kurumsal yatırımcılar tarafından sabit getirili menkul kıymetlere yapılan yatırım toplam portföy büyüklüğünün %40-65'ine ulaşırken ülkemizde bu oran %90'lar civarında seyretmektedir. Bu oran %60-65'ler seviyesine gerilediğinde ve kurumsal yatırımcıların finansal büyüklükleri GSMH'ye oranla yüksek seviyelere ulaştığında reel sektörün ihtiyaç duyduğu kaynağın çok düşük maliyetle sağlanması mümkün olacaktır.

Bankalar, Türk mali piyasasında ağırlıklı bir yapıya sahip olduklarından yatırım fonu kurup işletmeyi asli faaliyetleri arasında görmemişler ve yönetimi kolay portföy kurmayı tercih etmişlerdir. Türk yatırımcısının yatırım fonları bir tür vadesiz mevduatın alternatifini olarak görmeleri ve piyasada yaşanan istikrarsızlıkların da etkisiyle A tipi fonların gelişimi sürekli olarak sektöre uğramaktadır. Büyük aktif büyüklüğüne sahip fonların yönetiminde de daha çok pasif yönetim tarzı tercih edilmektedir.

Yatırım fonlarının portföylerinde bulunan hisse senetlerinin piyasa değerlerinin İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin toplam piyasa değerine olan oranı %0,2-%0,3 oranlarından daha öteye gidememiştir²⁵. Piyasada fiyat istikrarının sağlanması, o piyasadaki derinlik ve genişliğin derecesine bağlıdır. Bu nedenle yatırım fonlarının hisse senedi ikincil piyasalarının istikrarına yardımcı olabilmeleri portföylerinde önemli ölçüde hisse senedi tutmalarıyla mümkün olabilecektir. Yukarıda bahsi geçen durum göz önüne alındığında, yatırım fonlarının İMKB hisse

²⁵ Kaynak: SPK Aylık Bültenleri ve İMKB Dönemsel Bültenleri

senedi piyasasında fiyat istikrarının sağlanması amacıyla katkı sağlayabilmeleri hali hazırda mümkün görünmemektedir.

Türkiye’de hisse senedi ikincil piyasasında bireysel yatırımcı hareket tarzında işlem yapan yatırımcılar egemendir. Bu durum da fiyat istikrarsızlıklarına neden olmakta ve piyasaya olan güveni sarsmaktadır. Bu aşamada yatırım fonları aracılığıyla kurumsal talep yaratılarak piyasa istikrarına son derece önemli katkılar sağlanabilecektir. Aktif bir şekilde piyasada hem alıcı hem de satıcı olarak yer alacak olan yatırım fonlarının sağlayacağı istikrar da kalıcı olacaktır.

Yatırım fonlarının İMKB’nin istikrarına ve etkinliğin artmasına yardımcı olmaları için öncelikle portföylerindeki hisse senetlerinin payının yeterli düzeyde olması gerekmektedir birlikte mevcut durum itibarıyla yaklaşık 4,7 milyar dolarlık fon pastasından hisse senetlerine düşen pay sadece 250 milyon dolar kadardır. 250 milyonluk dolarlık bu tutarın büyük bir bölümü de çalışmanın çeşitli bölümlerinde dile getirildiği üzere pasif yönetildiğinden piyasa likiditesine olan katkısı oldukça sınırlı düzeydedir.

4.2.1 Yatırım Fonlarında Yönetim Unsurundan Kaynaklanan Aksaklıklar

Türkiye’de yatırım fonları yönetimine ilişkin bazı sorunlar genel hatları ile aşağıda sıralanmaktadır:

-Yatırım fonu kurucuları olan bankalar ve aracı kurumlar pazarlama imkanı kısıtlı borçlanma araçlarını ve ilk halka arzda yüklenimi yaptıkları kıymetlerden satılamayanları fon portföyüne almaktadırlar.

-Genellikle getirisi düşük borçlanma araçları fon portföyüne alınmaktadır.

-İç verim oranı borçlanma araçlarının günlük değerleri baz alınarak hesaplanmaktadır, fon portföyünde aynı borçlanma aracı durduğu sürece de piyasada

yaşanan gelişmeler gözardı edilerek aynı iç verimlilik oranı kullanılmaktadır, bu nedenle fon portföyünde yer verilen borçlanma aracı piyasa faiz haddine karşı duyarsız hale gelmektedir, bu durumda herhangi bir nedenden ötürü fon yöneticileri portföyde bulunan borçlanma aracının getirisinden hoşnut olmazlarsa ya fon kurucusu olan bankaya satıp uygun bir iskonto oranı ile geri almaktadırlar veya kurucunun portföyünde bulunan daha uygun bir borçlanma aracı ile değiştirmektedirler.

-Fon kurucularının genelde yönettikleri birden fazla fon mevcuttur ancak bu fonları genelde aynı profesyoneller yönetmektedirler.

-Yatırım fonlarının yönetici ücretlerinin portföy büyüklüğünün belirli bir oranı olarak hesaplanması nedeniyle, kurucu ve yöneticilerin kazandıkları gelirler yatırım fonunun performansından ziyade portföy büyüklüğünü artırıcı en önemli etken olan pazarlama faaliyetlerine dayanmaktadır²⁶.

-Portföy yöneticiliği yetki belgesinin, tek gelir kaynağı portföy yönetim ücreti olan portföy yönetim şirketlerinin yanı sıra esas gelir kaynakları aracılık komisyonu olan ve ek gelir olarak da portföy yönetim ücreti alma imkanına sahip olan aracı kurumlara da verilmesi haksız rekabet yaratan bir durumdur.

-Yatırım fonlarının, performanslarına göre teşvik edici bir takım tedbirlerin alınmaması fon yöneticilerini yönettikleri fonla ilgili rehavete yöneltmektedir. (Bu konuda teşvik edici önlemler alınabileceği gibi, fon yöneticilerini cezalandırıcı birtakım düzenlemeler de getirilmelidir. Bkz. Bölüm 6)

-Piyasada yaşanan istikrarsızlık nedeniyle yatırım fonu elde tutma süresi çok kısalmış, bu durum da fonların verimli bir şekilde yönetilmelerinin önünde önemli bir engel olarak karşımıza çıkmaktadır.

²⁶ ÖZÜTÜRK, Bülent “Yatırım fonu performanslarının yatırım fonu endeksleri oluşturulması yoluyla ölçülmesi SPK-1999

5. İŞTİRAK YATIRIM FONLARI

5.1. Tanım

İştirak Yatırım fonlarına ilişkin düzenleme Kurulumuz Seri V: No: 10 Tebliğ'in 5. maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre portföyünün %51'ini Kurul'un Seri: XI, No: 1 Tebliği'nin 3 no'lu ekinde tanımlanan iştiraklerce çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış fonlar "İŞTİRAK FONU" olarak tanımlanmaktadır.

İştirak kavramı, bir ortaklık ile işletme arasında, söz konusu ortaklığın yönetimine ve ortaklık politikalarının belirlenmesine katılma anlamında devamlı bir bağ yaratan, doğrudan ya da dolaylı sermaye ve yönetim ilişkisini ifade eder. Doğrudan sermaye ve yönetim ilişkisi, bir ortaklıkta en az yüzde on oranında oy hakkına sahip olmak veya ortaklık yönetimine en az bu oranda katılmak anlamında kullanılmaktadır. Dolaylı sermaye ve yönetim ilişkisi ise, bir ortaklıkta, işletmenin yüzde ondan fazla paya sahip ortağı gerçek ve tüzel kişilerin, iştiraklerinin ve bunların iştiraklerinin en az aynı oranda oy hakkına sahip olmasını veya en az aynı oranda yönetime katılmasını ifade etmektedir.

