



**SERMAYE PİYASASI KURULU
ARACILIK FAALİYETLERİ DAİRESİ**

**PORTFÖY PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ
VE SUNULMASI**

YETERLİK ETÜDÜ

**Yener COŞKUN
Uzman Yardımcısı**

**Nisan 1999
ANKARA**

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	iv
I. GİRİŞ	1
II. PORTFÖY PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ	7
II.1. Getiri Ölçütleri	8
II.1.1. Getiri Oranının Ölçülmesi.....	8
II.1.2. Değerle ve Zamanla Ağırlıklandırılmış Getiri Oranları	11
II.2. Yatırım Performansının Karşılaştırılması	14
II.3. Riskle Düzeltilmiş Getiri Kavramı ve Performans Ölçütleri.....	17
II.3.1. Riskle Düzeltilmiş Getiri Kavramı.....	17
II.3.2. Riske Uyarlanmış Getiri Ölçütleri	20
II.3.2.1. Treynor Ölçütü veya RVOL	20
II.3.2.2. Sharpe Ölçütü veya RVAR	22
II.3.2.2.1. Sharpe Ölçütü(RVAR) ve Treynor Ölçütünün(RVOL) Karşılaştırılması	24
II.3.2.3. Jensen Ölçütü.....	26
II.3.3. Yöntemlerin Aksayan Yönleri.....	29
II.3.4. Risk ve Dağılım Ölçütlerine İlişkin AIMR/PPS Standartları.....	31
II.4. Bono Performansının Ölçülmesi.....	34
II.5. Portföy Performansının Ölçümünde Özellik Arzeden Durumlar	36
II.5.1. Portföy Gruplarının Performanslarının Hesaplanması	36
II.5.2. Kaldıraç Etkisinden Yararlanan Portföyler	39
II.5.3. Performans Sunumunda Vergi Etkisi	42
II.5.4. Brüt/Net Performans	44
II.5.5. Performans Hesabında Nakdin Dağıtımı	46
II.5.6. Uluslararası Portföy Grupları	48
III. Portföy Performansının Ölçülmesi ve Sunulmasına İlişkin AIMR Standartları.....	51
3.1. AIMR ve CESPÇ	51
3.2. CESPÇ VB Kuralı.....	58
3.3. Performans Ölçüm ve Sunumuna İlişkin Olarak AIMR Tarafından PPS ve GPPS ile Getirilen Kurallar.....	61

3.4. Standartlara Uyumun Doğrulanması Süreci	65
3.5. Standartların Hareket Yönü	67
IV. SONUÇ ve ÖNERİLERİMİZ	68
1. Portföy Gruplarının Oluşturulmasına İlişkin Esaslar	71
2. Getirilerin Hesaplanmasına İlişkin Esaslar	74
3. Performans Sonuçlarının Sunulmasına İlişkin Esaslar	76
4. Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Diğer Düzenleme Önerileri	79
EK/1 DAGO ve ZAGO'nun Karşılaştırılması	81
1. DAGO ve ZAGO için Farklı Örnek Çalışması	81
2. DAGO ve ZAGO için Aynı Örnek Çalışması	82
EK/2 Performans Ölçüm ve Sunumuna İlişkin Olarak PPS ve GIPS ile Geliştirilen Kurallar	85
2.1. Portföy Gruplarının Oluşturulması ve İdamesi	87
2.1.1. PPS ve GIPS Düzenlemeleri	87
2.1.2. PPS ve GIPS Tavsiyeleri	92
2.2. Getirilerin Hesaplanması	94
2.2.1. PPS ve GIPS Düzenlemeleri	94
2.2.2. PPS ve GIPS Tavsiyeleri	98
2.3. Getirilerin Sunulması	100
2.3.1. PPS ve GIPS Düzenlemeleri	100
2.3.2. PPS ve GIPS Tavsiyeleri	103
2.4. Kamuyu Aydınlatma Düzenlemeleri	105
2.4.1. PPS ve GIPS Düzenlemeleri	105
2.4.2. PPS ve GIPS Tavsiyeleri	110
KAYNAKÇA	113

KISALTMALAR

AIMR- The Association for Investment Management and Research

CAPM- Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli

DAGO- Değerle Ağırlıklandırılmış Getiri Oranı

GIPS- Global Investment Performance Standards

GPPS- Global Performance Presentation Standards

Komite- AIMR Performans Sunuş Standartları Komitesi

PPS- Performance Presentation Standards

SML- Sermaye Piyasası Doğrusu

ZAGO- Zamanla Ağırlıklandırılmış Getiri Oranı

PORTFÖY PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ VE SUNULMASI

YÖNETİCİ ÖZETİ

Portföy performansının genel kabul görmüş ölçütler çerçevesinde tesbit edilerek, birörnek standartlar dahilinde dönemsel olarak yatırımcıya ve kamuya açıklanması, portföy yönetiminin nisbi başarısı hakkında hizmeti talep eden yatırımcıya ve hizmeti arz eden piyasanın diğer katılımcılarına nesnel bir ölçüt sunmaktadır. Portföy performansı sonuçlarına ilişkin olarak yeterli, zamanlı, anlaşılır ve standardize edilmiş bilginin üretilerek yatırımcılara sunulması bir yönüyle bireysel ve kamusal bilgilendirme ve aydınlatma anlamına gelirken, diğer bir yönüyle özellikle farklı firmalarca sunulan portföy yönetimi faaliyetlerinin mevcut ve potansiyel müşteriler açısından değerlendirilmesi imkanını getirmektedir.

Performans ölçümüne ilişkin olarak incelediğimiz standartlar, aracı kurum müşterisi açısından, portföyü çevreleyen ve daha çok müşterinin hukuken korunmasını amaç edinen düzenleme sistematığının ötesinde, karar alma sürecine sunduğu veriler sayesinde portföy sahibinin malvarlığındaki reel değişimlere karşı mali açıdan güncel olarak korunmasını amaç edinmiştir. Portföy yönetimi hizmetini sunan açısından düşünüldüğünde ise,

standartlar sunulan hizmetin kalitesinin aynı ortak payda da ölçülmesi imkanını vermektedir. Sunulan portföy yönetimi hizmeti kalitesinin finansal olarak ölçülebilir ve belli sıklıklarla kamuya açıklanabilir hale gelmesi portföy yönetimi hizmetini sunanlar arasında da rekabete neden olacaktır. Çalışmada temel kurum ve kavramları ile incelediğimiz sistemin sağlıklı olarak işlemesi temin edilebilirse, portföy sahibinin yatırım kararları daha gerçekçi ve güncel bir zeminde cereyan edecek ve performans açıklamasına dayanan sistemin öngördüğü müşteriye bilgilendirme süreçleri, müşteriye sunulan portföy yönetim hizmetinin kalitesinde kendiliğinden bir gelişmeye neden olacaktır.

Temelde bireysel portföy performansının ölçümü ve sunumunun değerlendirildiği çalışmamızda, The Association for Investment Management and Research'ün(AIMR) performans sunumuna ilişkin düzenlemelerindeki ortak unsurların tespit edilmesi amacıyla, PPS/GPPS standartları (Performance Presentation Standards ve Global Performance Presentation Standards) ile AIMR Performans Sunuş Standartları Komitesi'nin 1990 tarihli raporunda tavsiye edilen standartlar karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Standartların altında yatan felsefe ve mevcut uygulamaya yönelik yorum ve açıklamalar da her bölüm bünyesinde ayrı ayrı değerlendirilmektedir. Standartlar değerlendirilirken dikkat edilen bir başka husus ise, ilgili ülkelerin mevzuatında yer alan spesifik düzenlemelere

dayalı çözümlerinin dikkate alınması yerine genelleştirilmesi ve ülkemiz koşullarında uygulanması müsait kuralların üzerinde özellikle durulması olmuştur.

Kanaatimizce sistemin hassas noktası, düzenlemeye konu edilmesi önerilen standartların öngörüldüğü biçimde uygulanıp uygulanmadığının, performans sunumunun zorunlu olarak yapılacağı dönemlerde bağımsız denetim firmalarınınca denetlenebilmesidir.

Çalışmamızın sonuç ve öneriler kısmında, önceki bölümlerde incelenen standartlar ve standartlara ilişkin inceleme, yorum ve açıklamalardan hareketle geliştirilen somut öneriler, performans sunumu sürecinin sistematikliğini kavrayacak genişlikte ve Portföy Gruplarının Oluşturulmasına İlişkin Esaslar, Getirilerin Hesaplanmasına İlişkin Esaslar, Performans Sonuçlarının Sunulmasına İlişkin Esaslar ve Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Diğer Esaslar ana başlıkları altında sunulmaktadır.

I. GİRİŞ

Portföy performansının genel kabul görmüş ölçütler çerçevesinde tesbit edilerek, birörnek standartlar dahilinde dönemsel olarak yatırımcıya ve kamuya açıklanması, portföy yönetiminin nisbi başarısı hakkında hizmeti talep eden yatırımcıya ve hizmeti arz eden piyasanın diğer katılımcılarına nesnel bir ölçüt sunmaktadır. Portföy performansı sonuçlarına ilişkin olarak yeterli, zamanlı, anlaşılır ve standardize edilmiş bilginin üretilerek yatırımcılara sunulması bir yönüyle bireysel ve kamusal bilgilendirme ve aydınlatma anlamına gelirken, diğer bir yönüyle özellikle farklı firmalarca sunulan portföy yönetimi faaliyetlerinin mevcut ve potansiyel müşteriler açısından değerlendirilmesi imkanını sunmaktadır.

Performans ölçümüne ilişkin olarak incelediğimiz standartlar, aracı kurum müşterisi açısından, portföyü çevreleyen ve daha çok müşterinin hukuken korunmasını

amaç edinen düzenleme sistematığının ötesinde, karar alma sürecine sunduğu veriler sayesinde portföy sahibinin malvarlığındaki reel değişimlere karşı mali açıdan güncel olarak korunmasını amaç edinmiştir. Portföy yönetimi hizmetini veren açısından düşünüldüğünde ise, standartlar sunulan hizmetin kalitesinin aynı ortak payda da ölçülmesi imkanını vermektedir. Sunulan portföy yönetimi hizmeti kalitesinin finansal olarak ölçülebilir ve belli sıklıklarla kamuya açıklanabilir hale gelmesi portföy yönetimi hizmetini sunanlar arasında da rekabete neden olacaktır. Çalışmamızda temel kurum ve kavramları ile incelediğimiz sistemin sağlıklı olarak işlemesi temin edilebilirse, portföy sahibinin yatırım kararları daha gerçekçi ve güncel bir zeminde cereyan edecek ve performans açıklamasına dayanan sistemin öngördüğü müşteriye bilgilendirme süreçleri, müşteriye sunulan portföy yönetim hizmetinin kalitesinde kendiliğinden bir gelişmeye neden olacaktır.

Çalışmamızda incelenen AIMR/PPS ve AIMR/GIPS standartlarının sistematığına uygun olarak, esasen bireysel portföy performansının ölçümü ve sunumu üzerinde durulmuştur. AIMR'in performans sunumuna ilişkin düzenlemelerindeki ortak unsurların tespit edilmesi amacıyla, PPS/GIPS standartları ile AIMR Performans Sunuş Standartları Komitesi'nin 1990 tarihli raporunda

tavsiye edilen standartlar karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Standartların altında yatan felsefe ve mevcut uygulamaya yönelik yorum ve açıklamalar da her bölüm bünyesinde ayrı ayrı değerlendirilmektedir. Standartlar değerlendirilirken dikkat edilen bir başka husus ise, ilgili ülkelerin mevzuatında yer alan spesifik düzenlemelere dayalı çözümlerinin dikkate alınması yerine, genelleştirilmesi ve ülkemiz koşullarında uygulanması müsait kuralların üzerinde özellikle durulması olmuştur.

Portföy performansı ölçüm süreci, münferit bir portföyün performansının ölçülmesinden farklı bir kavrama atıf yapmaktadır. Söz konusu süreçte, firma bütününde ölçüme konu teşkil edecek bütün portföylerin niteliklerine uygun portföy gruplarına belli ölçüler dahilinde aktarılması ve her bir portföy grubu ile ilgili standart ve özellikli finans ve muhasebe bilgisinin üretilmesi gereklidir. Bahsedilen ölçeği dikkate almayan çalışmaların, standartların bir bütün olarak değerlendirilmesinde anlamlı sonuçlar vermeyeceği düşünüldüğünden çalışmamızda model uygulaması yapılmamıştır.

Çalışmamızın ikinci bölümünde portföy performansının ölçümüne ilişkin olarak finans literatüründe kullanılan temel yöntemler ile portföy performansının

ölçülmesinde özellik arzeden durumlar incelenmektedir. Üçüncü bölümde ABD'de kurulan bir öz düzenleyici kuruluş olan The Association for Investment Management and Research(AIMR) tarafından yayımlanan "Standards of Practice Handbook"da performans sunumuna ilişkin olarak yer alan düzenlemeler ile yine aynı kuruluş tarafından ulusal ve uluslararası bazda olmak üzere yayımlanan "AIMR Performance Presentation Standards ve AIMR Global Performance Presentation Standards" düzenlemelerinin gelişimi, performans ölçüm ve sunumuna ilişkin olarak getirdiği uygulamalar ile bu uygulamalardan önemli bulunanlarının altındaki felsefe incelenmektedir. Dördüncü bölümde ise, portföy performansının ölçülmesi ve sunulmasına ilişkin olarak ulaşılan sonuç ve önerilere yer verilmektedir.

II. PORTFÖY PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ

Performans ölçümü yatırımcı açısından, profesyonel yöneticilik hizmeti alınan kişi ya da kurumun performansının değerlendirilmesi ve benzer hizmeti verenlerle kıyaslanması; hizmeti veren kuruluş için ise, iç denetim amacıyla yapılabilir (Akgün. 1993:64-65). Yatırım yönetimi sürecinin önemli bir bölümünü oluşturan performans ölçümü ile sağlanan geriye dönük bilgi ve

kontrol mekanizması aynı zamanda yatırım yönetimi sürecinin daha etkin hale gelmesini de sağlamaktadır(Gordon, Sharpe, Bailey. 1993:487).

Bu bölümde getiri ölçütleri ve riskle düzeltilmiş getiri ekseninde, portföy performansını ölçen yöntemler ile söz konusu yöntemlerin aksayan yönleri incelenecektir.

II.1. Getiri Ölçütleri

II.1.1. Getiri Oranının Ölçülmesi

Müşterinin portföye fon ilavesi veya portföyden fon çekişi yapmaması durumunda portföyün getirisinin hesaplanması için, sona erme ve başlangıç tarihlerindeki portföy değerleri farkının başlangıç tarihindeki portföy değerine bölünmesi yeterlidir. Başlangıç ve sona erme tarihleri arasındaki fark ise elde tutulan süre zarfında portföyün değerinde meydana gelen her türlü değer artışından ibaret olup, aşağıdaki formülde bu fark Spd'de içerilmektedir.

$$\text{Getiri Oranı} = \frac{\text{Sona Erme Tarihindeki Portföy Değeri} - \text{Başlangıç Tarihindeki Portföy Değeri}}{\text{Bpd} \times \text{Başlangıç Tarihindeki Portföy Değeri}} \quad (1)$$

Yukarıda yer alan ve ağırlıklandırılmamış getiri oranı olarak da anılan formül sermaye kazancı ve gelir kayıtlarını içermek üzere portföyün değerindeki büyümeyi göstermektedir. (1)'deki eşitliğin hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler ve gayrimenkuller için kullanılması mümkündür. Ancak gayrimenkullerin sıklıkla el değiştirmemesi ve her hesaplama için değer tesbiti yaptırmanın ekonomik olmaması nedenleriyle muhtemel ölçüm sorunları bulunmaktadır. Getiri oranı kavramı basittir ve uzman bir kimse elinde dikkatlice kullanılabilir (Brown, Kritzman. 1990:200-201).

Müşterinin portföye fon ilavesi ve çekişleri portföy getirisi ölçümünü güçleştirmektedir. Ele alınan dönem içinde, portföyün piyasa değerindeki yüzde değişimler portföyün getirisinin tam olarak belirlenememesine neden olabilir. Getiri oranının ölçüldüğü dönem sona ermeden hemen önce portföye yönelik bir ilave veya çekiş olması durumunda portföy getirisinin, portföyün dönem sonu değerinin düzeltilmesi suretiyle yeniden hesaplanması gerekecektir.¹ Buna göre portföye ilave olması durumunda

¹ Örneğin, bir portföyün piyasa değerinin üç aylık bir dönem başında 100 milyon USD olduğunu ve dönemin bitişinden hemen önce müşterinin portföy yöneticisine 5 milyon USD daha verdiğini ve bunun sonucu olarak da dönem sonunda portföyün piyasa değerinin 103 milyon USD olarak gerçekleştiğini varsayalım. Eğer 3 aylık dönem sonunda hesaplanan getiri oranının da, 5

dönem sonu değerinin ilave edilen fon tutarı kadar azaltılması, portföyden çekiş olması durumunda ise dönem sonu değerinin fon tutarı kadar artırılması gerekecektir.