5.2. Türkiye'de İştirak Yatırım Fonları

Ülkemizde yukarıda yer verilen tanımlamaya uygun olarak kurulan ve kurucuları Akbank T.A.Ş., Türkiye İş Bankası A.Ş. ve Koç Yatırım Menkul Değerler A.Ş., unvanları Akbank A Tipi Sabancı Holding İştirak Fonu, İş Bankası A Tipi İştirak Fonu ve Koç Menkul A Tipi Koç Şirketleri İştirak Fonu olan 3 adet İştirak yatırım fonu bulunmaktadır. İştirak yatırım fonlarının yatırım yapmakta oldukları hisse senetleri ağırlıklı olarak İMKB-30 ve İMKB-50 Endeksine dahil olan hisse senetlerinden oluşmakta olup, tamamına yakını İMKB-100 Endeksine dahil edilen hisse senetleridir. İştirak yatırım fonlarının yatırım yaptıkları hisse senetlerinin her ne kadar İMKB Ulusal 100 Endeksine dahil hisse senetlerinden oluştuğu bir gerçek ise de, hisse senedi piyasamızın toplam portföy büyüklüğünün %35'inin 10 adet

kurumsal ve bireysel yatırımcıya ait olduğu göz önüne alındığında²⁷ piyasamızın etkin piyasa şartlarını ne kadar taşıdığı konusunda ciddi şüpheler uyanmaktadır.

İştirak yatırım fonlarının, 23.08.2002 tarihi itibariyle yatırım fonu sektöründeki toplam pazar paylarının % 0,175 olduğu tespit edilmiştir. Yatırım fonu sektöründe sayı bakımından fazla ancak aktif büyüklüğü bakımından oldukça düşük bir orana sahip olan A tipi yatırım fonları içerisinde iştirak yatırım fonlarının piyasa paylarının %2,5 gibi oldukça düşük seviyelerde olduğu tespit edilmiştir.

İştirak yatırım fonlarının sermaye piyasamıza olan katkılarının hangi seviyede olduğuna yönelik olarak yapılan araştırmada öncelikle, ağırlıklı olarak yatırım yaptıkları iştirak şirketlerinin 2002 Ağustos ayı itibariyle toplam piyasa değerlerinin 15,6 katrilyon TL olduğu tespit edilmiştir. 2002 Ağustos ayı itibariyle iştirak yatırım fonlarının toplam aktif büyüklüğü 17,5 trilyon TL olup, 06.06.2000-23.08.2002 döneminde söz konusu fonların portföylerinde ortalama %60 oranında iştirak şirketlerine ait hisse senetlerinin bulunduğu tespit edilmiştir²⁸. Bu durumda iştirak yatırım fonlarının söz konusu şirketlere yaklaşık 10 trilyon TL'lik bir yatırım yaptıkları sonucuna ulaşılmaktadır.

İMKB'de hisse senetleri işlem gören şirketlerin ortalama halka açıklık oranının²⁹ %36 olduğu göz önüne alındığında, iştirak fonların yatırım yaptıkları şirketlerin halka açık bölümlerinin toplam değeri 5,7 katrilyon TL olmaktadır. Bu durumda iştirak yatırım fonları yatırım yaptıkları şirketlerin halka açık kısmının yaklaşık olarak % 0,1754'üne sahiptirler. Ortaya çıkan bu sonuç, hali hazırda iştirak yatırım fonları aracılığıyla iştirak şirketlerine ait hisse senetlerine likidite kazandırmanın mümkün olmadığını göstermektedir. Yukarıda yer verilen aktif büyüklükleriyle iştirak yatırım fonları bu beklentileri karşılamaktan uzaktırlar.

²⁷ Bu oran Takasbank verilerine dayanan Aracı Kuruluşlar Birliği'nin çalışmasından alınmıştır.

²⁸ Bu orana fon yöneticilerinden temin edilen Fon Portföy Değeri tablolarından yararlanılarak ulaşılmıştır.

²⁹ Bu oranın hesaplanmasında Takasbank'tan elde edilen saklama oranlarından faydalanılmıştır.

Fon aktif büyüklüğünün fon performansı ile ilişkili olduğu sonucuna varılan çalışmalarda³⁰, fon bünyesinde yapılan kesintilerin (yatırımcıya yükletilen maliyetler) mazur kılınabilmesi için minimum bir portföy büyüklüğüne ihtiyaç duyulduğu ifade edilmektedir. Aktif bir fon yönetim stratejisinin verimliliği fonun yönetilmekte olan net aktiflerinin büyüklüğüne bağlıdır. Bilgi birikimine dayalı aktif fon yönetiminin başarılı bir performans sağlayabilmesi için öncelikle fonun optimum³¹ büyüklüğe ulaşması gerekmektedir. İştirak yatırım fonları dahil olmak üzere ülkemizde A tipi yatırım fonlarında yaşanan performans düşüklüğünün bir nedeninin de optimum büyüklüğe ulaşamamaları olduğu düşünülmektedir. Yatırım fonlarının bahsedilen optimum büyüklüğe ulaşmasının önündeki en büyük engel şüphesiz ki piyasa istikrarının sağlanamamasıdır. Aşağıda üç adet İştirak Yatırım Fonuna ilişkin özet bilgilere yer verilmektedir.

5.2.1. Akbank A Tipi Sabancı Holding İştirak Fonu

Fon 06.06.2000 tarihi itibarıyla halka arz edilmiş olup, 31.07.2002 tarihi itibarıyla portföy büyüklüğü 5,1 trilyon TL, katılma belgesi sahibi sayısı 06.06.2000-23.08.2002 döneminde ortalama 222 kişi ve toplam pay sayısı 500,000,000 adet olup fonun doluluk oranı³² 23.08.2002 tarihi itibarıyla %78,83'tür. Fonun yatırım fonu pazarındaki ağırlığı ise %0,05 gibi oldukça düşük bir seviyededir. 2000 Kasım, 2001 Şubat krizleri ile 11 Eylül olayları göz önüne alındığında fon katılma belgesi sahibi sayısı açısından belirgin bir değişim yaşanmadığı tespit edilmiştir³³.

Fon yöneticileri hedef getiri kriteri (benchmark) olarak kendilerine³⁴ %70 hisse senedi ve %30 ters repodan oluşan bir portföyün getirisini kriter olarak almış olup, fon 2002 yılı başı itibarıyla bu kriterin altında bir getiri elde etmiştir. Yatırım fonunun portföy yapısına bakıldığında aylık bazda ortalama olarak portföyün

³⁰ INDRO, Daniel Mutual Fund Performance: Does Fund Size Matter?

³¹ Optimum büyüklük: Risk-getiri tercihleri çerçevesinde fona hareket kabiliyeti kazandıracak ve çeşitli fon harcamalarını kabul edilebilir kılacak aktif büyüklüğü seviyesidir.

³² Dolaşımdaki pay sayısının toplam pay sayısına olan oranını göstermektedir.

³³ Bkz. www.fonmarket.com, www.spk.gov.tr

³⁴ Bkz. www.akportfoy.com.tr

%78,9'unun hisse senetlerinden %21,1'inin ise diğer menkul kıymetlerden oluşturulduğu tespit edilmiştir.