Diğer yandan, portföye olan ilave ve çekişlerin başlangıç döneminin hemen sonrasında olması durumunda, portföyün başlangıç piyasa değerinin düzeltilmesi suretiyle portföy getirisinin hesaplanması gerekecektir. Portföyün dönem başı değeri, ilave olması durumunda ilave edilen tutar kadar artırılır, çekiş olması durumunda ise çekilen tutar kadar azaltılır.² Aşağıda değerle ağırlıklandırılmış getiri oranı³ ve zamanla

milyon USD'lık fon ilavesinin getiri oranı üzerindeki etkisi dikkate alınmazsa getiri oranı hatalı bir şekilde %3 olarak(103 milyon USD-100 milyon USD/100 milyon USD) bulunacaktır. Ancak portföyün dönem sonu değeri olan 103 milyon USD içinde yer alan 5 milyon USD portföy yönetiminin basiretli yönetimi sayesinde elde edilmemiş olup, getiri oranının dönem sonu portföy değerinden 5 milyon USD'lık ilavenin düşülmesi neticesinde bulunan %-2'lik getiri oranı daha gerçekçi bir sonuç olacaktır (Gordon; Sharpe; Bailey.1993: 488-489).

² Örneğimizdeki 5 milyon USD'lık ilavenin 3 aylık dönemin hemen başında portföye getirilmesi durumunda getiri oranı $-1,90\% = \frac{103 \text{ milyon USD} - (100 \text{ milyon USD} + 5 \text{ milyon USD})}{100 \text{ milyon USD} + 5 \text{ milyon USD}}$ olarak hesaplanacaktır (Gordon; Sharpe; Bailey.1993: 488-489).

³ İncelediğimiz kaynaklarda internal rate of return, dollar-weighted rates of return, money-weighted rates of return ve value weighted rates of return kavramları ile anılan söz konusu kavram, belli bir para birimine atıf yapılmak yerine genelleştirilerek değerle ağırlıklandırılmış getiri oranı olarak dilimize çevrilmiştir (Blake.1990: 343).

ağırlıklandırılmış getiri oranı⁴ kavramları daha ayrıntılı olarak incelenmektedir.

II.1.2. Değerle ve Zamanla Ağırlıklandırılmış Getiri Oranları

Performans değerlemede ilk aşamayı oluşturan getiri oranının ölçülmesinde temelde iki yöntem kullanılmaktadır.

Değerle ağırlıklandırılmış getiri oranı(DAGO), ele alınan dönem zarfında portföydeki tüm fon tutarının ortalama getirisini ölçmekte olup, dönem sonu portföy değerinde başlangıçtaki fon tutarına ilave edilen nakit katkılarını da içermektedir (Sunner.1988:1363). Portföyün aktüel dahili büyüme oranını ölçen DAGO portföy yöneticisinin performansını tam olarak ölçmemekte olup⁵, portföy yöneticisinin kontrolüne karşı portföye ilave edilen ve çekilen varlıkların etkisini yansıtmaktadır (Brown; Kritzman. 1990:201).

⁴ Söz konusu kavram yerine geometrik orta kavramı da kullanılmaktadır.

⁵ ZAGO'nun yönetici performansını ölçme konusunda daha uygun bir ölçü teşkil ettiği kabul edilmekle birlikte, bir düşünceye göre DAGO büyüyen varlıklar için yatırımcının başarısını ölçmede daha uygun bir ölçüdür. Buna göre, yatırım performansındaki piyasa zamanlaması etkisinin ölçülmesinin bir yolu da DAGO ve ZAGO'nun karşılaştırılması olup; eğer, yatırımcı düşük fiyattan alıp, yüksek fiyattan satmışsa DAGO'nun ZAGO'dan büyük olması gerekecektir. Ters durumda ise, yani yatırımcı yüksek fiyattan alıp, düşük fiyattan sattığında ZAGO değeri, DAGO değerinin altına düşecektir (Nesbitt.Fall 1995: 57-60).

Zamanla ağırlıklandırılmış getiri oranı(ZAGO) ise, performans dönemi boyunca portföye yatırılmış 1 doların değerini göstermekte olup, her bir alt dönemde paranın değerini takip etmektedir. ZAGO yatırım dünyasında yatırım performansının ölçülmesinde ve portföy yöneticilerinin performanslarının kıyaslanmasında standart bir ölçüt olarak kullanılmaktadır (Brown; Kritzman. 1990:201).

Değerle ve zamanla ağırlıklandırılmış getiri oranları, portföye yönelik ilave ve çıkışların olmadığı bir ortamda birbirine eşittirler. Dolayısıyla, portföye yönelik ilave ve çıkışların olmaması veya dönem boyunca getirinin sabit kalması söz konusu ise söz konusu iki oran birbirine eşit sonuç verecektir. İki yöntemin farklı sonuçlar vermesine neden olan portföye yönelik nakit hareketlerinin olduğu bir ortamda elde edilecek sonuçlar EK/1'de yer alan örnekte kıyaslanmaktadır.

Getiri bazlı performans değerlendirmesinde DAGO ile yapılan ölçümlerde sağlıklı sonuçlara ulaşılamamaktadır. Çünkü söz konusu yöntemde getiri, ölçek ve nakit hareketleri gibi portföy yöneticisinin kontrolü dışında bulunan etkenlerden önemli ölçüde etkilenmektedir. Bu nedenle getiriye esas alan performans

ölçümlerinde, ZAGO ölçütünün kullanılması daha uygundur. Nitekim, AIMR tarafından geliştirilen PPS'nin B/1-b ve GPPS/2A-2 kurallarıyla da, performans sunumu yapılması durumunda ZAGO'nun kullanılması zorunlu kılınmıştır. AIMR tarafından hazırlanan ve standartların incelendiği el kitabında ZAGO hesabı için üç yöntem incelenmektedir. Bu yöntemler günlük değerlendirme yöntemi(nakit akımı olduğunda değerlendirme yapılmasını esas alan yöntem olup, ideal yöntem olarak AIMR tarafından tercih edilmektedir), Değiştirilmiş Dietz Yöntemi ve Değiştirilmiş BAI Yöntemi'dir. AIMR portföyün yatırım tarzına en uygun ve kullanımını en pratik olan değerlendirme yönteminin seçilmesini tavsiye etmektedir.⁶

⁶ Portföye yönelik nakit akımı olduğunda, değerlendirme formülü $R_{Günlük} = (S_1, S_2, \dots, S_N) - 1$, $R_i = S_i - 1$, olacaktır. Formüle yer alan S_1, S_2, \dots, S_N alt periyod (1,2,...,3) endeksleridir. Formül alt periyod getirisini hesaplamamaktadır. Her bir alt periyod endeksi $S_i = MVE_i / MVB_i$ formülüyle hesaplanmakta olup; formüle yer alan MVE_i (i) alt periyodu sonunda portföyün piyasa değerini(söz konusu değer i periyodundaki nakit akımları öncesindeki değeri yanında dönem içinde tahakkuk ettirilmiş gelirleri de içermektedir) temsil ederken, MVB_i bir önceki alt periyodun sonundaki piyasa değerini(bir önceki alt periyoddaki nakit akımlarını ve tahakkuk ettirilen gelirleri içermektedir) temsil etmektedir. Yöntemin avantajı tahmin içeren yöntemlerin yanında ZAGO'yu gerçekçi olarak hesaplamasıdır. Ancak her nakit akımı için portföy değerinin yeniden hesaplanması her zaman mümkün ya da pratik olmamaktadır. Aynı zamanda her bir alt periyod değerlemesinde menkul kıymetlerin yanlış değerlendirilme riski bu yöntem ile elde edilen sonuçlarda tahmin yöntemleri

II.2. Yatırım Performansının Karşılaştırılması

Performans sonuçlarının karşılaştırılacağı ölçütün doğru belirlenmesi, sonuçların değerlendirilmesi açısından önem taşımaktadır. Genel olarak portföy performansının kıyaslanabileceği üç ölçüt bulunmaktadır: Mutlak Amaç ile Karşılaştırma, Piyasa Endeksleri ile Karşılaştırma ve Diğer Portföyler ile Karşılaştırma (Sunner. 1988: 1377-1378).

Mutlak Amaç ile Karşılaştırma yönteminde, performans dönemi öncesinde belirlenen performans hedefleri ile, dönem sonunda ulaşılan sonuçlar karşılaştırılmaktadır. Bu ölçütün önemi, müşterinin portföy yönetim tarzına ilişkin belirlemeleri ve kısıtları dahilinde değerlendirmenin yapılmasına olanak hazırlamasıdır.⁷ Portföy getirisinin, portföyün amaçları ile kıyaslanması önemli olmakla birlikte, portföy yöneticisinin benzer

kullanılarak bulunan ZAGO değerine göre daha yüksek derecede hata riskine neden olmaktadır (AIMR. 1997: 43-47).

⁷ Örneğin açığa satış yapma izni olmayan bir hisse senedi portföyü yöneticisinden, bu yöntemi düşen bir piyasada kullanarak zararı asgariye indirmesi beklenemeyeceği gibi; yükselen bir piyasada kredili işlem yapma imkanı olmayan bir müşterinin getirisinin, kredili işlem yapmak suretiyle portföy üzerinde kaldıraç etkisini kullanan bir müşterinin getirisi ile aynı potada değerlendirilmesi anlamlı olmayacaktır. Benzer şekilde, yatırımcı portföy yöneticisinin vadeli sözleşmelere girmesine izin vermiyorsa, sözkonusu tekniklerin kendisine sunacağı getiri seçeneklerinden mahrum kalacaktır. Örneklerden de anlaşılacağı üzere piyasa koşullarından kaynaklanan etkiler veri kabul edilirse, portföy performansı üzerinde müşteri tercihleri çerçevesinde şekillenecek etkenler önemli rol oynamaktadır. Bu

yöneticiler karşısındaki veya ölçüt olarak kabul edilmesi mümkün kriterler karşısındaki durumunun değerlendirilmesi için aşağıda bahsedilen ilave ölçütlere gerek duyulmaktadır.

İkinci karşılaştırma ölçütü Piyasa Endeksleri ile Karşılaştırma'dır. Karşılaştırma yapılırken portföyün temel niteliklerine uygun endeksin seçilmesi önem kazanmaktadır. Örneğin tekli veya çoklu varlık gruplarından oluşan portföy performansının karşılaştırılması amacıyla yönelik olarak, mevcut endeksler arasından belirlenecek/üretilecek endeksler birbirinden farklı olacaktır. Piyasa endeksleri yatırım stratejileri için sıklıkla kullanılan karşılaştırma ölçütleridir. ABD sermaye piyasalarında yatırımcının, verilerine kolaylıkla ulaşabildiği standardize edilmiş piyasa endekslerine örnek olarak hisse senetleri için S&P 500, Wilshire 5000 ve Russell 2000 endeksleri; sabit getirili menkul kıymetler için ise Lehman Brothers Government/Corporate/Aggregate, Salomon Brothers Broad Investment Grade, Merrill Lynch Master endeksleri verilebilir. Spesifik yatırım stratejisi ve portföyde bulunan menkul kıymetlerin nitelikleri dikkate alınarak, standardize edilmiş endekslerin dışında

hususun gereği gibi değerlendirilmesi performans ölçümlerinde karşılaştırılabilir kümelerin elde edilmesi açısından önemlidir.

endeksler üretilebilir. Endeksin yatırım stratejisini ve menkul kıymet türlerini dikkate almaksızın kullanılması durumunda, performansa ilişkin yanlış değerlendirmeler yapılabilir. Ayrıca endekse dayalı karşılaştırmalar yapılırken, endeks getirilerinin işlem maliyetlerini içermediği dikkate alınmalı ve endeksin yatırım yapılabilir karakterde olmasına dikkat edilmelidir. Görüldüğü üzere portföy getirisinin uygun ölçüt ile belirlenmesi sonrasında, karşılaştırılacağı uygun endeksin seçilmesi de yatırım sonuçlarının nisbi değerliliğinin doğru olarak belirlenmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

Üçüncü karşılaştırma ölçütü ise Diğer Portföyler ile Karşılaştırma'dır. Ölçüt portföy belirlenirken ölçütün amaçlara uygun olmasına dikkat edilmelidir. Portföyün performans ölçümünde gruplara dahil edilmesinde esas alınan nitelikleri (yatırım yönetimi stilleri veya stratejileri, risk karakteristiği, firmanın portföy üzerinde yatırım stratejilerini uygulama konusundaki hakimiyeti, müşterilerin vergi statüleri, nakit hareketleri, risk toleransları vb. nitelikleri) en uygun karşılaştırma portföyünün seçilmesi bakımından azami ölçüde dikkate alınmalıdır.⁸

⁸ Örneğin yöneticinin hiç bir sektör senedinin portföy değerinin %10'unu aşmadığı, yüksek piyasa değeri ve kar payı ödemesi olan hisse senetlerine

AIMR/PPS standartlarına göre portföyün riskine ve yatırım stiline uygun olarak dizayn edilmesi gereken karşılaştırma ölçütlerinin, seçilme nedenlerinin, oluşturulma yöntemlerinin ve dizayn edilen karşılaştırma ölçütü ile portföy yapısı arasındaki farklılıkların açıklanması gereklidir.

Vergi sonrası portföy gruplarına(after-tax composites) uygun karşılaştırma ölçütünün geliştirilmesi, endeks istatistiklerinin vergi düzeltilmesi sonrasına ilişkin veri sunmaması nedeniyle, sorunlu bir konudur. AIMR, endeks yayınlayan kuruluşlar yanında para yöneticilerini de, yöntemin açıklanması kaydıyla vergi sonrası performans verilerinin karşılaştırmalarda kullanılması konusunda teşvik etmektedir (AIMR. 1997: 62)

II.3. Riskle Düzeltilmiş Getiri Kavramı ve Performans Ölçütleri

II.3.1. Riskle Düzeltilmiş Getiri Kavramı

Portföy performansının gerçekçi bir zeminde tahlil edilebilmesi için düzeltilmiş risk temelinde(risk adjusted

yatırım yaptığını kabul edelim. Bu durumda yatırımcının portföyünün risk ve getirisini kontrol altında tutabilmesi ve yatırım sonuçlarını doğru değerlendirebilmesi için, portföy performansını karşılaştırmada kullanacağı ölçütünün yöneticinin stiline uygun olarak yukarıda bahsedilen nitelikleri taşıması gereklidir (Gordon; Sharpe; Bailey. 1993: 491-493).

basis) değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, mutlak bir sonuç hüviyetinde olan getiri oranının, temelde içerdiği risk bazında değerlendirilmesi mümkün hale gelecek ve ulaşılan performansın riske göre nisbi önemi tespit edilecektir. Dolayısıyla portföy performansının değerlendirilmesinde hem gerçekleşen getiriyi, hem de gerçekleşen getiride mevcut olan riskin beraber ele alınması gerekmektedir.

Riskle düzeltilmiş veya riske uyarlanmış performansın(risk adjusted performance) altında yatan temel düşünce, performansı ölçülen portföyün getirisinin içerdiği risk düzeyinde düzeltilmek suretiyle, risk eşleştirmesi yapılmış portföyün(risk-matched portfolio) getirisinin kendi içinde/benzer portföylerle ve diğer ölçütlerle karşılaştırılmasıdır. Herhangi bir (i) portföyünün riskle düzeltilmiş performansı(RAP_i) ve riskle düzeltilmiş zeminde belli bir zaman dilimindeki ortalama piyasa getirisi (r_m) ise, $(RAP_i - r_m)$ farkı sıfırdan büyükse riskle düzeltilmiş zeminde (i) portföyünün performansı piyasa portföyünün performansından daha iyidir. $(RAP_i - r_m)$ farkı sıfırdan küçükse riskle düzeltilmiş zeminde (i) portföyünün performansı piyasa portföyünün performansından daha kötüdür (Modigliani. 1997: 45-54). Riskle düzeltilmiş getiri genel anlamıyla farklı portföylerin herhangi bir yöntemle

hesaplanmış risk birimi başına toplam getirilerinin karşılaştırılması olanağını sunmaktadır. Böylelikle aynı toplam getiriye daha düşük risk seviyesinde elde eden yöneticinin geçmiş performansı, aynı getiriye daha yüksek risk ile temin eden yöneticiden daha üstün olarak kabul edilecektir (Taylor. 1992: 144). Dolayısıyla performansa etki eden diğer faktörler veri olarak kabul edildiğinde en iyi portföy en yüksek mutlak getiriye sağlayan portföy değil, belli bir risk seviyesinde en yüksek getiriye sağlayan portföy olmaktadır.

Çalışmamızın boyutu dikkate alınarak finans yazınında performans ölçümüne ilişkin geliştirilen bütün yöntemler incelenmek yerine, sıklıkla kullanılan ve Standartların performans ölçüm yöntemi olarak atıf yaptığı(Jensen ölçütü hariç) Treynor, Sharpe ve Jensen yöntemleri ve bu yöntemlere ilişkin sorunlar genel olarak incelenmiştir. Portföy performansı ölçütleri sermaye piyasası teorisi ve sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli çerçevesinde risk ve getiri arasındaki ilişkiden yola çıkılarak geliştirilmiştir. Bu ölçütlere, değerlemede hem risk, hem de getiriye analize kattıkları için genellikle portföy performansının karma ölçütleri[composite(risk adjusted) measures of portfolio performance] denilmektedir. İzleyen

bölümde hisse senedi portföylerinin performansının ölçümünde kullanılan temel yöntemler incelenmektedir.