5.2.2. İş Bankası A Tipi İştirak Fonu

Fon 09.10.1989 tarihi itibariyle halka arz edilmiş olup, 31.07.2002 tarihi itibariyle portföy büyüklüğü 10.2 trilyon TL olup bu açıdan iştirak fonlar arasında lider konumdadır. Katılma belgesi sahibi sayısı 06.06.2000-23.08.2002 döneminde ortalama 5,100 kişi ve toplam pay sayısı 30,000,000 adet olan fonun doluluk oranı %7,47 gibi oldukça düşük bir seviyededir. Fonun yatırım fonu pazarındaki ağırlığı ise %0,1 gibi düşük bir seviyededir³⁵.

2000 yılı başından itibaren İMKB'de yaşanan yukarı harekete paralel olarak yatırımcı sayısının çok kısa bir dönemde yaklaşık olarak dört kat artmış daha sonra İMKB'de yaşanan düşüşe paralel olarak yatırımcı sayısı 2000 yılı öncesi seviyelerine kadar gerilemiştir. 2000 Kasım, 2001 Şubat krizleri ile 11 Eylül olayları göz önüne alındığında ise bu dönemlerde fon katılma belgesi sahibi sayısı açısından belirgin düşüşlerin yaşanmadığı anlaşılmaktadır.

Yatırım fonunun portföy yapısına bakıldığında aylık bazda ortalama olarak portföyün %62,4'ünün hisse senetlerinden ve %21,66'sının ise ters repodan oluşturulduğu tespit edilmiştir.

5.2.3. Koç Menkul A Tipi Koç Şirketleri İştirak Fonu

Fon 30.06.1998 tarihi itibariyle halka arz edilmiş olup, 31.07.2002 tarihi itibariyle portföy büyüklüğü 2.15 trilyon TL olup, bu açıdan iştirak fonlar arasında en düşük portföy büyüklüğüne sahip olan fondur. Bunun nedeninin diğer iştirak yatırım fonlarında uygulanmayan, yatırım fonu yöneticileri tarafından fon katılma belgesi satışlarından komisyon alma uygulaması olduğu düşünülmektedir. Yatırım fonunun portföyü, aylık bazda ortalama %70 hisse senetlerinden ve %22 ters repodan

³⁵ Bkz. www.fonmarket.com, www.spk.gov.tr, www.isteyatirim.com

oluşturulmuştur. Katılma belgesi sahibi sayısı 06.06.2000-23.08.2002 döneminde ortalama 624 kişi ve toplam pay sayısı 100,000,000 adet olan fonun doluluk oranı %45,7 seviyesindedir. Fonun yatırım fonu pazarındaki ağırlığı ise %0,025 gibi düşük bir seviyededir³⁶.

1999 yılı sonundan itibaren İMKB’de yaşanan yukarı harekete paralel olarak yatırımcı sayısının çok kısa bir dönemde yaklaşık olarak 4,5 kat artmış daha sonra İMKB’de yaşanan düşüşe paralel olarak yatırımcı sayısının yarı yarıya gerilemiştir. 2000 Kasım, 2001 Şubat krizleri ile 11 Eylül olayları göz önüne alındığında ise bu dönemlerde fon katılma belgesi sahibi sayısı açısından belirgin düşüşlerin yaşanmadığı anlaşılmaktadır.

5.3. İştirak Fonlarının Performanslarına İlişkin Değerlendirme

1999 yılında yapılan bir araştırmada da iştirak yatırım fonlarının getirilerinin İMKB performansı %81,4 iken %48,6 ile oldukça gerilerde kaldığı ortaya konulmaktadır³⁷. İnceleme döneminde hisse senedi fonlarının getirisi %64,9, sektör hisse senedi fonlarının getirisi %77,6 dolaylarında gerçekleşmiştir.

Ekte yer verilen ve iştirak yatırım fonlarının getirilerinin çeşitli kriterler gözetilerek değerlendirildiği tablolardan (5,6,7,8 ve 9 no’lu tablolar), 2000-2002 döneminde iştirak yatırım fonlarının diğer A tipi yatırım fonlarının getirileri ile kıyaslandığında oldukça gerilerde hatta tüm yatırım fonlarının ortalama getirilerinin de altında kaldıkları anlaşılmaktadır. B tipi fonların getirileri ile karşılaştırıldığında ise iştirak yatırım fonlarının getirilerinin daha dramatik bir şekilde düşük olduğu görülmektedir.

13.04.2000-23.08.2002 döneminde Sharpe modeline göre Sabancı, İş ve Koç Şirketleri İştirak Fonlarının performansları sırasıyla -0,055, -0,078 ve -0,061 olarak ölçülmüştür. Bu durum, risksiz yatırım aracının getirisi ile karşılaştırıldığında söz

³⁶ Bkz. www.fonmarket.com, www.spk.gov.tr, www.kocyatirim.com

³⁷ ÖZÜTÜRK, Bülent “Yatırım fonu performanslarının yatırım fonu endeksleri oluşturulması yoluyla ölçülmesi SPK-1999 sa. 21

konusu fonların çok düşük bir performans sergilediğini göstermektedir. Yukarıdaki veriler, Sabancı İştirak fonunun diğerleriyle kıyaslandığında nispeten daha iyi bir performans sergilediğini göstermekte olup, bunun nedeninin fon portföyünün diğer iki fona kıyasla daha yüksek oranda ters repo yapılarak değerlendirilmesi olduğu düşünülmektedir.

İştirak yatırım fonları için piyasa zamanlaması açısından yapılan değerlendirmede İMKB'nin dramatik değişimler gösterdiği dönemler olan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile 11 Eylül 2001 olayları sonrası inceleme kapsamına alınmakla birlikte, söz konusu dönemlerin yatırım fonlarının sistematik riskleriyle doğrudan bağlantılı olmasından ötürü ayrıca bir trend analizi yapılarak fonların zamanlama kabiliyetleri bu açıdan değerlendirilmiştir. Ancak %51'lik sınırlamanın ve özellikle kriz dönemlerinde fon katılımcılarının yoğun geri satışlarının fon yöneticilerinin portföylerin betalarında etkin olarak düzenleme yapmalarına olanak tanımadığı tespit edilmiştir. Zamanlama ve seçicilik anlamında iştirak yatırım fonları portföy yapılarının bağlı buldukları grup şirketlerinden daha fazla bir getiri sağlamamışlardır³⁸.

Endeks fonların performanslarını karşılaştırabilecek bir endeks değeri olmasına karşılık iştirak fonların da performanslarının karşılaştırılabileceği bir endeksleme değeri oluşturulması yararlı olacaktır. Nitekim bu tür bir çalışma ülkemizde sınırlı sayıda da olsa bazı “bilgi işleme” hizmeti sunan kuruluşlar tarafından vermeye başlanılmıştır³⁹.

Literatürde, fon performanslarını başarılı bir şekilde ölçen ve ortaya koyan sistemler geliştikçe kötü performans gösteren fonlar diğer fonlara göre hızlı bir şekilde tasfiye olacakları yönünde araştırma sonuçlarına yer verilmektedir⁴⁰. İngiltere’de yapılan bir araştırmada yatırımcıların bu konuda oldukça rasyonel kararlar aldıkları ve düşük performans gösteren yatırım fonlarının devre dışı kaldıkları tespit edilmiştir.

³⁸ Bkz. Bölüm 5.4.