II.3.2. Riske Uyarlanmış Getiri Ölçütleri

II.3.2.1. Treynor Ölçütü veya RVOL

Jack L. Treynor ilk kez riske göre düzeltilmiş portföy performansı ölçümünü geliştiren kişidir⁹. Bir portföyün performansının belirlenmesinde, portföyün getirisi ve riski olmak üzere iki boyut bulunduğunu ve yönetilen portföylerin değerlendirme ve karşılaştırılmasında iki boyutun da dikkate alınması gerektiğini savunmuştur. Dağılım ölçütü olarak sistematik riskin kullanıldığı analizinde CAPM ve SML'nin geçerli olduğunu varsaymıştır (Kalkan. 1994:10).

Treynor tam olarak çeşitlendirilmiş bir portföy için iki temel risk bileşeni öngörmüştür: genel piyasa dalgalanmalarından kaynaklanan piyasa riski ve portföyde bulunan belli bir menkul kıymetin değerindeki dalgalanmalardan kaynaklanan risk. Söz konusu risklerin varlığı ise, piyasa dalgalanmalarının yatırımların getiri

⁹ Treynor ölçütü Sistematik Risk Ölçütü, Beta Ölçütüne Göre Aşırı Getiri(Excess Return to Beta, Getiri-Volatilite Oranı(The Reward to Volatility Measure/RVOL) kavramları ile de ifade edilmektedir.

oranı yönetimini etkilemesine ve son tahlilde ortalama getirinin piyasanın eğilimlerinin etkisi altında kalmasına neden olmaktadır. Bu nedenle ortalama getiri yatırımcının riskten kaçınması için yeterli bir ölçüt olmamaktadır (Treyner.1965:63-75). Piyasa dalgalanmalarına bağlı olarak ortaya çıkan riskin belirlenmesinde portföy ve uygun bir piyasa portföyünün belli bir dönemdeki getirileri arasındaki ilişkiyi kuran karakteristik doğru kullanılmıştır. Karakteristik doğrunun eğimi(veya portföy için bulunan β katsayısı), toplam piyasa getirisi karşısında portföy getirisinde oluşan görece dalgalanmayı ölçmektedir. Doğru dikleştikçe diğer bir deyişle β katsayısı büyüdükçe, piyasa riski artmakta ve portföy piyasa getirisine daha duyarlı hale gelmektedir (Reilly. 1992: 619).

Aşağıda Treynor ölçütü formül ile ifade edilmektedir:

$$RVOL = \frac{\overline{TR_p} - RF}{\beta_p} = \frac{\text{P Portföyü Üzerinden Sağlanan Aşırı Getiri}}{\text{P Portföyü Üzerindeki Sistemik Risk}}$$

Formülde yer alan $\overline{TR_p}$, P portföyünün belli bir zaman dilimindeki ortalama getiri oranını, RF aynı zaman

diliminde risksiz yatırımın ortalama risksiz getiri oranını ve β 'de yine aynı zaman diliminde portföyün karakteristik doğrusunun eğimini ifade etmektedir. Denklem bütün olarak sistematik risk birimi başına düşen aşırı getiriyi ölçmektedir. Denklemde yer alan ifade, riskten kaçınan yatırımcının en çoklaştırmaya çalıştığı risksiz getirinin üzerindeki getiriyi (aşırı getiri) ifade etmektedir. RVOL değerinin yükselmesi portföy başarımının da yükselmesi anlamına gelmektedir (Jones.1991:721-725). Eşitlik CAPM'e göre açıklanırsa portföyün sistematik risk başına elde ettiği risk priminin, piyasa risk priminden pozitif sapması başarı, negatif sapması ise başarısızlık olarak değerlendirilmektedir (Akgün.1993:103).

II.3.2.2. Sharpe Ölçütü veya RVAR

William F. Sharpe'da Treynor gibi portföyün maruz kaldığı risk birimi başına getiriyi ölçmektedir¹⁰. Sharpe, tam olarak çeşitlendirilmiş bir portföy için Treynor endeksinin iyi bir ölçüt oluşturmakla birlikte: özel amaçla elde tutulan portföylerde de olduğu gibi, görece olarak çeşitlendirilmemiş portföylerde sonuçların önemli ölçüde farklı olabileceği ve Treynor endeksinin çeşitlendirme

¹⁰ Sharpe oranı veya Sharpe endeksi olarak adlandırılan kavram Getiri-Değişkenlik Oranı(The Reward to Variability Measure/RVAR) kavramı ile de anılmaktadır.

eksikliği nedeniyle değişkenliğin belli bir kısmını hesaplayamayacağını, bu nedenle de geçmiş dönem performansı için daha az uygun bir ölçü olduğunu ifade etmektedir (Sharpe.1966:119-131). Dolayısıyla Sharpe endeksinde söz konusu etkiyi bertaraf etmek üzere risk birimi olarak toplam risk esas alınmıştır.

Sharpe performans endeksi, sermaye varlıkları fiyatlandırma modelini ve onun özelinde sermaye piyasası doğrusunu esas almaktadır. Sermaye piyasası doğrusu, piyasa portföyünde yer alan risksiz varlıklar ile riskli varlıkların bileşiminden oluşan portföyler için beklenen getiri-risk ilişkisini göstermektedir.

Piyasa etkinliğine ilişkin varsayımlara göre, portföyler iyi çeşitlenmişse hesaplanan Sharpe endeksleri, piyasa portföyü için bulunan değerin etrafında bir küme oluşturacaktır. Ancak portföylerin iyi çeşitlenmediği durumda bulunan oranlar piyasanın altında ya da üstünde yer alabilir (Akgün.1993:111). Aşağıda Sharpe ölçütü formül ile ifade edilmektedir:

— —

$$RVAR = \frac{TR_p - RF}{\sigma_p} = \frac{\text{P Portföyü Üzerinden Sağlanan Aşırı Getiri}}{\text{P Portföyünün Standart Sapması}}$$

Formülde yer alan TR_p , P portföyünün belli bir zaman dilimindeki ortalama getiri oranını; RF , aynı zaman diliminde risksiz yatırımın ortalama risksiz getiri oranını ve σ_p 'de yine aynı zaman diliminde portföyün standart sapmasını ifade etmektedir. Sharpe performans endeksi, riskli varlığın standart sapması ile ölçülen risk birimi başına riskli varlığın risksiz getiri oranı üzerinde elde ettiği aşırı getiriyi ölçmektedir. Sharpe söz konusu oranın fonların yanısıra, genel olarak geçmiş dönem performansı ölçümünde kullanılmasının mümkün olduğunu ifade etmektedir (Levy; Sarnat.1984: 522). Sharpe oranında da oranın büyümesi portföy performansının arttığı anlamına gelmektedir.

II.3.2.2.1. Sharpe Ölçütü(RVAR) ve Treynor Ölçütünün(RVOL) Karşılaştırılması

Portföy değerlemesinde RVOL ve RVAR ölçütlerinden hangisinin kullanılmasının daha uygun olacağı yatırımcının risk tercihlerine bağlıdır. Eğer, portföy değerlemesinde toplam riskin daha uygun bir ölçüt olacağı

düşünülyorsa RVAR, sistematik riskin kullanılmasının daha uygun olacağı düşünülyorsa RVOL uygun ölçüt olacaktır.

Eğer portföyler tam olarak çeşitlendirilmişse Sharpe ve Treynor ölçütleri çerçevesinde yapılan performans sıralamaları özdeş olurken¹¹, daha az çeşitlendirilmişse performans sıralamalarındaki farklılık eğilimi artacaktır. Portföyler üzerinde tam çeşitlendirme olduğunda, sistematik olmayan riskin sıralamalar üzerindeki etkisi elimine edilirken, zayıf çeşitlendirilmiş portföylerde Treynor oranının sistematik olmayan riski gözardı etmesi nedeniyle, aynı getiri seviyesinde düşük risk çıkarma ve dolayısıyla yüksek sıralama vermesi mümkün hale gelecektir. Dolayısıyla iki ölçütün kullanılmasıyla yapılan sıralamadaki farklılıklar çeşitlendirmenin eşit ağırlıkta olmamasından kaynaklanmakta olup, eğer bir portföy diğerine nispeten eşitsiz bir şekilde çeşitlendirmeye konu olmuşsa RVOL bazında yapılan performans sıralaması RVAR bazında yapılan performans sıralamasının üstünde yer alacaktır. RVAR ölçütünün bir farkı da bu noktada ortaya

¹¹ Geniş tabanlı hisse senedi yatırım fonlarında olduğu gibi tipik büyüklükte ve profesyonel olarak yönetilen portföylerde iki ölçüt özdeş veya özdeş yakın sıralama sonuçları vermektedir. (Jones.1991:725).

çıkılmaktadır: RVAR kullanılarak portföy yöneticisinin toplam risk birimi bazında getiri oranı başarımı yanında çeşitlendirmedeki başarımının da ölçülmesi mümkündür.

Diğer yandan kullanılan verilere göre yükselen bir piyasa söz konusu ise iki endekste anlamlı sonuçlar verirken, düşen bir piyasa söz konusu olduğunda sermaye piyasası doğrusu aşağı eğimli olduğundan Sharpe oranı yanıltıcı sonuçlar verebilecektir (Akgün. 1993:118-119).

II.3.2.3. Jensen Ölçütü

Riske dayalı performans ölçülerinin ikinci türü farklı getiri ölçüleridir. Bu tekniğin amacı, fonun içerdiği risk seviyesindeki beklenen getirisi ile gerçekleşen getirisini karşılaştırmaktır. Farklı getiri ölçüsü, alfa değerinin hesaplanmasında kullanılan risk ölçütlerine göre: risk ölçütü olarak betayı kullanan alfa ve risk ölçütü olarak varyansı kullanan alfa değeri olarak gruplara ayrılmaktadır. Farklı getirinin hesaplanmasında risk ölçüsü olarak betanın kullanıldığı yöntem, Jensen performans endeksi olarak adlandırılmaktadır (Akgün.1993:119).

Jensen, performans ölçümüne ilişkin olarak kullanılan modellerin görece ölçülere dayandığını ve esas olarak portföylerin birbirlerine görece olarak sıralanması

işlevini gördüğünü, oysa mutlak ölçüt kullanmanın daha uygun olacağını söylemektedir. Jensen, söz konusu analizinde performans kavramı ile portföyün etkinliğine yönelik bir test yapmadığını, sadece yatırımcının öngörü yeteneğini(menkul kıymetlerin değerinin beklenen değerinin üzerinde tahmin edilmesi anlamında) belirlemeye çalıştığını ifade etmektedir (Jensen. 1968:389-417). Jensen'in geliştirdiği mutlak performans ölçütü sayesinde sonuçların yorumu kolaylaşmıştır; Performans sonuçlarının piyasa değeri ile kıyaslanarak sonuca ulaşılması yerine sadece Jensen endeksi sonuçlarının değerlendirilmesi yeterli olmaktadır (Kalkan. 1994:14).

Diferansiyel getiri ölçütü veya alfa ölçütü diğer ölçütler gibi sermaye piyasası kuramı ve sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeline dayanmaktadır. Aslında alfa ölçütü formülasyondaki belli düzeltmeler neticesinde ilintili olduğu RVOL ölçütü sonuçlarına göre portföy performansının özdeş görelî sıralamasını üretebilmektedir. Aşağıda yer alan eşitlik (1) ve (2)'de Jensen performans endeksi görülmektedir.¹² Eşitlik (2) analiz sonuçlarının

¹² Denkleme geçen semboller aşağıda ifade ettiğimiz anlamlara gelmektedir. R_{pt} = t döneminde p portföyünün getirisi, R_{ft} = t döneminde risksiz getiri oranı, R_{mt} = t döneminde piyasanın getirisi, E_{pt} = t döneminde p portföyü

değerlendirileceği alfa değerini eşitlik (1)'den çekilmesi ile elde edilmiştir.

$$R_{pt} - R_{Ft} = a_p + b_p [R_{Mt} - R_{Ft}] + E_{pt} \quad (1)$$

$$a_p = (R_p - R_F) - [b_p (R_M - R_F)] \quad (2)$$

Eşitlik (2) a_p değerini daha net ortaya koymaktadır. Bu ifade çerçevesinde, CAPM modeli ve belli bir sistematik risk düzeyi veriyken belli bir dönem için p portföyü üzerinden temin edilen cari aşırı (fazla) getiri ile belli bir risk primi çerçevesinde kazanılması gerekli getirinin farklı olduğu tespit edilmektedir. Bu farklılık pozitif, negatif veya sıfır olarak gerçekleşebilir. Genel bir ifade ile söylemek gerekirse, Jensen'in diferansiyel getiri ölçütü, portföyün belli bir sistematik risk çerçevesinde beklenen getirisi ile gerçekleşen getirisi arasındaki farkı açıklamaktadır. Piyasa endeksine göre portföyün aşırı getirisinin regresyona tabi tutulması sonucu bulunan alfa değeri portföy yöneticisinin performansının diğerlerine göre daha iyi olup olmadığının belirlenmesinde de önem taşımaktadır. Sermaye piyasası teorisine dayanan alfa değerinin sıfır olması beklenir ancak ölçüde pozitif

çin rassal hata terimi, $[R_{Mt} - R_{Ft}] = t$ döneminde piyasa riski primi (Jones.1991:726-728).

veya negatif alfa değerleri performans uygunluğunun belirlenmesinde kullanılmaktadır.¹³

II.3.3. Yöntemlerin Aksayan Yönleri

Riske dayalı performans ölçüm yöntemlerinin kullanılması durumunda karşılaşılan sorunlar aşağıdaki gibidir;

- Hisse senetlerine ilişkin performans ölçüm yöntemleri sermaye varlıklarını fiyatlandırma teorisinden(CAPM) türetilmiştir. Dolayısıyla söz konusu teoriye ilişkin varsayımların işlemediği piyasa koşullarında ona dayalı performans tahlillerinin sonuçları da tartışmalı hale gelecektir.

- Piyasa portföyü olarak kabul edilen portföyün temsil yeteneğine ilişkin sorunlar bulunmaktadır.¹⁴

¹³ Jensen ölçütü, performans ölçümünün portföyün beta katsayısı tahmini ile eş zamanlı olarak yapılmasını mümkün kılmaktadır. Risk primi formunda karakteristik doğru ile beta ve alfa değerleri aynı sırada tahmin edilebilmektedir. Ancak diğer iki ölçütün aksine bütün dönem için ortalama bir getirinin kullanılması yerine her dönemin getirisinin kullanılması gerekmektedir (Jones.1991: 729).

¹⁴ CAPM'den gelen önemli bir varsayım piyasa portföyünün piyasa endeksi ile temsil edildiğidir. Örneğin S&P500 endeksi piyasa portföyü olarak kabul edildiğinde, söz konusu endeksin, çoğu NYSE'de kote edilmiş hisse senetlerini içerdiği ancak, AMEX ve OTC'de işlem gören bir çok riskli varlığın(görelî daha riskli hisse senetleri, yabancı hisse senetleri ve kamu kağıtları gibi) endeks dışında bırakıldığı dikkate alındığında, piyasa portföyünün temsil yeteneğinin sınırlı olduğu görülmektedir. Ölçüt hatasına (benchmark error) neden olan sorunun üzerinde Richard Roll'da durmuş ve

- Risk ölçütüne ilişkin sorunlar bulunmaktadır.¹⁵
- Portföy riski zaman içinde aynı kalmamaktadır.
- Aynı risksiz faiz oranından borç alıp vermenin mümkün olmadığı durumlarda performans sıralaması değişebilmektedir.¹⁶
- Yukarıda bahsedilen performans ölçütleri ancak kullandıkları verilerin doğruluğu ölçüsünde bir hüküm ifade

piyasa portföyünün pazarlanabilir ve pazarlanamaz(insan sermayesi, toprak, resim vb.) bütün varlıkları içermesi gerektiğinden pratikte gözlenmesinin imkansız olduğunu ifade etmiştir (Reilly, 1992:628-629; Jones.1991:730-731).

¹⁵ Yine Roll'a göre beta katsayısı riskin kesin ölçütü değildir. Piyasa portföyüne ilişkin belirleme değiştiğinde(S&P500 yerine NYSE endeksinin piyasa portföyü olarak kabul edilmesinde olduğu gibi) beta katsayısının değeri ve performans sıralamaları da değişecektir. Bunun dışında, çoğunlukla kullanılan piyasa portföyleri arasında yüksek korelasyonun bulunması ise tam olarak piyasayı temsil edemeyen endekslerin karşılaştırmaya esas alınmasından kaynaklanan temel sorunu çözücü olmamaktadır. Çünkü halen etkin olmayan portföy ölçütleri kullanılmaktadır ve bunu esas alarak üretilen beta katsayısı veya sermaye piyasası doğrusu da yanlış olduğundan performans ölçümleri de yanlış olmaktadır. Ölçüt sorunları uluslararası yatırımlarda daha da artmaktadır. Dolayısıyla piyasa portföyünü daha iyi temsil edebilen ölçütlere veya diğer bir deyişle performans ölçümlerinin ölçüt hatalarına göre düzeltilmesine gerek bulunmaktadır (Reilly. 1992:628-629; Blake. 1990:355; Jones.1991:730-731).

¹⁶ Bu durumun diğer bir sonucu da ölçüt portföyün çok düşük getiri oranına sahip kriterlerden hareketle belirlenmesi halinde portföyün kolaylıkla görece yüksek performans ile sıralanması olmaktadır. Örneğin risksiz getiri oranının hazine bonosunun getirisi yerine özel sektör bonosunun getirisi olarak alınması performans sıralamasını doğrudan değiştirecektir (Gordon; Sharpe; Bailey.1993:512).

etmektedir. Bu nedenle örneğin getiri oranı hesaplanırken nakit akımlarının tamamının kapsanması gerekmektedir .