³⁹ Bilgi için bkz. www.fonmarket.com

⁴⁰ Asger Lunde a.g.e. sa. 98

Türkiye’de de iştirak yatırım fonları dahil benzer yatırım fonlarının uzunca bir süre daha düşük bir performans göstermeleri durumunda tasfiyeye uğramaları kaçınılmaz olacaktır. Yapılan aynı çalışmada fonların kapanma nedenleri arasında 1) Fonların kritik bir büyüklüğe ulaşamamaları nedeniyle belli bir müddet sonra kapanmaları (Akbank ve Koçbank İştirak yatırım fonlarının portföy büyüklükleri göz önüne alındığında söz konusu fonlar açısından bu riskin bulunduğu, İş Bankası iştirak yatırım fonunun ise diğer yatırım fonları arasında daha makul bir piyasa büyüklüğüne sahip olması nedeniyle bu riskin daha düşük olduğu düşünülmektedir.) 2) Benzer nitelikteki fonların birleştirilmesi ve 3) Düşük performans gösteren fonun, yöneticisi tarafından grubun imajını zedelememesi amacıyla kapatılması gösterilmektedir.

2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin etkisiyle yatırım fonu performanslarının genel olarak kötüleştiği bir ortamda ortalamanın da altında performans sergileyen yatırım fonlarının performansları bir nevi perdelenmiş olsa da performans sunumuna ilişkin düzenlemelerin hayata geçirilmesi neticesinde bu durumun daha fazla sürmesi mümkün görülmemektedir.

5.4. Aktif-Pasif Portföy Yönetim Stratejileri Açısından İştirak Yatırım Fonları

Pasif portföy yönetiminin en belirgin örneği endeks fonlardır. İştirak yatırım fonları da yapıları itibarıyla bu tip fonlara daha yakındırlar. Her ne kadar uygun bir portföy oluşturulması gayret ve uzmanlık gerektirse de, kuruluş işlemleri tamamlandıktan sonra, bu tür fonların portföy devir hızları oldukça düşüktür. Endeks fonlarda amaç seçilen endeks ile aynı getiriyi elde etmek iken iştirak fonlarda amaç hisse senetleri portföye alınan grup şirketlerinin İMKB’de göstermiş oldukları performanstan daha iyi bir performans sergilemektir.

Ampirik bir çalışmada⁴¹ yapılan bazı çalışmalara atıf yapılarak, aktif yönetilen fonların pasif yönetilen fonlara kıyasla daha düşük performans

⁴¹ Wermers, Russ Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent

sergiledikleri ortaya konulmuştur. Çalışmamızda 06.06.2000 tarihi baz alınarak belirlenen iştirak fon portföy yapıları sabit kabul edilerek, pasif yönetilseydiler performanslarının mevcut durumdan ne kadar farklılık göstermiş olacağı ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Yapılan çalışmada 06.06.2000-23.08.2002 tarih aralığı inceleme dönemi olarak alınmış olup, söz konusu dönemde Akbank, İşbankası ve Koç Yatırım iştirak fonlarının getirileri sırasıyla %23,55, %4,22 ve %10,29 olarak tespit edilmiştir.

06.06.2000 tarihi itibarıyla söz konusu İştirak Fonların portföy yapıları sabit kabul edilerek, yönetilmeyen bu portföylerin dönem sonunda yatırımcısına ne kadar getiri sağlayacağı hesaplanmıştır. İncelememizde portföyde bulunan hisse senetlerinin portföy ağırlıklarıyla uyumlu olarak portföye sağladıkları getiri ayrı ayrı hesaplanmış olup, hisse senedi haricindeki portföy aktifinin aylık mevduat olarak değerlendirildiği varsayılmıştır. Bunun sonucunda Akbank, İşbankası ve Koç Yatırım iştirak fonlarının getirilerinin sırasıyla %49,17, -%3,45 ve %8,93 olacağı tespit edilmiştir.

Yukarıda yer verilen oranlardan hareketle iştirak şirketlerine yatırım yapılarak oluşturulan ve pasif olarak yönetilen bir portföyün getirisinin aynı nitelikteki şirketlerden oluşturulan ve aktif olarak yönetilen bir portföyün getirisinden fazla olmadığı, hatta yönetilmeyen portföye yatırım yapan herhangi bir yatırımcının fon yöneticisine yönetim ücreti ödemeyeceği de göz önüne alındığında daha karlı bir durumda olacağı sonucuna varılmıştır. Bu durumdan hareketle inceleme dönemi için İştirak Yatırım fonlarına yatırım yapmanın irrasyonel olduğu düşünülmektedir.

5.5. İleri Fiyatlama Uygulamasının İştirak Yatırım Fonlarının Katılma Belgesi Sahibi Sayısındaki Değişkenliğe Etkisi

A tipi fonlarda 2001 yılı başından itibaren ileri fiyat uygulamasına başlanması öngörülmüştür⁴². İleri fiyat uygulamasının aksine geri fiyat uygulaması, yatırım fonları katılma belgeleri değerinde volatilitenin artmasına yol açmakta, piyasaları takip eden yatırımcılara arbitraj kazançları sağlamakta, portföyden gerekli menkul kıymet çıkışı yapılmadan yatırımcıya ödeme yapılması nedeniyle fon için finansman ihtiyacı doğmakta buna karşın, alım satım kolaylığı ve hesaplamada kolaylık sağlamaktadır.

İleri fiyat uygulaması yatırım fonları için Türkiye’de radikal bir değişiklik sayılabilir. Geri fiyat uygulamalarının sakıncalarını ortadan kaldıran bu sistemin, hesaplama zorluğu getirdiği ileri sürülebilir. Ancak bilgisayar olanaklarının hızla arttığı günümüzde bu tür sorunları aşmak mümkündür.

Getirilen bu düzenlemenin İştirak yatırım fonları üzerindeki etkisi incelenmiş olup, düzenleme öncesinde İşbank, Akbank ve Koçbank’ın katılımcı sayısında günlük bazda yaşanan değişimleri gösteren standart sapmaya ilişkin tabloya aşağıda yer verilmektedir.

Tablo: 1 Yatırım Fonları İçin T+2 Uygulamasının Değerlendirilmesi

Fon Kurucusu	01.01.2001’den Önceki Günlük Getirilerdeki Standart Sapma (%)	01.01.2001’den Sonraki Günlük Getirilerdeki Standart Sapma (%)
İşbank	4,037	2,82
Akbank	8,29	0,91
Koçbank	2,82	0,65

Tablodan, T+2 uygulamasının iştirak yatırım fonlarına günlük bazda katılımcı sayısında istikrarlı bir yapı kazandırdığı anlaşılmaktadır.

⁴² SPKr, 17.06.2000 tarih ve 89/1389 sayılı İlke Kararı. Bkz. 2000/32 sayılı SPK Haftalık Bülteni.

5.6. İştirak Yatırım Fonlarının Günlük Getirilerindeki Yüksek Değişkenliğin Azaltılması İçin Bir Öneri

İştirak yatırım fonlarının katılma belgeleri birim başına değerleri göz önüne alınarak yapılan incelemede, İşbank, Akbank ve Koç Yatırım'ın kurucusu olduğu yatırım fonlarının 1999 yılından itibaren günlük değişimlerinin standart sapmalarının sırasıyla %2,44, %2,25 ve %2,18 gibi oldukça yüksek seviyede olduğu tespit edilmiştir. Yatırım fonuna yatırım yapan yatırımcıların yatırım araçlarında öncelikle istikrar aradıkları düşünüldüğünde yatırım fonlarının pay değerinde yaşanan söz konusu volatilitenin azaltılmasına yönelik olarak, fon birim fiyatına istikrar sağlamak amacıyla Kurulumuz düzenlemelerinin⁴³ geliştirilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Bu konuda aşağıda tarif edildiği şekliyle bir çalışma yapılabileceği düşünülmektedir: Özellikle portföylerinde %51'den fazla hisse senedi bulunan yatırım fonlarının son altı aylık dönem itibariyle günlük (yüzdese) fiyat değişimlerinin standart sapması belirlenmelidir. Bu aşamadan sonra, gün içerisinde yaşanan gelişmelere paralel olarak, fon birim fiyatında yaşanacak artışlar daha önce bulunan standart sapma değerini aşması durumunda fon birim fiyatından bağımsız ve bir çeşit nazım hesapta izlenecek olan fon hesabına aşan miktar aktarılmalı, daha sonra yaşanabilecek fiyat düşüşlerine karşılık olarak bu fon, portföy değeri hesaplamasına kısmen dahil edilmelidir. Böylelikle yüksek volatiliteneden dolayı yatırım fonlarına yatırım yapmaktan kaçınan veya ani düşüşler nedeniyle fondan kaçan yatırımcılara gerekli sinyal fon yöneticisi tarafından gönderilmiş olacak ve yatırımcıların yatırım stratejileri daha istikrarlı bir yapıya kavuşmuş olacaktır. Böylelikle fon yöneticilerine de fon portföylerini daha sorunsuz yönetebilmeleri imkanı yaratılabilecektir.

⁴³ Seri: VII, No: 10 Sayılı Tebliğ Madde 44- İktisadî ve Mali İşleri Bakanlığı'nın 10/12/2008 tarih ve 27110 sayılı tebliği ile yayımlanan "Yatırım Fonları Yönetmeliği"nin 44. maddesinde; "Yatırım fonlarının birim katılma belgesi fiyatının değer artış oranı bir gün önceki değerine göre %2 veya daha fazla olursa, %2'yi aşan kısmı; birim katılma belgesi fiyatının değer azalışını karşılamak üzere ihtiyat olarak ayrılabilir. Söz konusu ihtiyat tutarı fon portföy değerinin %10'unu geçemez ve günlük olarak ilan edilir."

6. SONUÇ ve TÜRKİYE'DE YATIRIM FONU PİYASASININ GELİŞİMİNİN SAĞLANMASINA YÖNELİK ÖNERİLER

Kurumsal yatırımcılar makroekonomik amaçlar için vazgeçilmez birer ekonomik birimdirler. Özellikle ekonomide istikrarın sağlanmasında kurumsal yatırımcılar adeta birer otomatik stabilizatör görevi görürler. Ancak bu görev, yatırım fonlarının kısa vadeli ve volatiliteye karşı aşırı duyarlı bir yatırımcı kitlesi ile değil, uzun vadeli yatırım yapan ve piyasa göstergelerindeki volatiliteden önemli ölçüde etkilenmeyen yatırımcı kitlesi ile yerine getirilebilir.

Türkiye'de kurulmuş bulunan 240 yatırım fonunun toplam portföy değeri 31.07.2002 tarihi itibarıyla 4,7 milyar A.B.D. Doları dolayındadır. Yatırım fonlarının toplam değeri, A.B.D.'de bankacılık sektörünün toplam değerini aşarak 6 trilyon A.B.D. doları seviyesine gelmişken Türkiye'de yatırım fonlarının toplam değeri, bankacılık sektörünün yaklaşık % 3'ü dolayındadır. Bu durum, Türkiye'de en önemli sermaye piyasası kurumlarından biri olması gereken yatırım fonlarının henüz emekleme döneminde olduğunu göstermektedir.

Ülkemizde yatırım fonları açısından henüz oturmuş bir piyasa bulunmamasıyla birlikte, Amerika'da 1924 yılında yatırım fonları konusunda ilgili mevzuat hazırlanmış iken yatırım fonlarının esas ivmesini 1980'den sonra kazanıp mevduat hesaplarından daha popüler hale geldiğini göz önüne aldığımızda önümüzde daha katedilmesi gereken uzun bir yolumuzun olduğu düşünülmektedir.

Türkiye'de A tipi fonların toplam yatırım fonu piyasası içerisindeki payı %7-8'ler civarında seyretmekte olup, bu durum yatırım fonlarının sermaye piyasasına olan katkılarının çok sınırlı bir seviyede olduğunu göstermektedir. Ülkemizde yaşanan olumsuz ekonomik koşulların yanı sıra düzenlemelerin de yatırım fonuna yatırım yapan yatırımcıları daha fazla bilgilendirici ve fon yöneticilerinin işlemlerine karşılık daha koruyucu bir yapıya kavuşturulması büyük önem taşımaktadır.

Özelde iştirak yatırım fonları açısından yapmış olduğumuz incelemelerde söz konusu yatırım fonlarının hali hazırdaki büyüklükleri itibarıyla yatırım yapmış

oldukları iştirak şirketlerinin piyasa derinliğine katkıda bulunmalarının mümkün olmadığı, performanslarının benzer nitelikteki yatırım fonları ile karşılaştırıldığında tatmin edici bulunmadığı tespit edilmiş olup, özellikle A Tipi yatırım fonu piyasasında yaşanan problemlerin iştirak yatırım fonları için de geçerli olduğu sonucuna varılmıştır.

İştirak yatırım fonlarının yönetimine ilişkin olarak önerimiz, Tebliğ'de öngörülen %51 sınırlamasına olağanüstü durumların varlığı halinde uzun bir süre esneklik sağlanabilmesi yolunda düzenleme yapılması olacaktır. Zira mevcut düzenlemeler çerçevesinde söz konusu yatırım fonlarının portföy yönetimi kolay olmakla beraber, ortaya çıkan olağanüstü durumlarda fonun toplam riski aktif bir şekilde yönetilememektedir.

Yukarıda yer verilen önerilerimize ek olarak Türkiye'de yatırım fonu piyasasının sermaye piyasalarına olan katkısının arzulan seviyeye çıkarılması amacıyla aşağıda yer verilen önerilerin hayata geçirilmesinin yerinde olacağı düşünülmektedir.

a) Gerek fon kurucularının 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 ile çok sayıda yatırımcıya ulaşmayı ve bu şekilde de büyüyen portföy üzerinden alacağı yönetim ücretini artırma yolunu seçmesine neden olmaktadır⁴⁴. 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.

Kurulumuzca hazırlanan "Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin

⁴⁴ Özütürk a.g.e. sa. 24

Esaslar Hakkında Tebliğ Taslağı'nın "Portföy Yönetim veya Danışmanlık Ücreti" başlıklı 15. maddesinde "*Portföy yöneticiliği faaliyeti kapsamında yönetim hizmeti verilen portföylerden alınacak ücret, net varlık değerinin belirli bir oranının yanı sıra portföyün nispi getiri oranı ile bağlantılı bir şekilde de hesaplanabilir. Buna ilişkin esaslara portföy yönetim sözleşmesinde açıkça yer verilir.*" denilmekte olup hali hazırda ücretlendirmeye ilişkin inisiyatif portföy yöneticisine bırakılmaktadır. Ancak bu düzenlemenin zorunlu hale getirilmesinin sektör açısından haksız rekabeti önleyecek bir yapının oluşturulması açısından gerekli olduğu düşünülmektedir.