- Yöneticinin performansı değerlendirilirken gözlem süresinin en azından düşen ve yükselen piyasa dönemlerinin içerildiği bir periyod olması gereklidir.

- Değerleme döneminin çok uzun tutulması durumunda, yöneticinin performansı değerlendirilirken şans ve yeteneğin birbirinden ayrılabilmesi gereklidir. Yeteneğin uzun dönemde portföy performansına olumlu etki yapması beklenirken, şansın sürekliliği mümkün olmayabilir (Gordon;Sharpe;Bailey.1993:512).

- Sermaye piyasası doğrusuna dayanan çalışmalar yöneticinin sağladığı getiriye nasıl ulaşıldığını gösterememektedir.

- Riskle düzeltilmiş getiri ölçütlerinin kişisel bir kavram olduğu ve kişilerin içinde bulunduğu koşullara ve mizaçlarına göre farklı sonuçlar doğurduğu ileri sürülmektedir (Melnikoff.Fall1998:95-107).

II.3.4. Risk ve Dağılım Ölçütlerine İlişkin AIMR/PPS Standartları

Standartlar performans sunumunda risk ve dağılım ölçütleri üzerinde önemle durmaktadır. Riskin tam olarak

ölçülmesinin mümkün olmadığı belirtilmekle birlikte, riske ilişkin açıklamaların portföy grubunun yatırım stratejisine uygun ve çok çeşitli yatırım araçları arasında tercih yapmayı kolaylaştırıcı olması gereklidir. Ayrıca, en iyi risk ölçütünün firmaya avantaj sağlayan değil, yorumlanması kolay ve bir örnek olarak kullanılmaya elverişli ölçüt olduğu ifade edilmektedir. AIMR/PPS standartları grup getirileri ile birlikte hem toplam (mutlak), hem de piyasa (görelî) riskinin sunulmasını tavsiye etmektedir. Toplam risk, fiili getiriye dalgalanmayı ölçerken, görelî risk getiriye dalgalanmayı piyasa veya diğer bir ölçüte göre ölçmektedir.

Portföy'de uygulanan yatırım stratejisine ilişkin riskin ölçülmesinde standart sapma ve beta ölçütlerinin kullanılması mümkündür. Portföy performansının standart sapması tarihi getirilerin merkezi eğilime (veya orta getiri) göre gösterdiği değişikliği ölçmektedir. Standartlara göre varlıkla ağırlıklandırılmış bir portföyün standart sapması aşağıdaki formüle göre bulunacaktır:

$C_{varlık(i)}$, (i)'nci zaman periyodundaki varlıkla ağırlıklandırılmış portföyün getirisini temsil ederken; (n) çalışmadaki dönem adedir.

Beta katsayısı ise portföy grubunun getirisinin ölçüt getirisine karşısındaki duyarlılığını ölçmektedir. Sharpe

ölçütü toplam değişkenlik ölçütünü kullanmakta olup, yatırımcıların pazarlanabilir varlıklarını içeren değerlenmiş bir portföyde uygulanması durumunda, kullanışlı bir performans ölçüm yöntemidir. Treynor ölçütü ise, risk ölçütü olarak portföyün ortalama betasını kullanmakta olup, portföyün büyük bir yatırım fonundan oluşması durumunda kısmen yararlıdır. Sharpe veya Treynor yöntemlerinin karşılaştırmada esas alınması için; hem portföy, hem de karşılaştırma ölçütünde risk ölçümlerinin Sharpe veya Treynor yöntemleri ile eşanlı olarak kullanması gereklidir (AIMR.1997:90-95). Riskle düzeltilmiş getiri ölçütlerinin teorik bazda önemli sorunları bulunmakla birlikte, esas olan aynı kısıtlar altında yatırımcıya mutlak/görel risk ve riskle düzeltilmiş getiri kavramlarının da yardımıyla karşılaştırılabilir kümeler için yatırımın getirisi ve riskinin objektif olarak değerlendirilmesi imkanının sunulmasıdır.

AIMR/PPS standartları her bir portföy grubu getirisine ilişkin yayılmanın açıklanmasını öngörmektedir. Standartlarda gerek eşit ve gerekse varlıkla ağırlıklandırılmış portföy grupları için uygun yayılma ölçüsü olarak standart sapmanın kullanılması tavsiye edilmektedir. Buna ilaveten yüksek-düşük portföy getirisi istatistiği yöntemi ile, firmanın kabul edeceği diğer

yöntemler de uygulanabilir. Bir dağılım ölçütünde bulunması gereken özellikler aşağıdaki gibidir: ölçüt firmaya avantaj sağlayacak şekilde kullanılmamalıdır, ölçütün yorumlanması kolay olmalıdır ve farklı büyüklüklerdeki portföylerde kullanılması mümkün olmalıdır (AIMR.1997:97-100).

II.4. Bono Performansının Ölçülmesi

Sabit getirili menkul kıymetlerden oluşan portföyün performans analizi yatırımcıya tarihi bir veri sunmaktadır. Hisse senetlerinde olduğu gibi sabit getirili araçlarda da geçmiş dönem performansının gelecek dönemde de aynen süreceği beklenmemelidir. Ancak, geçmiş performansa etki eden iç(portföy karakteristiği) ve dış(piyasa koşulları) koşullara benzer koşulların mevcudiyeti durumunda yatırımcıya olası sonuçlar hakkında önemli bir fikir verebilir (Fabozzi; Pollack.1987:488-499).

ABD'de 1970'lerin başında bono piyasasında faiz oranlarının istikrarlı olması ve bono portföylerinin aktif yönetiminden pasif yönetime nisbeten küçük kazançların elde edilmesi sonucunda, yöneticiler al ve tut strajesine yönelmiştir. Ancak 1970'li yılların ortaları ve 1980'li yıllarda faiz oranları ile birlikte volatilitenin de artması sonucunda

bono yöneticilerinin aktif yönetim ile portföy kazançlarını artırdığı ve kazançlar arasındaki dağılımın 1970'li yılların başındaki durumun aksine arttığı görülmüştür. Bono portföylerinin performanslarındaki söz konusu farklılıklar sonucunda, yatırımcı bono portföyünü yöneten yöneticinin reel performansını test etmek istemiştir (Reilly.1992:629). Bono portföylerinde riske dayalı performans ölçümlerinin kullanılması hisse senetlerine oranla yenidir.

Sabit getirili menkul kıymetler için riske dayalı başlıca performans ölçütleri risk birimi başına getiri, farklı getiri, toplam getirinin bileşenlerine ayrılması ve Fong, Pearsan ve Vasieck yöntemleridir. Diğer yandan bonodan oluşan portföyün riskini ölçmede kullanılan standart sapma(piyasa doğrusu analizinde), süre ve beta yöntemlerinden ilk ikisi riskle düzeltilmiş getirinin ölçülmesinde de kullanılmaktadır. Diğer yandan bono portföyünün performansının ölçülmesinde hisse senedi performansının ölçülmesinde kullanılan alfa yönteminin kullanılması tavsiye edilmemektedir.

Bonodan oluşan portföyler için risk birimi başına fazla getiri için aşağıdaki formül kullanılmaktadır.

$$\text{Risk birimi başına fazla getiri}=(r_p-r_f/D_p-D_m)$$

Formülde yer alan "rp" p portföyünün getirisini, "rf" risksiz getiri oranını ve "Dp-Dm" ise bono portföyü süresinin piyasa süresine oranını göstermektedir.

II.5. Portföy Performansının Ölçümünde Özellik Arzeden Durumlar

II.5.1. Portföy Gruplarının Performanslarının Hesaplanması

Portföy grubu, benzer yatırım amaçları/stratejileri bulunan ve bireysel portföyleri biraraya getiren büyük portföylerdir. Portföy grubu getirisi, oluşturulan grubun merkezi eğilimi çerçevesinde grup performansını tek bir değer olarak ölçer. Aşağıda kısaca, oluşturulan portföy grupları vasıtasıyla getiri sonuçlarının tek bir değer olarak sunulmasına ilişkin(grup getirilerinin raporlamasında "uzman portföy" sunumu grup getirisinin tek bir değer olarak sunulması anlamına gelmektedir) çeşitli yöntemler incelenmektedir.

Eşit ağırlıklandırılmış getiri(Basit Ortalama) yönteminde, büyüklükleri dikkate alınmaksızın portföyde yer alan bütün portföyler grup getirisine eşit oranda katkıda bulunmaktadır. Ancak, bütün portföylerin piyasa değerlerinin veya getirilerinin birbirine eşit olması çok nadirdir. Basit ortalama ve risk ölçütü olarak da standart

sapma, portföy yöneticisine portföy ölçeğini ihmal ederek performansı izleme olanağını sunmaktadır. AIMR/PPS standartları bu yöntemin ilave bilgi sunulması kaydıyla kullanımını uygun görmektedir.

Değerle Ağırlıklandırılmış Getiri(Market-Value-Weighted Average) yöntemi AIMR/PPS standartlarının esas aldığı yöntemdir. Bir örnekle açıklamak gerekirse; portföy grubunun, biri diğerinden on kat daha büyük piyasa değerine sahip iki portföyden oluştuğunu varsayalım. Daha büyük portföy getirisi, portföy grubunun getiri oranı üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olacaktır. Varlıkla ağırlıklandırılmış getiri yöntemi, portföy getirilerini grup getirisine yaptıkları katkıya göre ağırlıklandırarak, grubun tek bir portföy gibi işlem görmesi durumunda tek bir getiri ile temsil edilmesini sağlamaktadır.¹⁷ Varlıkla

¹⁷ Diğer bir yöntem olan Varlıkla Ağırlıklandırılmış ve Nakit Akımı İle Ağırlıklandırılmış Getiri yöntemi varlıkla ağırlıklandırılmış getiri yöntemini bir adım ileriye taşımakta olup, nakit akımlarının varlık ağırlıklandırması ve piyasa değerlemesi üzerindeki olumsuz etkilerini gidermeyi amaçlamaktadır. Performans ölçüm döneminin ilk gününde grupta yer alan birinci portföye yönelik nakit akımının sonucu olarak birinin piyasa değeri diğerinin iki katı olan iki portföyden oluşan bir portföy grubu olduğunu düşünelim. Varlıkla ağırlıklandırılmış yöntemde portföy grubu performans döneminin ilk gününde portföyleri başlangıç değerleri üzerindeki nakit akımının katkısını dikkate almaksızın ağırlıklandırma yapacaktır. Ancak söz konusu yöntem ile nakit akımlarının portföylerin ağırlıklandırılması ve piyasa değerlerinin doğru olarak belirlenmesi üzerinde neden olduğu çarpıtıcı etkiler giderilebilmektedir. AIMR konuya ilişkin bir yorumunda bu yöntem ile daha gerçekçi bir değerlemenin mümkün olduğunu ifade etmektedir.

ağırlıklandırılmış portföy grubu getirisi aşağıdaki formüle göre hesaplanabilir.

$$C_{\text{varlık}} = \frac{\sum(MVBi * Ri)}{MVB_{\text{toplam}}}$$

MVBi, (i) portföyünün ölçüm döneminin başındaki piyasa değeri; Ri, (i) portföyünün getiri oranı ve MVB_{toplam}'da grupta yer alan bütün portföylerin dönem başındaki piyasa değeri toplamıdır. Standartlara göre, grup getirilerinin aylık bazda hesaplanması tercih edilmekle birlikte, getirilerin en azından üç ayda bir hesaplanması gereklidir.¹⁸

Diğer yandan yukarıda bahsedilen bütün performans hesaplamalarında esas alınacak değerlendirilmiş veriler, değerlendirme gününde ilgili varlığın satılması durumunda elde edilecek değer tahmin edilmesi esasına dayalı olarak üretilmelidir. Sıklıkla işlem gören menkul kıymetlerde değerlendirme açısından sorun bulunmamakla

¹⁸ Grup getirileri aylık olarak hesaplanırsa aşağıdaki formülle getiriler arasında üç aylık bazda geometrik bağlantı tesis edilir: $C_{qt} = (1 + C_{mo1})(1 + C_{mo2})(1 + C_{mo3}) - 1$ formülde yer alan C_{qt} ; portföy grubunun üç aylık getirisi; $C_{mo1}, C_{mo2}, C_{mo3}$ 'de portföy grubunun 1,2 ve 3'üncü aylardaki getirileridir. Üç aylık getiriler kullanılarak grubun yıllık getirileri de aşağıdaki formülle hesaplanabilir: $C_y = (1 + C_{q1})(1 + C_{q2})(1 + C_{q3})(1 + C_{q4}) - 1$ formülde yer alan $C_{q1}, C_{q2}, C_{q3}, C_{q4}$ grubun ilgili üç aylardaki getirileridir.

birlikte, daha az işlem gören menkul kıymetlerde firmanın sürekli olarak uygulanabilir bir değerlendirme yöntemi kullanması gereklidir. Aynı zamanda AIMR/PPS standartları nakit akımları ve piyasa hareketlerinin performans üzerinde maddi sapmalar doğurması durumunda portföyün yeniden değerlendirilmesini de tavsiye etmektedir. Buna göre portföyün piyasa değerinin %10'undan fazla nakit akımının olması maddi sapma olarak kabul edilmektedir.

II.5.2. Kaldıraç Etkisinden Yararlanan Portföyler

Kaldıraç, muhasebede borçla finansman anlamına gelirken; iktisatçılar ve muhtemelen portföy yöneticileri için, kaldıraç etkisini kullanmayan ölçüt portföye göre geliri artırıcı sonuçlar doğuran ilave yatırım davranışlarının tamamına verilen addır. Kaldıraç etkisini kullanan portföyler, aynı yatırım stratejisine sahip olunması kaydıyla, kaldıraç kullanmayan portföyler ile aynı portföy grubu içinde değerlendirilmelidir. Örneğin, temel analiz yönteminden hareketle portföyünde aynı oranda hisse senedi bulunduran iki portföyden biri aynı orana sürekli kredili işlem yaparak ulaşırken, diğeri nakit alımlarla ulaşıyorsa iki portföyde aynı grupta değerlendirilmelidir. Ancak kaldıraç etkisini kullanan portföyde yöneticinin

yatırım kararlarını ve davranışlarını kısıtlayan engellerin bulunması durumunda(ne zaman ve hangi oranda kredili işlem yapılacağıının müşteri talimatı ile belirlenmesi gibi) kaldıraç kullanan portföyün farklı yatırım stratejisine sahip olması nedeniyle ayrı bir grupta değerlendirilmesi ve raporlanması gereklidir.¹⁹ AIMR/PPS standartlarına göre, performans sunumu yapan firmanın getiri hesabı ve sunumunda kaldıraç etkisinin(aynı fiyattaki menkul kıymetin nakit yerine kredili olarak alınmasında olduğu gibi) tespit edilmesi amacıyla nakit getiri kuralının kullanılması gerekmektedir (AIMR.1997:32). Nakit getiri kuralı(all-cash return) kredi ile alınan menkul kıymetlerin, aynı fiyat üzerinden nakit olarak alındığının varsayılmasından hareketle getirisinin ölçülmesi esasına dayanmaktadır. Eğer kaldıraç etkisi açıkça belirlenebiliyorsa(kredili hisse senedi alınması,tamamı ile yatırım yapılmış bir hesaba future alınması gibi) ve strateji, menkul kıymetler piyasasında portföyde yeterince nakit olmamasına karşın uygulanabiliyorsa, hesaplamalar nakit

¹⁹ AIMR konuya ilişkin bir yorumunda sunumda geçerli olan temel prensiplerin(tam açıklama ve dürüst sunum) gerektirmesi durumunda kaldıraç kimin(yönetici veya müşteri) iradesine bağlı olarak ortaya çıktığına ilişkin açıklama yapılması gerektiği; diğer bir yorumda ise, menkul kıymet alımı nakit olarak yapılmakla birlikte faiz alınmadığı halde nakdin taksitle tahsil edilmesi durumunda müşterinin fiyat hareketlerinden korunmasına dayalı vadeli bir sözleşme yapıldığı dikkate alınarak konuya ilişkin açıklama yapılması gerektiği ifade edilmiştir (AIMR.1997:54-55).

getiri bazında yapılmalı ve kaldıraçın etkisi de performans hesabına dahil edilmelidir.²⁰

Türev araçlardan kaynaklanan gelir artışı, toplam fon getirisi ile türev araçlar olmaksızın geriye kalan fon getirisi arasındaki farka eşit olacaktır. Gelirdeki türev araç kaynaklı kaldıraç etkisine bağlı olarak ortaya çıkan artışı iki yöntemle ölçmek mümkündür: portföye ilişkin verilerden ilave gelir artışının türev araçlardan kaynaklandığının tespit edilmesi veya söz konusu hesaplamanın teyidi amacıyla işleme ilişkin üçüncü taraf verilerinin hesaplamaya konu edilmesi.

$$\text{Rac}=(\text{MVE}+\text{Kredi Faizi})/\text{MVB}$$

²⁰ Örnek 1; müşteri broker'dan aldığı 250.000 USD ile 1.000.000 USD varlığa sahip olmuşsa firmanın toplam varlıklarına 1.000.000 USD ilave edilmelidir. Örnek 2; firma müşterisinin sahip olduğu 100 milyon USD'lık portföye talimatla varlık tutarının yarısı kadar S&P 500 vadeli işlem kontratı satın alırsa nakit getiri hesabına baz alınacak firma varlığı 150 milyon USD olacaktır. Örnek 3; Müşterinin hesabında 5.000 USD olmasına karşılık firma aynı fiyattaki menkul kıymetten 10.000 USD'lık alım yapmıştır. Gerek yapılan işlemin mahiyeti, gerekse de işlem için tutulan muhasebe kayıtları işlemin açıkça kaldıraç kullandığını göstereceği için firma varlığı 10.000 USD olarak kabul edilecektir. Örnek 4; Firmanın 10 milyon USD'lık S&P endeks fon ve yine aynı tutarda S&P 500 hisse senedi endeksi vadeli işlem kontratı satın aldığını varsayalım. Söz konusu operasyonda elde edilen gelirdeki artışın kaynağı değerlendirildiğinde, kaynağın türev araçlardan kaynaklandığı tespit edilecektir. Örnekte hisse senedi yönetimi yanında varlık dağıtımı, piyasa zamanlaması, korunma gibi stratejik amaçlarla yapılan türev araca dayalı işlem son tahlilde gelir artışının kaynağını oluşturacaktır. Bu nedenle nakit getiri esasına göre portföyün değeri 20 milyon USD olarak kabul edilecektir (AIMR.1997:117-120).

Formülde yer alan MVE, performans dönemi sonunda portföyde yer alan varlıkların toplam piyasa değerini; MVB, varlıkların dönem başındaki piyasa değerini ve kredi faizi de nakit esastan hareketle toplam varlık değerine ilave edilen ve alınan kredi karşılığında dönem boyunca ödenen faiz tutarını göstermektedir.

Getiri sonuçlarının sunumuna ilişkin AIMR/PPS standartları gereğince, firmalar kaldıraç ve/veya türev araçlar ile ilgili ilkelerini ve risk-getiri paternlerini mevcut ve potansiyel müşterilerine gerekli ayrıntı ile açıklamak zorundadırlar.

II.5.3. Performans Sunumunda Vergi Etkisi

Kullanılmakta olan muhasebe programları ve portföy yönetimi yazılımlarının çoğu, yöneticilere vergi sonrası performans sunumuna ilişkin yeterli hesaplama veya yorumlama alt yapısını üretememektedir. Bu nedenle mevcut standartlar vergi etkisi sonrası performans sunumunu zorunlu kılmamış sadece tavsiye etmiştir. Yatırımcıların teknik bilgisinin ilerlemesi ve vergi sonrası performans verilerini talep etmesi durumunda, portföy yöneticileri de bu talebe yönelik muhasebe ve portföy yönetimi sistemleri üzerinde çalışma gereği duyacaktır.

Vergi sonrası performans sonuçlarının sunulmasında gelir ve realize edilen sermaye kazançları üzerinden alınan vergiler olmak üzere başlıca iki vergi grubu bulunmaktadır. Vergi uygulaması ancak vergiyi doğuran olayın meydana gelmesi durumunda ve maksimum vergi oranları dikkate alınarak uygulanmalıdır. Aşağıda, mevcut müşterinin portföyü için vergi öncesi ve vergi sonrası performansa ilişkin temel eşitlikler verilmektedir.

Realize Edilmiş Kazançlar+Realize Edilmemiş
Kazançlardaki Artış+Vergilendirilebilir
Gelir+Vergiden Muaf Kazanç

Vergi Öncesi Performans = -----

Başlangıç Varlık Değeri

Realize Edilmiş Kazançlar(1-Sermaye
Kazancı Vergi Oranı)+Realize Edilmemiş
Kazançlardaki Artış + Vergilendirilebilir
Gelir(1-Gelir Vergisi Oranı)+Vergiden Muaf
Kazanç

Vergi Sonrası Performans = -----

Başlangıç Varlık Değeri

Vergi Sonrası Performans eşitliğinin payında yer alan değerlerin toplamı, performans dönemi boyunca

portföyde oluşan toplam değer artışından vergi etkisinin arındırılması sonucu bulunan net değeri temsil etmektedir. Vergi sonrası performansın karşılaştırılacağı karşılaştırma ölçütünün de performans verisinin elde edilme biçimine göre üretilmesi gereklidir. Vergi sonrası performansın karşılaştırma ölçütünden elde edilen gelirin de gelir türleri itibarı ile maksimum vergi oranları kadar azaltılması gereklidir.

AIMR/PPS standartları, potansiyel müşteriler için vergisel açıdan brüt performans verilerinin sunulmasını tavsiye etmektedir. Potansiyel müşteriler sunulan bu veriler üzerinden kendilerinin spesifik vergi durumlarına göre vergi giderlerini tahmin edebilirler. Aynı zamanda vergi sonrası performans sunumunun karmaşıklığı mevcut kısıtlar dikkate alındığında anlamlı ve karşılaştırılmaya elverişli sonuçlar vermeyebilir. Ancak vergi öncesi sunumun potansiyel müşteri açısından sakıncası, portföy yöneticisinin müşterinin muhtemel vergi yükümlülüklerini karşılanması sonrasındaki başarımını ve izlenen yatırım stratejisinin doğruluğunun test edilmesini önlemesidir.

II.5.4. Brüt/Net Performans

AIMR/PPS standartları, esas olarak getiriden yönetim ücretlerinin ve diğer bütün giderlerin indirim

konusu yapılmadığı brüt performans sonuçlarının karşılaştırmalarda kullanılmasını öngörmektedir. Mevcut yasal düzenlemeler nedeniyle net performansın hesaplanması durumunda firmalar, hesaplama yöntemi ile birlikte ücret cetvelini ve potansiyel müşterinin brüt performansını hesaplamasına yardımcı olacak ortalama ücret tarifelerini de açıklamak zorundadırlar. Brüt performans sonuçlarının kullanılmasına ilişkin tavsiye, firma ücretlerinin ölçeğe göre değişmesi ve ücretlerin pazarlıkla belirlenmesi nedenleriyle sunulan verilerin potansiyel müşteri bazında gerçekçi olmayabileceğine dayanmaktadır. Net performansın ölçüldüğü portföyün performans verileri, daha büyük veya daha küçük bir portföye sahip potansiyel müşteri için yeterince aydınlatıcı olmayacaktır. Portföy performansının yönetim masrafları düşülmeden önceki haliyle, ancak ücret cetveli ile birlikte sunulması potansiyel müşteri açısından daha yararlı olacaktır. Gerek brüt, gerekse de net performansın hesaplama döneminde nakit akımı olmadığı varsayımına göre aşağıdaki formülle hesaplanması mümkündür;

$$R_{\text{topl}} = \frac{MV_i - MV_{\text{başlangıç}}}{MV_{\text{başlangıç}}}$$

Formülde yer alan (MVi), toplam getirinin brüt veya net olarak hesaplanmış olmasına bağlı olarak hesaplama döneminin sonundaki gayri safi veya safi(portföy yönetimine ilişkin bütün masrafların düşüldüğü değer) portföy değerini; (MVbaşlangıç), hesaplama döneminin başındaki portföy değerini ve (Rtoplam)'da esas alınan performans ölçütüne göre toplam getiriyi ölçmektedir (AIMR.1997:72-76).

Diğer yandan, Standartlar firmanın kontrolünde bulunan işlem ve diğer gider masraflarının (SEC giderleri, komisyonlar vb.) performans hesaplamasında indirilmesi gerektiğini ifade etmektedir (AIMR.1997:53-54).

II.5.5. Performans Hesabında Nakdin Dağıtımı

Genel Kavram; Herhangi bir portföyün performansının hesaplanmasında, nakit, nakit eşdeğerleri ve bunları ikame eden varlıkların dikkate alınması gereklidir. Nakit dağıtımı raporlama döneminin başında yapılmalıdır. Uygulama yapılırken nakit dağıtımı kararının ex-ante(dönem başında) olmasına, uygun ve temsil kabiliyeti olan testlere elverişli olmasına ve denetçinin nakit dağıtımına ilişkin kararın zamanlamasını ölçmesine imkan vermesine dikkat edilmelidir. Yöneticinin bu amaçları kapsayan bir nakit dağıtımı yöntemini uygulaması

gereklidir. AIMR/PPS standartları, çoklu varlık gruplarındaki alt varlık grubu getirileri için her bir raporlama döneminin başında nakdin dağıtılabilmesi için, söz konusu alt varlık grubu getirilerinin gruptan ayrı olarak sunulması veya söz konusu getirilerin tekil bir varlık grubunun parçası olması gerektiğini ifade etmektedir. Standartlar ile bu noktada amaçlanan husus firmanın alt grubu idare edebilme yeteneğinin ölçülmesidir.

Birden Fazla Varlık Grubunu İçeren Portföylerde Nakdin Dağıtımı; Standartlara göre; birden fazla varlık grubunu içeren portföylerden, üzerinde firmanın tam kontrolünün bulunmadığı portföyler çoklu varlık portföylerine (multiple asset portfolios), firmanın kontrolünde bulunanlar (varlık bileşimini değiştirme yetkisi) ise varlık bileşimine göre niteliğine uygun olan karma portföylere (balanced portfolio) dahil edilmektedir. Firmanın varlık bileşimini belirleme konusunda üzerinde yetkili olduğu portföyün toplam geliri, portföyün ilgili olduğu grubun toplam gelirinə dahil edilir.

Eğer firma varlık bileşimi üzerinde (dolayısıyla alt varlık gruplarının portföydeki oranları üzerinde) kontrol yetkisine sahip değilse, her alt bölümde yer alan ve varlık grubu içinde değerlendirilememiş (arta kalan) nakit tutarları

varlık olarak kabul edilerek portföy grubu içinde değerlendirilir. Ancak, artık nakit ilgili olduğu varlık grubuna dağıtılmamalıdır. Firmanın alt varlık grubu performansını sunmak istemesi durumunda iki yöntem tercih edilebilir; ilki portföy performansının sunumunda ilave bir bilgi olarak alt varlık grubu performansının da sunulması, ikincisi alt varlık grubunun ayrı bir portföy bünyesine taşınarak performans sunumunun yapılması. İlk yöntemin benimsenmesi durumunda nakit geliri ilgili varlık grubu gelirine dağıtılmazken, ikinci yöntemin benimsenmesi durumunda dağıtım mümkündür (AIMR.1997:32-33,80,100). Alt varlık grubu getirilerinin çoklu varlık grubundan çıkarılarak tek varlık stratejisini uygulayan portföy grubuna dahil edilmesi durumunda, nakit dağıtımı her raporlama döneminin başında yapılmalı ve dağıtım yöntemi açıklanmalıdır.

II.5.6. Uluslararası Portföy Grupları

AIMR/PPS standartları temel ilkeler çerçevesinde firmaların portföy grubu oluşturma konusunda kendi objektif ölçülerini geliştirmesini öngörmektedir. Özellikle birden fazla ülkenin menkul kıymetlerinden oluşan portföy grubu belirlemelerinin açık ve ayrıntılı olması

gerekmektedir. Aşağıda uluslararası portföylerden portföy grubu oluşturulmasına ilişkin örnekler yer almaktadır;

Farklı Karşılaştırma Ölçütleri Olan Portföyler;

Firmalar portföy performansının karşılaştırılmasında kullandıkları endeksleri dikkate alarak uluslararası portföylerini sınıflandırabilirler. Örneğin, MSCI EAFE(Morgan Stanley Capital International Europe/Australia/Far East) endeksi ile, aynı endeksten Japonya çıkarılarak üretilen endeks karşılaştırmada farklı sonuçlar verecektir.

Aynı Karşılaştırma Ölçütüne Göre Farklı Seviyelerde Kısıtları Bulunan Portföyler;

Yatırım sınırlamalarının müşteriden müşteriye farklı ölçülerde ortaya çıkması, uluslararası portföy grubunun bütünüyle homojen portföylerden oluşmasına engel teşkil etmektedir. Bu durumun pratik ve objektif çözümü gruba dahil portföylerin üzerindeki kısıtlamaların düzeyini tam olarak belirleyebilmektir. Örneğin, global yatırım amacına sahip olan fakat karşılaştırma ölçütünün ölçüme dahil ettiği grubun %5'ini kapsamayacak şekilde bir veya iki küçük ülkenin hisse senetlerine yatırım yapmama kısıtı olan bir portföyün, benzer kısıtı olan portföylerle birlikte bir grup

oluşturarak performans karşılaştırmasına konu edilmesi gereklidir.

Varlıklarının Önemli Bir Kısmı Karşılaştırma Ölçütünün İçerdiği Ülkelerin Varlıklarından Oluşmamış Portföyler: Portföyün önemli bir kısmı örneğimizde karşılaştırma ölçütü olan EAFE endeksinin kapsadığı ülkelerin dışında kalan ve gelişmekte olan ülkelerin varlıklarından oluşan bir portföyün endeks dışı ülkelerinin performans karşılaştırmasında ayrı bir portföyde değerlendirilmesi uygun olacaktır.

Korunma veya Politikalardaki Değişiklikler: Portföyde yüksek oranda hedging kullanılması ve maddi olarak diğer portföylerden farklı risk yapıları bulunan portföylerin, ayrı bir portföy grubu içinde değerlendirilmesi uygun olacaktır.

Açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, uluslararası portföy gruplarının oluşturulması konusunda mutlak kurallar belirlenmemekle birlikte firmalar, temel ilkeler(yatırım yönetimi stili/stratejisi, varlık sınıfları,risk karakteristikleri,yatırım yönetiminin kontrolü,müşterinin özellikleri),karşılaştırma ölçütünün temsil yeteneği, portföydeki ülke ağırlıkları vb. unsurlardan hareketle kendi ölçütlerini geliştirecektir.

III. Portföy Performansının Ölçülmesi ve Sunulmasına İlişkin AIMR Standartları

3.1. AIMR ve CESPIC

The Association for Investment Management and Research(AIMR) 1990 yılında Financial Analysts Federation(FAF)²¹ ve Institute of Chartered Financial Analysts(ICFA)²² isimli meslek kuruluşlarının birleşmesi ile ABD’de kurulmuş, global nitelikli ve kar amacı gütmeyen öz düzenleyici bir kuruluştur. AIMR, yatırım analistlerini, portföy yöneticilerini ve yatırım için karar verme sürecine iştirak eden diğer kuruluşları, yatırım yönetimi şirketlerini(investment management firms), bankaları, broker-dealerları, yatırım danışmanlarını, yatırım şirketlerini ve sigorta şirketlerini kapsayacak şekilde örgütlenmiş profesyonel bir organizasyondur (AIMR.1996:vi). AIMR'in 80.000 üye ve üye adayı bulunmakta olup (Knutson;Napolitano.1998:170); 1996 yılında National Investor Relations Institute tarafından yayınlanan bir rapora göre, bahsedilen yılda AIMR'in üye ve üye adaylarının yönettiği fon tutarı 6 trilyon doların

²¹ 1947 yılında ABD’de yatırım profesyonellerine hizmet vermek amacıyla kurulmuştur.

²² 1959 yılında yeminli(chartered) mali analist adaylarının sınav edilerek, söz konusu unvanın verilmesi prosedürünün takibi amacıyla kurulmuştur. FAF gibi AIMR örgütlenmesi içinde özgül görevleri bulunmaktadır.

üzerindedir. AIMR'in temel amacı yatırım endüstrisinde yüksek ahlaki ve mesleki standartların geliştirilmesi ve sermaye piyasalarında dürüst işlem yapılmasının desteklenmesidir.²³ Bu çerçevede, "The Code of Ethics and The Standards of Professional Conduct" (CESPC) AIMR'in mesleki davranışlara ilişkin kurallarını içermektedir. İngiltere ve Japonya başta olmak üzere dünyada da ilgi uyandıran söz konusu kural ve standartlar ile üye ve adaylara çeşitli konularda yüksek derecede sorumluluklar getirilmiştir. AIMR, "**investor bill of rights**" olarak gördüğü söz konusu kural ve standartların, uluslararası alanda birörnek olarak uygulanan kurallara dönüşmesi için çaba göstermektedir. Sermaye piyasaları geliştikçe bu piyasada yatırım yapmak daha sofistike bir uğraş haline gelmekte ve yatırım profesyonellerinin tavsiye ve rehberliğine daha fazla ihtiyaç duyulmaktadır. Farklı

²³ AIMR'e göre, ahlaki kurallara uygun ve ustaca çalışan bir yatırım endüstrisi, hem profesyonel tavsiyeye ve yönetim hizmetine güvenen yatırımcıların hem de mesleki davranışlarında dürüst davranan yatırım yöneticilerinin yararınadır. Bu çerçevede AIMR'in birincil amacı ahlaki ve mesleki davranışlar alanının düzenlenmesidir. Bu itibarla, AIMR'in temel hedefleri aşağıdaki gibidir; Yüksek ahlaki ve mesleki davranış kurallarının uygulanmasının dünya çapında teşvik edilmesi, Global ahlaki kurallar ve mesleki davranış standartlarının geliştirilmesine liderlik edilmesi, Üyelerin kural ve standartlara aykırı davranışlarına yaptırım uygulanması, Kural ve standartların nasıl uygulandığının günlük gazetelerde gösterilmesi, Üyelere ahlaki davranış konusunda eğitim verilmesi, Bütün yatırım yönetimi ve araştırması örgütlerinde kural ve standartların kullanılmasını teşvik ederek yatırım mesleğinde ahlaki uyanışın artırılması (AIMR.1996:1).