Başarılı fon yöneticilerini ödüllendirme olarak açıklanacak bir sistemin hayata geçirilmesi fon yönetim standartlarının gelişmesine önemli katkı sağlayacaktır. Bu konuda yapılabilecek bir çalışma: Tüm fonların yönetici ücretlerinden (fon aktif büyüklüğü, pazar payı vb. bir çok kriter göz önüne alınarak) belirli bir pay ayrılıp daha sonra, kendi içlerinde sınıflandırılan fonlar içerisinde en iyi performansı gösterenlerin yöneticilerine dönem sonları itibariyle oluşturulan bu kaynağın başarı primi olarak verilmesi sektöre daha rekabetçi bir hava katacaktır. Kurumsal Yatırımcılar Derneği'ne bu konuda düzenleme yapması konusunda Kurulumuzca yetki verilebileceği düşünülmektedir.

b) Kurulumuz düzenlemeleri çerçevesinde (Seri: VIII, No: 11 sayılı Tebliğ ile değişik 2 nci fıkra) fon kurucusu tarafından katılma belgelerinin fon adına alım satımı esas olup, kurucu borsada işlem gören katılma belgelerini ve özel fon katılma belgelerini kendi adına alıp satmamaktadır. Bunlar dışında kalan katılma belgelerinin ise günlük olarak geri dönen miktarının azami % 10'u kurucu tarafından kendi portföyüne alınabilmektedir. Bu şekilde alınabilecek katılma belgelerinin toplamı, fonun toplam pay sayısının %10'unu aşmamaktadır. Bu hüküm, kriz dönemlerinde fon yöneticilerinin portföyü yönetmelerinde ihtiyaç duydukları esnekliği sağlamamaktadır.

Olağanüstü durumlar için, yatırımcının panik satışlarının önlenmesi amacıyla satış komisyonlarının artırılması veya daha önce oluşturulan bir güvence fonunda oluşan birikimin fon portföyüne alarak fon performansını dengeleyecek şekilde

kullanılması yatırımcılara güven duygusu aşılacaktır⁴⁵. Ayrıca katılma belgelerinin İMKB’de işlem görmesinin de fon yöneticileri üzerinde baskı yaratan katılma belgesi geri dönüşlerinin olumsuz etkilerini azaltacağı düşünülmektedir.

Özellikle hisse senedi piyasanın getirisinin çok iyi olduğu dönemlerde ise, Kurulumuzca yatırım fonlarının yönetimine ilişkin olarak son bir senelik fon aktif büyüklüğü göz önüne alınarak, yapılacak katılma belgesi sayısı artırımına getirilecek sınırlama, kontrolsüz şekilde artan bir piyasada kurumsal yatırımcıların piyasa istikrarını en azından daha da olumsuz yönde etkilemesinin önüne geçebilecektir.

c) Kurumsal yatırımcılardan yatırım fonları mevzuatının, özellikle fonların oluşturulması ve yönetimine ilişkin olarak günümüz ihtiyaçlarına göre yeniden şekillendirilmesi gerektiği talebi gelmektedir⁴⁶. Gelişmiş ülkelerde uygulanmakta olan Küresel Performans Sunum Standartları’nın (GIPS), ülkemizde de portföy yönetimlerinin performanslarının değerlendirilmesi, raporlanması ve sunulmasında ortak kriterler olarak uygulanması gerekmektedir.

Yapılan araştırmalarda⁴⁷ yatırım fonları sektöründe kamuyu aydınlatma uygulamalarının yetersiz olduğu, yatırımcıların fonların riski hakkında daha fazla bilgiye ihtiyacı olduğu, fonun riskinin sadece geçmişte elde edilen getirilerin değişkenliği ile açıklanmasının yeterli olmadığı, yatırımcıların fonların geleceğe dair riskleri hakkında da bilgilendirilmeleri gerektiği, fonun beklenen getirisinin piyasa endeksine göre durumu ve diğer yatırım araçları karşısındaki durumlarına yer verilmesi gerektiği, yöneticilerin geleceğe ilişkin tahminlerinde her zaman hata payı olabileceğinden koruyucu birtakım düzenlemelerin getirilebileceği sonuçları ortaya konulmaktadır.

Yatırımcıyı ilgilendiren riskler arasında, yatırımcının anaparasını kaybetme riski, portföyün getirisinin belli bir endeksin üstüne çıkamama riski veya zaman içinde portföy getirilerinin değişkenliği bulunmaktadır. Yatırımcıların bu çerçevede

⁴⁵ Bu konudaki önerimizin detaylarına 5.5. no’lu bölümde yer verilmiştir.

⁴⁶ Kurumsal Yatırımcılar Derneği 2002 Yıllık Raporu

⁴⁷ Önen, sa.103

bilgilendirilmeleri önem arz etmektedir. Nicel risk ölçümlerinin kamuya açıklanması kadar, bu bilgilerin yatırımcı tarafından anlaşılır olması da önemlidir. Mesela 1-10 arası bir derecelendirme yapılarak en azdan en çok riskliye doğru bir tablo oluşturulması suretiyle portföy riskinin bu tablodaki yerinin belirlenebileceği düşünülmektedir. Fon getirisinin grafikler yardımıyla diğer yatırım araçları karşısında göstermiş olduğu performans hakkında da yatırımcıya karşılaştırmalı bilgiler sunulmalıdır. Ülkemizde yatırım fonları sadece getirileri bazında değerlendirilmektedir. Halbuki değerlendirmelere risk unsuru da dahil edilmelidir

Portföy performansının genel kabul görmüş standartlar çerçevesinde tespit edilerek, dönemseller olarak yatırımcıya ve kamuya açıklanması, portföy yönetiminin nispi başarısı hakkında hizmet talep eden yatırımcıya ve hizmeti arz eden diğer katılımcılara nesnel bir ölçüt sunmaktadır. Portföy sonuçlarının yeterli, anlaşılır ve standardize olarak açıklanması kamuyu aydınlatma yönünün yanısıra mevcut ve potansiyel müşteriler açısından farklı firmalarca sunulan portföy yönetiminin değerlendirilmesi imkanını getirmektedir. Kurulumuzca hazırlanan performans sunumu standartlarına ilişkin Tebliğ taslağının bu konudaki eksikliği gidereceği düşünülmektedir.

Fon performanslarının matematiksel bir sistematik çerçevesinde yatırımcılarda herhangi bir kavram kargaşasına sebebiyet verilmeden kamuoyunun bilgisine sunulması için öncelikle hesaplamalarda dikkate alınan değerlerin enflasyondan arındırılmış hallerinin kullanılması yararlı olacaktır. Ancak yine de yüksek reel faiz ve etkin bir piyasa portföyünün oluşturulmasının oldukça zor olması nedenleriyle bu tip performans değerlendirme metodlarının sağlıklı sonuç vermeyebileceği göz önüne alınmalıdır.

d) Kurulumuzun izin sisteminden kayda alma sistemine geçmesine paralel olarak, kurumsal yatırımcıların ülkemiz sermaye piyasalarında üstlenmeleri beklenen görevlerini yapmalarını teminen, yatırımcıların yatırım yaptıkları araçlar hakkında daha fazla ve daha anlaşılır bilgi alabilmeleri amacıyla detaylı bir anket çalışması da

yapılarak fon yönetiminde daha fazla şeffaflık sağlayacak önlemlerin alınması gerekmektedir.

e) Aktif portföy yönetiminin temel amacı, yönetilen portföye düzenli olarak değer katabilmektir. Yöneticinin aktif kararlarının sonucunun açıklanması hem yönetimin hem de müşterinin ilgilendiği ortak konudur. Bu açıdan bakıldığında, fon yöneticilerinin yatırım kararlarının fonun en büyük denetçileri olan fon katılma belgesi sahipleri tarafından bilinip değerlendirilmesi fon yönetiminin şeffaflığı ve performans kriterlerini tutturması açısından önem taşımaktadır.

Özelde iştirak yatırım fonları, genelde tüm yatırım fonları açısından aylık dönemler itibariyle portföye yapılan alım-satımlara ilişkin detay bilgilere, alınan ya da satılan menkul kıymette işlem yapılmasına dayanak teşkil eden açıklayıcı grafik ve yorumlara yer verilen ve yatırımcıların kolaylıkla ulaşabilecekleri bültenlerin yayımlanması yerinde olacaktır.

f) Yatırım fonlarının etkin bir şekilde yapılanması ve yönetilmesi açısından yatırımcılarla diyalog çerçevesi geliştirebilecek, piyasanın değişen dinamiklerini yakından takip edebilecek ve denetim mekanizması dışında bir erken uyarı sistemi işlevi de görebilecek ABD’de benzeri bulunan Yatırım Şirketleri Enstitüsü tarzında bir yapılanmanın (ki Kurumsal Yatırımcılar Derneği bu tarz bir işlev görmeye aday sayılabilir) teşvik edilmesi yerinde olacaktır.

g) Her ne kadar Kurulumuz düzenlemelerinde Tebliğ’de belirlenmiş dönemler haricinde de getiri ve benzeri mali bilgiler, ait oldukları dönemin tarihi belirtilmek suretiyle kullanılabilen ise de bu dönemlerde diğer yatırım fonları veya yatırım alternatifleriyle karşılaştırma yapan ilanlar verilememektedir. Verilen bilgiler objektif veya yanlış yönde yönlendirici olmamak kaydıyla söz konusu düzenlemelerin yumuşatılması gerektiği düşünülmektedir.

h) Mevcut durumda portföy yönetimi yetki belgesinin aracı kurumlara da verilmesi sonucunda aracı kurumların portföylerini yönettikleri kişi veya

kurumlardan sağladıkları aracılık komisyonları sayesinde işletmelerinin faaliyetlerini sürdürmeleri mümkün olabilmekte, aldıkları portföy yönetim ücreti ise ilave bir kazanç olabilmektedir. Portföy yönetim şirketlerinin aracılık komisyonu almak gibi bir olanağı olmadığı için tek kazançları olan portföy yönetim komisyonunu artırmaları gerekmektedir. Bunu da ancak, portföy yönetiminde gösterecekleri başarıyla sağlayabileceklerdir.

Sermaye piyasalarında portföy yönetim faaliyetinin daha yüksek bir performans sağlayabilmesi için aracı kurumların portföy yöneticiliği yetki belgelerinin iptal edilmesi önerisi çok radikal bir öneri gibi görülmekle birlikte yapılacak bir düzenleme ile birlikte fon yöneticisi olan kurumların içerisindeki görev tanımlamalarının, görev dağılımlarının ve ayrıştırmasının sağlıklı bir şekilde yapılmasının sağlanması şarttır.

KAYNAKÇA

AKGÜN, Ayşegül

1993 *Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: Türkiye Üzerine Bir Çalışma* Ankara Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi

BANGASSA, Kenbata

2000 *Conditional Performance Evaluation: Empirical Evidence From UK Investment Trusts*-The University of Liverpool-Working Paper

BERKOWITZ, Michael K. and Yehuda KOTOWITZ

1997 *Management Compensation and the Performance of Mutual Funds* University of Toronto-Working Paper

COVAL, Joshua D. and Tobias J. MOSKOWITZ

1999 *The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices* University of Michigan Business School-The University of Chicago-Working Paper

DAĞDEVİREN, Aylin

1989 *Menkul Kıymetler Yatırım Fonları Performans Değerlendirmesi ve Türkiye Örneği* Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Araştırma Raporu

DANIEL, Kent, Mark GRINBLATT, Sheridan TITMAN and Russ WERMERS

1997 *Measuring Mutual Fund Performance With Characteristic Based Benchmarks*_Working Paper

ECKBO, B. Espen and David C. SMITH

1998 *The Conditional Performance of Insider Trades* The Journal of Finance

EDWARDS, R. Franklin and Xin ZHANG

2000 *Mutual Funds and Stock & Bond Market Stability*- Columbia University

ELTON, Edwin and Martin Gruber

1981 *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*

ERTAŞ, Vahdettin, Kürşat TUNCEL ve Bahadır TEKER

1997 *Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması* SPK Yayınları

ESER, Rüya

1996 *The Performance and Portfolio Behaviour of Mutual Funds in Turkey* University of Birmingham Yüksek Lisans Tezi

FARNSWORTH, Heber, Wayne E. FERSON, David JACKSON and Steven TODD

- 2002 *Performance Evaluation With Stochastic Discount Factors*- NBER Papers
- FORTUNE, Peter
1998 *Mutual Fund Myths* Federal Reserve Bank of Boston Regional Review
- FULLER Russell J. and James L. Farrell
1987 *Modern Investments and Security Analysis* McGraw-Hill Books
- INDRO, Daniel. Christine X. JIANG, Michael Y. HU and Wayne Y. LEE
1999 *Mutual Fund Performance: Does Fund Size Matter?* Association for Investment Management and Research May/June 1999
- KAMINSKY, Graciela, Richard LYONS and Sergio SCHMUKLER
1999 *Managers, Investors and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets* Working Paper
- KARACABEY, A.Argun
1998 *A Tipi Yatırım Fonları, Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi*, Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları, Tezler Dizisi:5, Ankara, 1998, s.221.
- KAY K. Mazuy & Jack L. Treynor, *Can Mutual Fund Outguess The Market?* International Textbook Company, Pennsylvania 1990
- KOTHARI, S.P. and Jerold B. WARNER
2001 *Evaluating Mutual Fund Performance* The Journal of Finance OCT
- LO, Andrew W.
2000 *The Statistics of Sharpe Ratios* Association for Investment Management and Research September-October Working Paper
- LUNDE, Asger, Allan TIMMERMAN and David BLAKE
1998 *The Hazards of Mutual Fund Underperformance* University of California-Discussion Paper
- MURALIDHAR, Arun S.
2000 *Risk-Adjusted Performance: The Correlation Correction* Association for Investment Management and Research September-October/2000 Paper
- ÖNEN, Seda
1998 *Kamuyu Aydınlatma Çerçevesinde Yatırım Fonları-SPK Yeterlik Etüdü*
- ÖZTÜRK, Bülent

- 1999 *Yatırım Fonu Performanslarının Yatırım Fonu Endekslerinin Oluşturulması Yoluyla Ölçülmesi* SPK- Yeterlik Etüdü
- REMOLONA, Eli M. , Paul KLEIMAN and Debbie GRUENSTEIN
1997 *Market Returns and Mutual Fund Flows* FRBNY Economic Policy Review
- SAYAR, F. Nihal
1993 *Yatırım Fonlarının Portföy Yapıları ve Getirilerindeki Değişimler* SPK Araştırma Raporu
- SIMONS, Katerina
1998 *Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds* New England Economic Review Discussion Paper
- TUNCEL, Kürşat
1994 *Finansal Kriz Ortamlarında Yatırım Fonları ve Karşılaşılan Sorunlar* SPK-Araştırma Raporu
- YARDIMCI, Oya
1999 *Yatırım Fonlarının Kurumsal Yatırımcı Olarak Sermaye Piyasasındaki Yeri ve Piyasa İstikrarına Etkisi* SPK-Yeterlik Etüdü
- WERMERS, Russ
2000 *Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent*_The Journal of Finance August 2000

www.spk.gov.tr
www.imkb.gov.tr
www.tcmb.gov.tr
www.kyd.org.tr
www.fonmarket.com
www.persembe.com
www.isteyatirim.com.tr
www.akportfoy.com.tr
www.kocyatirim.com.tr