ülkelerin yatırım yöneticilerinin davranışlarına yön veren CESPC'in yatırım profesyonellerinin uyması için genel kabul gördüğü söylenebilecek 4 temel ilkesinin bulunduğu görülmektedir. Bunlar doğruluk ve dürüstlük konusunda yüksek standartların belirlenmesi; mevcut ve gelecekteki müşteriler, halk, çalışan ve işverenler, yatırım profesyonelleri ile olan ilişkilerde ahlaklı davranılması ve gereken dikkat ve özenin gösterilmesi, kendine yeterliliğin tesisi ve sürdürülmesi için sürekli çaba gösterilmesi, müşterinin çıkarlarının daima ön planda tutulması (Caccese.1997:11).²⁴ Bir düşünceye göre, ahlak dışı(unethical) davranışlar yatırımcı psikolojisi üzerinde olumsuz etkiler yapmakta olup, yatırımcının finansal piyasalara duyduğu güvenin ve risk alıcı davranışlarının azalmasına neden olmaktadır (Brockman; Brooks.1998:81-85).

1990 yılında AIMR'in Performans Sunuş Standartları Komitesi (Committee for Performance Presentation Standards/CPPS) tarafından performans

²⁴ Aynı makalede sermaye piyasasına yatırım yöneticisi olarak girmenin herkese açık ve kolay olduğu ifade edilerek girişleri zorlaştırmak (high barriers to entry) ve ahlaki erozyonu önlemek için; sadece yüksek ahlaki nitelikleri olan kişilerin yatırım profesyoneli olabilmesi, AIMR üyeliğine kabul edilebilmek için ahlaki bir sınavdan geçilmesi, yatırım profesyonellerinin sürekli eğitime tabi tutulması ve piyasada ahlaki

sunumuna ilişkin olarak hazırlanan ve yatırım yöneticilerine tavsiye niteliğindeki çalışmadan sonra²⁵, halen geçerli CESPÇ'in VB bölümündeki iki madde performans sunumuna ayrılmıştır. Dolayısıyla, performans sunumu ile ilgili olarak CESPÇ'de müşterilerin doğru bilgilendirilmesine ilişkin genel düzenlemelerle yetinilmemiş, ilave düzenlemelere ihtiyaç duyulmuştur. Buna ilaveten çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ayrıntılı olarak inceleyeceğimiz CESPÇ'nin dışında geliştirilen AIMR Performans Sunum Standartları(Performance Presentation Standards/PPS) ve AIMR Global Performans Sunum Standartları(Global Performance Presentation Standards/GPPS) dikkate alındığında, performans sunumu ile ilgili yapılan çalışmaların hangi boyutlara ulaştığı ve söz konusu standartlara verilen önem daha iyi anlaşılmaktadır. Bu noktada söz konusu

davranışın tesis edilmesi için yaptırım uygulanmasının faydalı olacağı ifade edilmektedir.

²⁵ Söz konusu çalışma ile ilgili AIMR yönetim kurulu notunda kurul "Yatırım danışmanlarının yönettikleri portföylerin performanslarının sunumunda tam kamuyu aydınlatma(full disclosure) ile yükümlü oldukları ve yanıltıcı sunumların CESPÇ düzenlemeleri altında yasaklandığının vurgulanması ile performans sunumlarında tam kamuyu aydınlatma uygulamalarının kullanılmasının teşvik edilmesi gerektiği" görüşlerine yer vermektedir (AIMR.1990:180). Nitekim CESPÇ'nin çalışmanın ilerleyen bölümlerinde incelenen VB kuralının açıklamalarında da, üye veya üye firmanın yatırım performansına ilişkin yanıltıcı açıklamalardan kaçınması ve performansa ilişkin verilerin mevcut ve gelecekteki müşterilere tam olarak açıklanmasının sağlanması amacıyla geliştirildiği ifade edilmektedir.

standartların globalleşme eğilimi kazanmasının altı çizilmelidir.

AIMR tarafından geliştirilen PPS ve GPPS standartları, yatırım yöneticisinin performansı ile ilgili doğru sunum ve tam açıklama ihtiyacının giderilmesine yönelik ahlaki kurallar seti ve rehberidir. Yatırımcıların ve diğer piyasa katılanlarının piyasaya güven duymaları için söz konusu kurallara gerek bulunmaktadır. Bireysel portföyler için (kaynağı meslek örgütlerinin para yönetimine ilişkin ahlaki kaygıları veya sözleşmeden kaynaklanan bir hak olsun) yatırımcının bilgi alma ihtiyacından doğan performans sunumu talebi, kamusal düzlemde kendi portföyü dışındaki portföylerin performans sonuçları hakkında bilgi sahibi olma ihtiyacına dönüşmektedir. Bu tabii saikin tatmini ancak, karşılaştırılması mümkün farklı ilgili şirket veya diğer şirketlere ait portföy gruplarının performans sonuçlarının kamuya ilan edilmesi ile mümkündür. Ülkemiz yazılı basınında sıklıkla karşılaşılan hisse senetlerinin ve fon performansı sonuçlarının karşılaştırılması, performans sonuçlarının sunumuna yönelik yatırımcı talebinin açık göstergesidir.

Bireysel portföyler için yapılacak performans sunumu, yatırımcının performans sonuçlarını

değerlendirme sonrası geliştireceği davranışa(karar verme süreci) dolayısıyla piyasa talebi ve fiyatlarına etki edecektir. Bu noktada konunun etik boyutu ortaya çıkmaktadır. Yukarıda bahsedilen nedenlerle performans ölçümünün dürüst olarak yapılması ve ilgili/ilgililere zamanında bildirilmesi gerekli olup, konuyla ilgili yanıltıcı ve gerçek dışı yönlendirmelerin olması durumunda sorumluğa paralel olarak ağır yaptırımlar getirilmelidir. Müşterilerinin varlıkları üzerinde muhafaza etme ve yönetme yetkileri bulunan AIMR üyesi para yöneticilerinin, itimada müstenit sorumluluğu bulunmaktadır.²⁶

²⁶ İtimada müstenit sorumluluk(fiduciary duty) başkasının çıkarının en uygun koşullarda korunması için basiretli olarak çalışma esasına dayanmaktadır. Kavram gereğince kendisine güvenilen şahsın güven ve gizlilik ilkelerine riayet ederek, ortalama bir kişiye göre yüksek derecede dikkat ve bilgi sahibi olması gerekmektedir. İtimada müstenit sorumluluk kavramının portföy yönetimi alanında gelişmesinde Basiretli Yatırımcı Kuralı(Prudent Investor Rule) ve bu kuralın da gelişmesine Basiretli Adam Kuralı(Prudent Man Rule) ön ayak olmuştur.

İlk kez ABD'de görülen Harvard v. Amory davasında ortaya atılan Basiretli Adam Kuralı itimada müstenit sorumluluk kavramının gelişmesinde esas teşkil etmiştir. Kavram, varlıkların yönetimi konusunda kendisine güvenilen kişinin varlıkları basiretli bir kimsenin varlıkların yönetiminde göstermesi gereken dikkat ve basiret ölçüsünde yönetmesi gerektiğinin altını çizmektedir. Basiretli bir insanın varlıkları nasıl yönetmesi gerektiği tartışma konusu olmakla birlikte, genel olarak üzerinde birleşilen nokta söz konusu sorumluluğun aşırı riskten kaçınılması, sermayenin korunması ve güvenenin menfaatlerinin en uygun şekilde yönetilmesine yönelik faaliyetlerin yapılmasını ifade etmiştir. Diğer yandan modern portföy teorisinden geniş ölçüde faydalanan Basiretli Yatırımcı Kuralı basiretli adam kuralının modern yorumu olup, portföy yöneticisi olarak güvenilen şahsın şirkete ait bütün portföyün yönetiminde dikkat, ihtiyat, sadakat, özen ve basiretle davranmasını öngörmektedir. Kavram, itimada müstenit sorumluluğun

Çalışmanın takip eden bölümlerinde, performans sunumuna ilişkin olarak CESPC ile getirilen kurallar içinde performans sunumuyla ilgili ve AIMR üye ve adaylarınca uyulması zorunlu kurallar incelendikten sonra; PPS ve GPPS ile geliştirilen uyulması ihtiyari olan kurallar ve

sınırlarının belirlenmesinde esaslı rol oynamakta olup, merkezi önemi risk ve getiri arasındaki karşıt ilişkiye vermektedir. Söz konusu kural çerçevesinde varlıkların yönetimi konusunda kendisine güvenilen şahsın başlıca görevleri itimada dayalı ilişkide temel sorumluluklar olan sadakatli, tarafsız ve ihtiyatlı davranış kurallarına uygun hareket etmek, bütün portföylerin riskinin makul bir seviyede kalmasını sağlamak, risk-getiri ilişkisini(risk ve getiri amaçlarının kendisi için makul ve sürdürülebilir olması gereklidir) merkezi ilgi alanı olarak kabul etmek, güvene dayalı yatırımlarda(trust investments) uygun çeşitlendirmeyi sağlamak, portföy yönetimi ile uğraşacak uzmanın ve denetim firmasının seçiminde basiretli davranmak, işlem maliyetleri konusunda bilinçli davranmaktır. ABD mahkemelerinde portföy yönetimine dayalı olarak ortaya çıkan uyuşmazlıklarda kullanılan kural portföy yöneticisinin sorumluluklarının hukuk nezdinde nasıl değerlendirildiğinin göstermesi bakımından ilgi çekicidir.

Diğer yandan, ABD'de özel sektör çalışanlarının emeklilik planlarını idare etmek üzere hazırlanarak 1974 yılında yürürlüğe giren ERISA(The Employee Retirement Income Security Act) Kanunu'da itimada müstenit sorumluluk hukukunda temel bir kaynak haline gelmiştir. ERISA çerçevesinde faaliyette bulunan ve kendisine itimat edilen kişiler ile ilgili olarak düzenlenen hususlar güvene dayalı olarak diğer alanlarda da yürütülen faaliyetler için rehber niteliğindedir. ERISA'nın düzenlemelerinde itimada dayalı bir ilişkide kendisine güvenilen şahsın davranışlarına mihenk olan artık; ortalama bir kişi veya yatırımcı yerine daha rafine bir ölçü olan "ortalama uzman"dır. ERISA kapsamında faaliyet gösteren uzman içinde yukarıda bahsedilen temel prensipler geçerli olmakla birlikte uzmanın, emeklilik planı için yazılı yatırım politikasını yayınlaması, varlık çeşitlendirmesi planının bulunması, yatırım performansının izlenmesi, yatırım harcamalarının izlenmesi vb. gibi daha komplike sorumlulukları bulunmaktadır. Açıklamalardan da anlaşılacağı üzere portföy performansına etki eden unsurların yönetimi ve performans sunumu çerçevesinde bunlarla ilgili gerekli açıklamaların yapılması sadece mesleki ahlak anlayışından

uygun oldukça AIMR tarafından yapılan yorum ve açıklamalar ile birlikte kuralların altında yatan felsefe incelenecektir.

3.2. CESPÇ VB Kuralı

Münhasıran performans ölçüm ve sunumuna ilişkin olarak getirilen kuralların dışında CESPÇ ile getirilen ve konu ile yakın ilgisi bulunan 1A, 1B, 2B; 4A.1, 4A.3, 4B.1 ve 4B.6 kuralları bulunmaktadır.²⁷ Yatırım sürecine ve

kaynaklanan arayışlar olmakla kalmayıp ABD hukuk düzeninden de himaye görmektedir (AIMR.1996:155-167).

²⁷ CESPÇ'nin Temel Düzenlemeler başlıklı birinci bölümünde yer alan 1A ve 1B kuralları ile üyenin profesyonel faaliyetlerinin hukuki zeminini teşkil eden bütün düzenlemelere uymakla yükümlü olduğu düzenlenmekte ve bunlara aykırı herhangi bir davranışa katılmasını veya yardımcı olunmasını yasaklamaktadır. Mesleki İlişkiler ve Sorumluluklar başlıklı ikinci bölümün mesleki suistimal başlıklı B alt bölümünde üyenin sahtekarlık, hile, dolandırıcılık veya yalan içeren herhangi bir davranışta bulunmaması ve dürüstlük, güvenilirlik veya mesleki ehliyetine olumsuz etkiler yapacak davranışlarda bulunmaması hususları düzenlenmektedir. Mevcut ve Gelecekteki Müşteriler ile İlişkiler ve Sorumluluklar başlıklı dördüncü bölümün A1/a-b alt bölümlerinde ise, yatırım tavsiyeleri ve yatırıma ilişkin davranışlarda bulunulurken gerekli dikkat ve özen gösterilmesi, tavsiye ve yatırım fiilinin inceleme ve araştırma ile makul ve yeterli ölçüde desteklenmesi hususları düzenlenmektedir. 4A.3 alt bölümünde üyelerin yatırım tavsiyeleri veya yatırım davranışlarında bağımsızlık ve nesnelliklerini tesis etmeleri ve sürdürebilmeleri için gerekli özen ve iradeyi göstermeleri düzenlenirken, 4B.1 alt bölümünde üyelerin müşterileri ile olan ilişkilerinde müşterilerin çıkarlarını ön planda tutmaları, itimada müstenit sorumluluğun işletilmesinde gereken özeni göstermeleri ve söz konusu sorumluluğun gereğini yerine getirmeleri hususları düzenlenmektedir. 4B.6 alt bölümünde ise yanlış beyanda bulunulmasına ilişkin yasaklar düzenlenmektedir. Söz konusu düzenleme ile üyelerin firmalarının yapabileceği işler, nitelikleri ve üyenin akademik ve mesleki ehliyetleri konusunda yazılı veya sözlü olarak

portföy yönetimine ilişkin olarak geliştirilen ve müşterinin korunarak, yatırım yönetimi mesleğinin güven telkin etmesini tesise yönelik olan düzenlemeler, bir bütün olarak değerlendirildiğinde, yatırım yönetimine her açıdan kurumsal bir baz geliştirilmeye çalışmaktadır. Nitekim AIMR'in hedefleri arasında yer alan üyelere yaptırım uygulanması da kurumsal bazlı ve dürüst olarak işleyen piyasanın sağlanmasına yönelik meslek içi tedbirlerdir.

Performans sunumuna ilişkin Standart V(B)'nin birinci maddesinde, üyelerin kendilerinin veya firmalarının ulaştığı veya makul surette erişmeyi bekledikleri yatırım performansı konusunda, yazılı veya sözlü olarak yanıltıcı herhangi bir beyanda bulunmamaları gerektiği düzenlenmektedir. İkinci maddede ise, üyenin kendi performansına ilişkin bilgiyi doğrudan veya dolaylı olarak mevcut veya potansiyel müşterisi niteliğindeki bir birey veya firmaya bildirmesi durumunda, her türlü makul çabayı göstererek söz konusu performans bilgisi sunumunu dürüst, doğru ve eksiksiz yapılması gerektiğini düzenlemektedir. Standart V(B), üyeleri mevcut ve gelecekteki müşterilere yatırım performansı ile ilgili olarak tam açıklama yapılması konusunda teşvik etmektedir.

yanıltıcı açıklamalarda bulunması veya yatırım ile ilgili garanti vermesi yasaklanmıştır.

Kurala göre, üyenin bireysel veya karma grup hesapları ile ilgili olarak performans sonuçları çerçevesinde tarihi bilgiler sunması durumunda, sonuçların dürüst ve tam olması gereklidir. Bu nedenle, geçmiş ve beklenen performansın yanıltıcı olarak sunulması ve buna yol açacak kayıtların tesisi yasaklanmış olup, üyelerin yatırım sonuçlarını raporlama konusunda tam açıklama(full disclosure) ve doğru sunumu(fair presentation) amaçlayan ve gönüllü (voluntary)²⁸ kullanıma yönelik olarak geliştirilen PPS'yi kullanmaları teşvik edilmektedir. AIMR'in benimsediği ve uygulanmasını teşvik ettiği PPS'nin, performans sunumu konusunda yatırım endüstrisinde genel kabul görmesi ve bu ortak payda sayesinde yatırım yöneticilerinin doğrudan karşılaştırılabilmelerinin sağlanması amaçlanmaktadır (AIMR.1996:147-149).

²⁸ Dolayısıyla söz konusu standarda uyulması PPS'ye uyulmasını gerektirmemektedir. Ancak performans geçmişinin yanlış sunulması, standartlara uyumlu performans sunumu açıklamasının gerçeklerle bağdaşmaması V(B) kuralı kapsamında kınama, üyeliğin askıya alınması, CFA üyeliğinin iptal edilmesi gibi yaptırımlara konu edilebildiğinden, standartların uygulanması ihtiyari olmakla birlikte yukarıda bahsedilen hususların ortaya çıkması " The Code of Ethics and The Standards of Professional Conduct"deki düzenlemelerin temel amaçlarına aykırı düşmektedir.