EKLER

Tablo No: 1 Bazı Ülkelerde Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklükleri

2001 Yılı İtibariyle	GSMH (Milyar\$)	Fon Büyüklüğü (Milyar\$)	GSMH'ya Oranı
Avusturya	217.9	54.3	% 25
Portekiz	116.7	17.0	% 15
Yunanistan	125.7	27.4	% 22
Türkiye	200 *	3.6	% 1.8

Kaynak: Kurumsal Yatırımcılar Yöneticileri Derneği 2002 Yılı Raporu
(*) tahmini

Tablo No: 2 Katılma Belgeleri Halka Arz Edilen Fon Portföy ve Toplam Değerleri

TARİH	FON SAYISI	TRILYON TL	MILYON \$
30.06.2001	293	4,024	3,192
31.07.2001	284	3,980	2,989
31.08.2001	286	4,239	3,101
30.09.2001	286	4,275	2,797
31.10.2001	278	4,213	2,637
30.11.2001	279	4,517	3,046
31.12.2001	277	4,756	3,267
31.01.2002	276	4,861	3,700
28.02.2002	277	4,989	3,577
31.03.2002	248	5,812	4,317
30.04.2002	249	6,747	5,034
31.05.2002	250	6,955	4,807
30.06.2002	244	7,324	4,638
31.07.2002	240	7,591	4,468

Kaynak: SPK

Tablo No: 3 Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları

Varlık Türü	GENEL		A TİPİ		B TİPİ	
	31.07.2001	31.07.2002	31.07.2001	31.07.2002	31.07.2001	31.07.2002
	%	%	%	%	%	%
HİSSE SENETLERİ	6	3	55	55	0	0
TERS REPO	84	61	31	31	91	63
HAZ. BON, DEV. TAHVİLİ	10	36	14	14	9	37
DİĞER	0	0	0	0	0	0
TOPLAM	100	100	100	100	100	100

Kaynak: SPK

Tablo No: 4 Tipine Göre Fon Portföy Dağılımları

TARİH	FON SAYISI			MİLYON \$		
	A	B	TOPLAM	A	B	TOPLAM
30.06.2001	168	125	293	391	2,801	3,192
31.07.2001	165	119	284	351	2,638	2,989
31.08.2001	165	121	286	338	2,763	3,101
30.09.2001	164	122	286	256	2,541	2,797
31.10.2001	162	116	278	272	2,365	2,637
30.11.2001	162	117	279	316	2,730	3,046
31.12.2001	162	115	277	391	2,876	3,267
31.01.2002	160	116	276	440	3,260	3,700
28.02.2002	159	118	277	358	3,218	3,576
31.03.2002	143	105	248	364	3,953	4,317
30.04.2002	142	107	249	351	4,683	5,034
31.05.2002	142	108	250	272	4,535	4,807
30.06.2002	138	106	244	245	4,393	4,638
31.07.2002	135	105	240	251	4,217	4,468

Kaynak: SPK

Tablo 5: İştirak Fonların Performansları (12.04.2000-23.08.2002)

Fon Adı	İlk Fiyat	Son Fiyat	Yüzde Getiri(TL)	Varlık Değ. (Milyar)
Akbank A Tipi Sabancı Holding İştirak Fonu	9.698	12.435	28,21	4.17
Koç Menkul A Tipi Koç Şirketleri İştirak Fonu	42.378	49.185	16,06	2.157
İş Bankası A Tipi İştirak Fon	4.340.624	4.547.514	4,76	10.283

Tablo 6: İştirak Yatırım Fonlarının Getirilerinin Diğer Yatırım Fonlarının Getirileri ile Karşılaştırılması

Endeks	Senebaşı Değişim	Aylık Ort. Get. / Sapma	Senebaşı Ort. Get. / Sapma
İştirak Fon Endeksi	-12,09	0,03	-0,05
A Tipi Fonlar Endeksi	-4,86	-0,11	-0,02
Hisse Fon Endeksi	-12,22	-0,16	-0,05
Endeks Fon Endeksi	-31,80	-0,24	-0,08
Karma Fon Endeksi	4,55	-0,04	0,03
Değişken Fon Endeksi	26,50	0,73	0,66
Sektör Fonu Endeksi	-15,06	-0,07	-0,05
B Tipi Fonlar Endeksi	29,20	1,98	1,76
Likit Fon Endeksi	28,68	2,03	1,76
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	33,52	1,46	

Tablo: 7 Akbank İştirak Fonun Kurumun Diğer Fonları İle Karşılaştırılması

12.4.2000 - 23.8.2002					
Fon Adı	İlk Fiyat	Son Fiyat	Yüzde Getiri(TL)	Varlık Değ. (Milyar)	Yatırımcı Sayısı
Akbank A Tipi Sabancı Holding İştirak Fonu	9.698	12.435	28,22	4.17	187
Akbank B Tipi Likit Fonu	1.468.491	5.758.067	292,10	625.411	79.245
Akbank B Tipi Tahvil Bono Fonu	749.428	2.294.691	206,19	37.459	3.08
Akbank A Tipi Değişken Fon	10.038	15.985	59,25	1.899	370
Akbank A Tipi Sabancı Holding İştirak Fonu	9.698	12.435	28,21	4.17	187
Akbank A Tipi Hisse Fon	200.116	245.062	22,45	4.801	928

Tablo: 8 İşbankası İştirak Fonunun Kurumun Diğer Fonları İle Karşılaştırılması

Fon Adı (1.1.2000 - 23.8.2002)	İlk Fiyat	Son Fiyat	Yüzde Getiri (TL)	Varlık Değ. (Milyar)
İş Bankası A Tipi İştirak Fon	3.917.247	4.547.514	16,09	10.283
İş Bankası B Tipi Değişken Fon	2.358.435	8.868.402	276,02	73.409
İş Bankası B Tipi Likit Fon	12.641.203	40.901.564	223,55	1.303.234
İş Bankası B Tipi Tahvil ve Bono	4.422.161	13.452.831	204,21	187.012
İş Bankası B Tipi Yabancı M.K. Fon	896.869	2.051.040	128,68	4.677
İş Bankası A Tipi Değişken Fon	716.498	1.242.358	73,39	9.701
İş Bankası A Tipi Hisse Fon	6.056.858	7.564.334	24,88	14.37
İş Bankası A Tipi İştirak Fon	3.917.247	4.547.514	16,08	10.283

Tablo: 9 Koç Yatırım İştirak Fonunun Kurumun Diğer Fonları İle Karşılaştırılması

14.7.2000 – 23.8.2002				
Fon Adı	İlk Fiyat	Son Fiyat	Yüzde Getiri(TL)	Varlık Değ. (Milyar)
Koç Menkul A Tipi Değişken Fon	10.022	16.994	69,57	21.385
Koc Menkul B Tipi Değişken Fon	28.662	96.319	236,05	184.505
Koç Menkul A Tipi Değişken Fon	10.022	16.994	69,57	21.385
Koç Menkul A Tipi Koç Şirketleri İştirak Fonu	39.445	49.185	24,69	2.157