3.3. Performans Ölçüm ve Sunumuna İlişkin Olarak AIMR Tarafından PPS ve GPPS ile Getirilen Kurallar

PPS, yatırım yöneticisinin performansının tam olarak açıklanması ve dürüst olarak sunulmasını teminen ilk olarak 1987 yılında yatırım endüstrisinin dikkatine sunulmuştur.²⁹ Aradan geçen zaman içinde yatırım endüstrisinin farklı birimlerinde (bankalar, yatırım şirketleri, yatırım fonları, danışmanlık hizmetleri vb.) elde edilen yatırım sonuçlarının bir standart dahilinde gerek ülke içi, gerekse de global ölçekte karşılaştırılabilmesi ihtiyacını gidermek üzere PPS'ye incelememize konu olan son şekli verilmiştir. AIMR-PPS standartları esas olarak şunları hedeflemektedir; Yatırım yöneticisinin performansının tam olarak açıklanması(full disclosure) ve dürüst olarak sunulması(fair representation), mevcut ve potansiyel müşterilere³⁰ sunulan hizmetlerin artırılması, yatırım

²⁹ PPS'nin bir örnek performans ölçüm ve sunum kistası olarak kullanılmasına yönelik çalışmalar özellikle Kuzey Amerika'da olumlu sonuçlar vermiştir. 1997 yılında yapılan bir ankette ankete katılan para yöneticilerinin %94'ünden fazlasının PPS'ye uyumlu performans çalışmaları yaptıklarını veya yapmayı düşündükleri, plan sponsorlarının önemli bir kısmının ise para yöneticilerinden PPS'ye uygun çalışmalar yapmalarını istediği ve bunların %77'sinin de piyasada söz konusu standartların önemini daha da artacağını düşündükleri belirlenmiştir (Price.1998:10-12).

³⁰ AIMR-PPS standartlarının birincil yararlanıcıları farklı yatırım şirketlerinin performanslarını karşılaştıran potansiyel müşteriler(prospective

sonuçlarının birörnek raporlanması suretiyle yatırım yöneticileri arasında doğrudan karşılaştırmanın tesis edilmesi, yatırım işiyle uğraşanların (investment community) dürüstlük ve ahlaki davranış seviyelerinin geliştirilmesine yardımcı olunması ve profesyonelliğin teşvik edilmesi, endüstride öz-düzenleme kavramının geliştirilmesinin teşvik edilmesi.

Standartlar bir bütün olarak, belli kısıtlar dahilinde performans hesabı ve sunumuna ilişkin esnek bir yöntem önermektedir. Geniş olarak aşağıda da incelendiği üzere belli konular genel düzenlemeye tabi tutulurken³¹, bazı konularda hareket biçimi, müşteriye bireysel/kamusal anlamda bilgilendirme ile ilgili herhangi bir hukuksal metinden kaynaklanan genel prensiplere uymak kaydıyla, kişilere bırakılmıştır.³² Son tahlilde standartlar yöneticinin, performans hesabı ve sunumunun nasıl yapıldığını gönüllü olarak açıklamasını öngörmektedir. Performans

client) ile performans sunumunu yapan şirkette portföyü yönetilen ve yöneticisinin performansını ölçmek isteyen mevcut müşterilerdir.

³¹ Her bir portföyün yatırım amacına göre en az bir grupta yer alması, portföy gruplarının süresi dolmuş portföyleri içermesi, hesaplamalarda realize edilmiş ve edilmemiş kazançları da içeren toplam getirinin kullanılması, zaman ağırlıklı getiri oranının kullanılması, karma portföy gruplarında varlık ağırlıklandırılması, portföylerin en azından 3 ayda bir değerlendirilmesi gibi.

³² Performansın brüt/net olarak hesaplanması, ZAGO içinde nakit akımlarının nasıl değerlendirileceği, varlıkların değerlendirilmesi, hesaplamalarda muhasebe günü/takas günü kullanımı gibi.

sonuçlarının AIMR-PPS standartlarına uygun olarak hazırlanarak sunulmasının yatırımcıya faydaları ise şunlardır; yöneticinin idaresindeki benzer hesaplar için gösterdiği performans ile kendi portföyünde gösterdiği performansın kıyaslanabilmesi, performans ölçüm ve sunumunun süreklilik kazanması, yöneticinin performansının objektif olarak ölçülebilmesi ve standartların farklı yöneticilerin performanslarının karşılaştırılmasında referans teşkil etmesi.

PPS, yatırım endüstrisi nezdinde kabul görmüş ve kullanışlı bulunmuştur. Diğer yandan PPS'nin ilan edilmesi sonrasında mali alanda hız kazanan globalleşme eğiliminin bir sonucu olarak gerek yatırımcılar, gerekse de yöneticiler yatırım performansının global bir standart dahilinde hesaplanması, raporlanması ve sunulması ihtiyacını göstermişlerdir. İşte 1995 yılında yatırım performansı sunumunun dünya ölçeğinde standardize edilmesi amacıyla yönelik olarak AIMR bünyesinde GIPS(Global Investment Performance Standards Committee) kurulmuştur (Price.1998:10-12).³³ Komite

³³ Aynı makalede, performans sunumlarında GIPS ile global ölçekte dürüst sunum ve tam açıklamanın sağlanmasının hedeflendiği ifade edilmektedir. Komitenin özgül amaçları ise; yatırım performansının hesabı ve sunumuna yönelik global ölçekte kabul görececek standartların geliştirilmesi, performans hesabında kullanılacak veri setinin tam ve sürekli olmasının sağlanması, yeni

tarafından geliştirilen GIPS standartları(Global Investment Performance Standards) geniş ölçüde gerek içerik ve gerekse de yöntem olarak PPS standartlarını esas almış olup, uygulanması tıpkı PPS'de olduğu gibi ihtiyaridir ve sadece firma genelinin baz alınması(firmwide basis) ile mümkündür. Yine PPS'de olduğu gibi GIPS'de de konuya ilişkin asgari standartlar sunulmaktadır. Ancak, uluslararası piyasanın ihtiyaçları ve nitelikleri dikkate alınarak belli konularda PPS'den ayrılmıştır.³⁴ GIPS, dünyanın çeşitli yerlerinde yatırım yöneticiliği faaliyetinde bulunan ve performans ölçümü yapan 20 ülke katılımcılarının işbirliği ile geliştirilmiştir.³⁵ GIPS yatırımcıya

firmaların önünü kesmeyecek şekilde yatırım firmalarının eşit bir paydada ve global ölçekte rekabet edebilmelerini teşvik edilmesi ve öz-düzenleme kavramının global ölçekte yaygınlaştırılması olarak ifade edilmektedir.

³⁴ PPS standartlarında firmanın asgari 10 yıllık performans geçmişi bulunması kurala bağlanmışken, GIPS'de bu sınır 5 yıl olarak belirlenmiştir. GIPS gayrimenkul(real estate), iş ortaklığı(venture capital) gibi belli varlık gruplarının performans ölçümünü yapmamaktadır. GIPS kaldıraç kullanımı, wrap-fee account kullanımı ve vergi konularına ilişkin kural getirmemiştir.PPS'de doğrulama düzeyi iki iken GIPS'de birdir. GIPS'de değerlendirme sıklığı, cari nakit akımlarını yansıtan değerlemeler, işlem günü muhasebesi, ölçütler(benchmark) ve tahakkuk muhasebesine ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır (Price. 1998:10-12).

³⁵ Bu ülkeler Brezilya, Şili, Danimarka, Almanya, Hong-Kong, Japonya, Malezya, Hollanda, Yeni Zellanda, İspanya, İsviçre, Tayland, İngiltere ve ABD'dir. Bu amaçla oluşturulan komitenin yarısı AIMR üyesi dahi değildir. **İsviçre, Danimarka, Norveç, Tayland, Avustralya ve Hollanda'nin hazırladığı performans sunum standartları GIPS düzenlemeleri ile paraleldir. Ayrıca Fransa, İngiltere, Yeni Zellanda, Japonya ve Almanya PPS veya GIPS ile mutabık kendi ulusal performans sunum standartlarını hazırlamaktadır (Price.1998:10-12). Diğer yandan Swiss**

globalleşen mali piyasalarda farklı coğrafyalardaki yatırım sonuçlarının veya portföy yöneticisinin performansının ortak bir ölçüt dahilinde değerlendirilmesi imkanını sunarken, aynı ortak ölçü ile performansını ilan eden yatırım yöneticilerinin de dış piyasalara girme imkanını sunmaktadır³⁶.

Performans ölçüm ve sunumuna ilişkin olarak PPS ve GPPS çerçevesinde geliştirilen standartlar, Komite'nin 1990 tarihli raporunda yer alan öneriler ile karşılaştırılmak suretiyle EK/2'de incelenmiş olup ayrıca, AIMR'in standartlara ilişkin yorum ve açıklamaları değerlendirilmiştir. İncelemeler neticesinde ulaşılan sonuçlar sonuç ve öneriler kısmında yer almaktadır.

3.4. Standartlara Uyumun Doğrulanması Süreci

AIMR-PPS standartlarına göre, standartlara farklı seviyelerde³⁷ uyumlu performans sonucu ilan edecek

Bankers Association (SBA) PPS standartlarını tamamı ile benimseyerek İsviçre Performans Sunum Standartlarını 1997 yılında yürürlüğe sokmuştur. SBA sunum standartlarının uygunluk bölümünde standartlara uyumun hem AIMR-PPS, hem de SBA-PPS'ye uyum anlamına geldiği ifade edilmektedir.

³⁶ AIMR'in bir yorumunda PPS ve onun gelişmiş versiyonu olan GIPS'in temel düzenlemelerinin büyük ölçüde aynı olduğu ancak GIPS'in çok gelişmiş sermaye piyasalarının ihtiyaçlarını karşılamak üzere hazırlandığı ifade edilmektedir.

³⁷ PPS standartlarına uyumun doğrulanması iki seviyedir. Sonuçları doğrulayan taraf da raporunda doğrulamanın hangi seviyeye ilişkin

firmaların bunu bağımsız üçüncü bir kişinin tasdik raporu ile doğrulması gerekmektedir.³⁸ GIPS'de konuya ilişkin olarak yapılan açıklamalarda ise, doğrulama sürecinin şiddetle teşvik edildiği ve zorunlu hale gelmesinin beklendiği ifade edilmekle birlikte, 2005 yılından önce

olduğunu(Seviye I/Seviye II) açıklamak zorundadır. Standartlar, söz konusu açıklama olmaksızın firmanın sonuçların doğrulandığını iddia edemeyeceğini belirtmektedir.Seviye I doğrulaması standartların firma bütününde uygulandığını, firmanın kontrolü altında bulunan bütün hesaplarının en az bir portföy grubunda içerildiğini ve portföy gruplarında yer alan portföy getirilerinin başlangıçtaki varlık değeri ile ağırlıklandırıldığını, portföyleri gruplara dahil etme konusundaki firma prosedürünün makul olduğu ve süreklilik arzettiğini, ZAGO'nun performans ölçümünde asgari üç aylık dönemlerde uygulandığını, tahakkuk muhasebesinin uygulandığını,her bir portföy grubu için; içerdiği portföy sayısı,varlık tutarı,varlıkların toplam firma varlıkları içindeki büyüklüğü,yıllık yayılma ölçüsü bilgilerinin AIMR/PPS'ye uyumlu ve en azından yıllık bazda açıklanmış olduğunu, tam açıklama ve dürüst sunum için gerekli bütün açıklamaların yapıldığının teyidi incelemelerini içermektedir. Performans sonuçlarını denetleyen kişi incelemesi çerçevesinde firmanın çeşitli konulardaki politikalarının, hesaplama ve kayıtlarının standartlara uygunluğunu da test etmelidir. Seviye II doğrulaması temelde Seviye I doğrulamasının en azından belli portföy grupları üzerinden yapıldığının teyit edilmesini içermektedir. Bu amaçla incelemeyi yapan kişinin, yöneticinin kontrolü altındaki ve ücret ödenen portföylerin tamamının bir grupta içerildiğini ve benzer yatırım amacı ve stratejisine sahip portföylerin grubun dışında bırakılmadığının teyit edilmesini içermektedir. AIMR'in bir yorumunda standartlara uyumun standartlar içinde yer alan belli bir kural veya belli bir portföy grubu için değil, standartların bir bütün olarak firma geneline uygulanması gerektiği ifade edilmektedir. Aynı yorumda endüstri genelinde AIMR_PPS'ye uygun hazırlanan performans sunum metni olarak aşağıdaki metine yer verilmektedir; "X firması bu raporu AIMR'in Performans Sunuş Standartlarına(AIMR-PPS) uygun olarak hazırlamış ve sunmuştur. AIMR söz konusu raporun hazırlanması ve incelenmesine iştirak etmemiştir."

³⁸ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun IX. bölümünde portföy gruplarının ve performans sonuçlarının bağımsız denetimden geçirilmesinin teşvik edildiği ifade edilmektedir.

zorunlu hale getirilmesinin planlanmadığı belirtilmektedir³⁹. Code of Ethics uygulamasına paralel olarak PPS uygulamasında da standartların mevcut düzenlemelerle(law and regulation) çatışması durumunda uygulamada mevcut düzenlemelerin esas alınması gerektiği ifade edilmektedir (AIMR.1997:72).

3.5. Standartların Hareket Yönü

AIMR esas amacı olan, dünyaca genel kabul görmüş global performans sunum standardının oluşturulmasına yönelik olarak, PPS ve GIPS standartlarının geniş ölçüde aynı tabana oturmasını sağlayacak bir dizi değişiklik gerçekleştireceğini bildirmektedir. Global ölçekte uygulanması mümkün standartların oluşturulmasına yönelik PPS'deki söz konusu değişikliklere ilişkin önerilerin zaman takvimine aşağıda yer verilmektedir. 01/01/2000 tarihinde, portföylerin en azından aylık olarak değerlendirilmesi, ücret ödenmeyen portföylerin toplam varlıklar içindeki payı, performans

³⁹ Ayrıca aynı açıklamalarda, performans hesaplamalarına esas olan veri seti, hesaplama yöntemi ve performans sonuçlarının üçüncü bir kimse tarafından incelenerek tasdik yapılması gerektiği belirtilerek, bunun mevcut ve potansiyel müşteriler açısından yatırım performansına ilişkin veriler karşısında duyulan tam açıklama ve dürüst sunum ihtiyacını gidereceği ve firmaya da kredibilitate sağlayacağı ifade edilerek söz konusu tasdiğin tek bir portföy grubuna değil firma bütününe esas alması gerektiği belirtilmektedir.

açıklamasında kullanılan para birimi ve her bir portföyün başlangıç tarihinin açıklanması; 01/01/2005 tarihinde, işlem günü muhasebesinin kullanılması, günlük ağırlıklı nakit akımlarının düzeltilmesi amacıyla ZAGO'nun kullanılması, temettüler için tahakkuk muhasebesinin kullanılması; 01/01/2010 tarihinde, nakit akımları için günlük fiili değerlemelerin yapılması.

IV. SONUÇ ve ÖNERİLERİMİZ

Portföy performansının ölçülmesi ve sunulmasına ilişkin olarak yapılan ve AIMR/PPS-GIPS kurallarının incelendiği çalışmamızda ulaştığımız ilk sonuç, standartların yöntemine ve amacına uygun bir düzenleme sistematığının Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda yer almadığının tespit edilmesi olmuştur. Çalışmamızın önceki bölümlerinde de irdelendiği gibi portföy performansının ölçülmesi ve sunulması, incelememizin asıl hedefi olan bireysel portföy sahiplerinin karar alma sürecinde özellikli bir yer oluşturmaktadır. Performans ölçümüne ilişkin olarak incelediğimiz standartlar, aracı kurum müşterisi açısından, portföyü çevreleyen ve daha çok müşterinin hukuken korunmasını amaç edinen düzenleme sistematığının ötesinde, portföy sahibinin malvarlığındaki reel değişimlere karşı mali açıdan güncel olarak

korunmasını amaç edinmiştir. Portföy yönetimi hizmetini veren açısından düşünüldüğünde ise, standartlar verilen hizmetin kalitesinin aynı ortak payda da ölçülmesi imkanını vermektedir. Sunulan portföy yönetimi hizmeti kalitesinin finansal olarak ölçülebilir ve belli sıklıklarla kamuya açıklanabilir hale gelmesi portföy yönetimi hizmetini sunanlar arasında da rekabete neden olacaktır. Aşağıda temel kurum ve kavramları ile kurulmasını önerdiğimiz sistemin sağlıklı olarak işlemesi temin edilebilirse, portföy sahibinin yatırım kararları daha gerçekçi ve güncel bir zeminde cereyan edecek ve performans açıklamasına dayanan sistemin öngördüğü müşteriye bilgilendirme süreçleri, müşteriye sunulan portföy yönetim hizmetinin kalitesinde kendiliğinden bir gelişmeye neden olacaktır.

Kanaatimizce sistemin hassas noktası, düzenlemeye konu edilmesi önerilen standartların öngörüldüğü biçimde uygulanıp uygulanmadığının performans sunumunun zorunlu olarak yapılacağı dönemlerde denetlenebilmesidir. Aracı kurumlarda bulunan bütün bireysel hesaplar sistematikte portföy olarak kabul edilirse, her bir portföyün standartların öngördüğü formda performans sürecine dahil edilip edilmediğinin tespit edilmesi, gereğinde her bir portföy grubu için oluşturulacak ulusal/uluslararası karşılaştırma

ölçütlerinin grubun niteliklerine uygun olup olmadığı, standartlar ile gelişecek muhasebe/belge-kayıt/hukuk/finans süreçlerinin standartlara uygunluğunun her bir ölçüm döneminde bütünüyle Kurulumuzca denetlenebilmesi mümkün değildir. Bu nedenle bağımsız denetim firmalarının her bir performans dönemi sonuçlarına ilişkin veri ve süreçleri denetlemesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Çalışmamızda, 1990 yılında AIMR'in Performans Sunuş Standartları Komitesi(Komite) tarafından performans sunumuna ilişkin olarak hazırlanan ve yatırım yöneticilerine tavsiye niteliğindeki çalışmada yer alan kurallar, AIMR tarafından yayımlanan PPS ve GIPS kuralları ile karşılaştırmalı olarak incelenmiş; ayrıca, AIMR'in kuralın mevcut uygulamasına yönelik yorum ve açıklamaları her bölüm bünyesinde ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Sektörde ilk ortaya çıktığı tarihten bu yana sürekli gündemde kalan ve geliştirilen standartların ülkemiz sermaye piyasasının koşulları da gözetilerek aşağıdaki biçimde düzenlemeye konu edilmesi önerilmektedir. Bu düzenlemeye alım satım aracılığı yetki belgesine sahip olan bütün aracı kurumların tabi olması, kendi kontrolünde olsun/olmasın hesap(portföy) sahibi bütün yatırımcıların belli bir dönem sonunda kendi mali

durumlarını benzer durumdaki diğer portföylere ve karşılaştırma ölçütüne kıyasen öğrenme imkanını verecektir. Kanaatimizce performans ölçümü ve sunumu yapma zorunluluğunun sadece yatırım danışmanlığı ve/veya portföy yöneticiliği yetki belgelerine sahip aracı kurumlara getirilmesi, düzenleme önerisi ile amaçlanan fayda üzerinde sınırlayıcı bir etki yaratacaktır. Özünde sermaye piyasasında işlem yapan bütün hesap sahiplerinin kendilerine sunulan hizmetin ve mali durumlarının nisbi değerliliği hakkında bilgi sahibi olma hakkı bulunmaktadır.

Bu itibarla, portföy performansının ölçüm ve sunumuna ilişkin olarak yapılması önerilen bir düzenlemede aşağıda yer alan hususlara yer verilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

1. Portföy Gruplarının Oluşturulmasına İlişkin Esaslar

1.1. Aracı kurumda bulunan bütün hesaplar(portföyler) benzer yatırım strateji ve amaçları,varlık sınıfları, risk karakteristikleri, yatırım yönetiminin kontrolü, müşterinin özellikleri ve ihtiyaca göre belirlenecek diğer ölçütler esas alınarak en az bir portföy grubu bünyesine dahil edilmelidir.

1.2. Yöneticinin tam olarak kontrolü altında olmayan(sözleşme ile veya yatırım yönetimi sürecinde müşterinin hesap üzerinde doğrudan kontrolünün bulunduğu hesaplar), ücret ödenmeyen veya yönetici tarafından belirlenen asgari büyüklük ölçütünün altında kalan portföylerin portföy gruplarına dahil edilmemesi mümkündür. Ancak dahil edilmeyen portföyün adedi, içerdiği varlık büyüklüğü, dahil edilmeme gerekçeleri ve portföy grubu oluşturulmasına ilişkin şirket politikası ile birlikte kamuya gereken açıklamalar yapılmalıdır.

1.3. Aracı kurumda yeni bir hesabın açılması durumunda, oluşturduğu kabul edilen yeni portföy, içinde bulunulan performans ölçüm dönemini takip eden ilk performans ölçüm döneminde portföy gruplarına dahil edilmelidir. Süresi bitmiş portföyler, portföylerin şirketin yönetimi altında oldukları en son tam performans ölçüm dönemi sonunda portföy gruplarından çıkarılmalıdır. Ancak, portföy grupları söz konusu portföyleri çıkarılmadan önceki tüm ölçüm dönemlerinde içermelidir.

1.4. Müşterinin yatırım amaç ve stratejilerindeki esaslı değişiklikler neticesinde(portföyün varlık kompozisyonu, risk yapısı,yönetim kontrolü vb), portföyün yeni niteliklerine daha uygun başka bir grupta yer

almasının zorunlu hale gelmesine bağlı olarak, aracı kurum ile müşterinin söz konusu değişiklik hakkında mutabık olması ve bu amaçla takip olunan belge kayıt düzeninde gereken değişikliklerin yapılması kaydıyla, portföyün bir portföy grubundan diğerine aktarılması mümkündür.

1.5. Hesapta yer alan bütün sermaye piyasası araçları, hiç bir varlık grubunu dışarıda bırakılmamak üzere portföy gruplarına dahil edilmelidir.

1.6. Birden fazla varlık grubunu içeren portföylerden üzerinde firmanın tam kontrolünün bulunmadığı portföyler çoklu varlık portföyelerine (multiple asset portfolios), firmanın kontrolünde bulunanlar(varlık bileşimini değiştirme yetkisi) ise varlık bileşimine göre niteliğine uygun olan karma portföylere dahil edilmelidir. Yurt dışında ihraç edilmiş menkul kıymetlerden oluşmuş portföylerin, uluslararası portföy grubunda değerlendirilmesi gereklidir. Yukarıda bahsedilen spesifik portföy gruplarına ilişkin standart bilgiler yanında özellikle portföy grubu oluşturulmasına ve karşılaştırma ölçütlerine ilişkin yeterli bilgi dipnotlarda sunulmalıdır.

2. Getirilerin Hesaplanmasına İlişkin Esaslar

2.1. Yatırım performansının hesaplanmasında realize edilmiş ve edilmemiş getiri bileşenlerinden oluşan toplam getirinin kullanılması zorunludur.

2.2. Portföy performansının ölçülmesinde zamanla ağırlıklandırılmış getiri oranı yöntemi kullanılmalıdır.

2.3. Portföyde yer alan varlıkların değerlendirme gününde en gerçekçi değerlerinin belirlenebilmesini teminen tahakkuk muhasebesi de kullanılarak varlıkların reel piyasa değeri bulunmalıdır.

2.4. Portföy grupları ağırlıklandırma döneminin başından itibaren varlıkla ağırlıklandırılmış olmalıdır.

2.5. Portföyde bulunan nakit ve nakit eşdeğerlerinin getirileri getiri hesaplamalarına dahil edilmeli ve getiri hesabına konu olan nakit ve nakit eşdeğerleri toplam varlıklara ilave edilmelidir.

2.6. Portföyler en azından üç ayda bir değerlendirilmeli ve periyodik getiriler geometrik bağlantılı olmalıdır.

2.7. Performans, bütün hesap sahipleri ve ve portföy büyüklükleri için mahiyete uygun eşit ölçüler dahilinde uygulanıyorsa, bütün işlem masrafları düşüldükten sonra hesaplanmalıdır.

2.8.Portföyde menkul kıymetleri satın almak amacıyla kaldıraç kullanıldığında, getiri sonuçları nakit bazda hesaplanmalıdır.

2.9. Performans hesaplamalarına esas olan belge kayıt düzeninin sağlanması gereklidir⁴⁰.

2.10. Eğer firma belli bir hesabın portföy grubuna dahil edilmesi konusunda asgari bir varlık pozisyonu ölçütü belirlemişse, bu ölçütün altında kalan hiç bir hesap söz konusu portföy grubuna dahil edilmemelidir.

2.11. Portföyler günlük olarak değerlendirilmelidir, günlük olarak değerlendirme mümkün olsun/olmasın nakit akımları ve piyasa hareketlerinin performans sonuçları üzerinde önemli ölçüde maddi olarak olumsuz sonuçlara yol açması durumunda değerlendirilmelidir.

⁴⁰ Belge-kayıt süreçlerine ilişkin olarak aşağıdaki konuların değerlendirilmesi uygun olacaktır; Grupların oluşturulmasına ilişkin ilkelerin yazılı hale getirilmesi ve portföyün ilkeler karşısındaki durumunun tespit edilmesi, portföyün işlemlerine başlama ve sona erme tarihi ile işlemlerine ilişkin tevsik edici belgeler, portföyün belli bir dönem sonundaki(gün/hafta/ay vb) değerlendirilmiş stok değerinin varlık grupları bazında dağılımı, portföy grupları arası portföy aktarımına ilişkin prosedür ve ilgili portföyün tevsik edici belgeleri ile birlikte aktarım gerekçesi, karşılaştırma ölçütünün seçilme gerekçesi/oluşturulma yöntemi/portföye göre nisbi farklılıkları, tahakkuk muhasebesi uygulanan varlık grupları ve kullanılan veri gruplarının belirlenmesine ilişkin esaslar, nakit eşdeğerlerinin portföy gruplarına dağıtımına ilişkin usul ve esaslar, kaldıraç etkisinin nakit baza dönüştürülmesi, minimum varlık grubu ölçütünün uygulanması esasları, risk dağılımına ilişkin formül ve veri tabanı.

3. Performans Sonuçlarının Sunulmasına İlişkin Esaslar

3.1. Performans sonuçları yılda asgari olarak üçer aylık performans dönemleri ve yıl sonunda olmak üzere 4 kez bağımsız denetimden geçirilmek suretiyle kamuya ilan edilir. Ancak müşteri ile yapılan sözleşme gereğince, ilgili müşteri portföyüne ilişkin performans sonuçlarının, dahil olduğu portföy grubu itibarı ile üç aydan daha önce sunumunun yapılması mümkündür. Yıl sonlarında yapılacak sunumlarda ise, belge kayıt düzeninin elverişli olması kaydıyla asgari 5 yıllık, eğer firmanın kuruluşu 5 yıldan azsa firmanın kuruluş tarihinden itibaren performans kayıtlarının sunulması gereklidir.

3.2. Performans sunumu yapılan bütün yıllar için yıllık getirilerin sunulması zorunludur. Ancak bir yılın altında kalan dönemler için performans hesabı yapılmasında yıllık getiriye dönüştürülmüş getiri verileri kullanılmamalıdır.

3.3. Firmanın organizasyonundaki değişiklikler sonrası portföy gruplarının sonuçları açıklanmamalıdır. Ayrıca portföy yöneticisinin firmadan ayrılması durumunda da yönettiği portföyler eski firmasının performans hesaplamalarına dahil edilmelidir.

3.4. Kaldıraç kullanan portföyleri içeren portföy grupları; Kaldıraç yönetici kararları sonucunda kullanılmışsa ilan edilen performans sonuçları kaldıraçın etkilerini içermelidir ve gerek bu durum için gerekse de müşterinin talebi üzerine olsun kaldıraç kullanılması durumunda performans bütünüyle nakit bazda sunulmalıdır.

3.5. Portföy grubu performansının karşılaştırılabileceği karşılaştırma ölçütü(endeks, kıymetli madenler, döviz vb. göstergeler) grubun niteliklerine uygun olarak belirlenmelidir. Firmalar oluşturulan karşılaştırma ölçütü ve portföy yapısı arasındaki görece farklılıkları ve yöneticinin uygun karşılaştırma ölçütü belirlememesi durumunda bunun nedenlerini açıklamalıdır.

3.6. Portföy gruplarının performansları yatırım yönetimi ücretlerinin tamamını içermeli ve vergiden önceki(uluslararası vergiler hariç) hali ile sunulmalıdır. Net performans verileri kamuya ilan edilmemekle birlikte, ortak bir ölçüt teşkil etmesi kaydıyla, ücret ve diğer masraflara ilişkin cetvelin talep eden mevcut ve potansiyel müşterilere sunulması mümkündür.

3.7. Kamuya yapılacak performans sunumlarında aşağıdaki bilgilerinde açıklanması gereklidir; Portföy

grubunun kuruluş tarihi, her bir grupta bulunan müşteri/portföy sayısı, portföy grubunun varlık büyüklüğü ve bunun firmanın toplam varlıkları arasındaki yüzde değeri, her grubun takvim yılı başındaki/sonundaki büyüklüğü, her bir gruptaki hesapların ortalama büyüklüğü, sunumda dahil edilmeyen bütün hesaplara ilişkin bilgiler, sunumda kullanılan verilerin her türlü maliyeti (işlem,yönetim,vergi ve vergi benzerleri vb.) içerdiğine ilişkin bilgi, karşılaştırma ölçütünün oluşturulma esaslarına ilişkin bütün gerekli bilgiler, bağımsız denetleme raporu özeti, portföy grubu ve karşılaştırma ölçütü ile ilgili toplam getirinin risk ölçülerine ilişkin bilgiler(portföy grubunun standart sapması yanında portföy grup içi standart sapması da açıklanmalıdır), tam açıklama ve dürüst sunum ilkesi gereğince açıklanması gereken bütün diğer bilgiler.

3.8. Mevcut müşterilerin performans sonuçlarına ilişkin bilgilendirilmesine yönelik ilanların müşteri ile yapılan sözleşmede başka bir belirleme bulunmuyorsa, asgari unsurları haiz ve en az üç ayda bir olmak üzere müşterilerin adreslerine gönderilmesi, aracı kurum merkez ve şubelerinde ilan edilmesi; ayrıca potansiyel müşterilerin bilgilendirilmesi amacıyla Türkiye çapında

günlük yayım yapan gazetelerde belli bir dönem zarfında ilan edilmesi uygun olacaktır.

4. Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Diğer Düzenleme Önerileri

Tam açıklama ve dürüst sunum ilkesi gereğince, aşağıdaki hususlara ilişkin bilgi sunulması uygun olacaktır:

4.1. Portföy gruplarının tamamının listesi, her bir portföy grubunun niteliklerine ilişkin bilgiler (yatırım stratejisi ve amaçları, risk seviyesi, yatırım kısıtlamaları, varlık grubu, uluslararası varlık varsa bunlara ilişkin bilgiler vb) ve bu niteliklerin aynı zamanda ilgili portföyün gruba dahil edilme/edilmeme ölçütleri olduğunun ilanı.

4.2. Tek varlıktan oluşan portföy gruplarında karma portföylerin içerilip içerilmediği ve nakdin varlık bölümleri arasında dağıtılmasına ilişkin açıklama.

4.3. Asgari varlık büyüklüğü ölçütünün altında kalarak portföy grubunun dışında bırakılan portföyler.

4.4. Hangi günün(işlem/takas günü) esas alınarak değerlendirildiğine ve her bir varlık grubu bazında değerlendirme ilkelerine ilişkin bilgiler.

4.5. Kaldıraç kullanılmasına ilişkin ayrıntılı bilgi ile kaldıracın türev araçlarda kullanılma biçimi ve sıklığına ilişkin bilgiler.

4.6. Yatırım yönetimi hizmeti veren personeldeki değişiklikler.

4.7. Standartlara uyumun başladığı tarihe ve standartların uygulanmadığı döneme ilişkin tarihi kayıtlar ile ilgili olarak söz konusu kayıtların düzenlemeler ile uyum içinde olmadığına ve bu kayıtların uyum içinde olan kayıtlardan ayrıştırılmasına ilişkin bilgiler.

4.8. Firmanın belli bir portföy grubu için kullandığı karşılaştırma ölçütünü değiştirmesi durumunda değişikliğin nedenleri.

4.9. Özgül bir karşılaştırma ölçütüne göre yönetilen uluslararası portföy grubundaki ortalama ülke ağırlıkları veya sıralamaları.

4.10. Standartların münferit hesap ve/veya işlem bazında değil, firma ölçeğinde uygulandığı.

4.11. Yayılma ölçütünün seçimi ve uygulanmasına ilişkin bilgiler.

EK/1 DAGO ve ZAGO'nun Karşılaştırılması

1. DAGO ve ZAGO için Farklı Örnek Çalışması

Aşağıdaki iki örnekte DAGO ve ZAGO farklı nakit hareketleri çerçevesinde değerlendirilmektedir.

Portföyün 3 aylık dönem başında piyasa değerinin 100 milyon USD, dönem sonu piyasa değerinin 103 milyon USD olduğunu ve 5 milyon USD'lik ilavenin 3 aylık portföy döneminin ortasında yapıldığını kabul edersek, DAGO aşağıdaki eşitlikte yer alan "r" değerinin bulunması ile elde edilecektir.

$$\begin{array}{r} -\$5 \text{ milyon} \qquad \qquad \$ 103 \text{ milyon} \\ \$100 \text{ milyon} = \frac{\text{-----}}{(1+r)} + \frac{\text{-----}}{(1+r)^2} \end{array}$$

$$r = -.98 \%$$

r değeri 3 aylık dönemin yarısında - .98 olarak bulunmuştur. 3 aylık getiriye dönüştürüldüğünde ise getiri oranı $[1+(-.0098)]^2-1=-1.95\%$ olarak bulunacaktır.

ZAGO ise portföyün başlama ve sona erme tarihleri arasında herhangi bir nakit hareketi olması durumunda

hesaplanacaktır. Bu yöntemde her bir nakit hareketi öncesindeki piyasa değeri dikkate alınmaktadır. Örneğimizde üç aylık dönemin ortasında portföyün piyasa değerinin 96 milyon USD olduğunu ve 5 milyon USD'lik ilaveden sonra piyasa değerinin 101 milyon USD'ye çıktığını kabul edelim. Bu durumda 3 aylık dönemin birinci diliminde getiri oranı $-4\% = (\$96 \text{ mn} - \$100 \text{ mn}) / \$100 \text{ mn}$ olarak gerçekleşirken; ikinci dilimde $-1.98\% = (\$103 \text{ mn} - \$101 \text{ mn}) / \$101 \text{ mn}$ olarak gerçekleşecektir. Söz konusu gelir tanımlarını 3 aylık getiri bazında ifade etmek gerekirse; önceki örnekte de olduğu gibi her bir getiri oranına 1 ilave edilmesi ve elde edilecek toplamdan 1 çıkarılması gerekecektir. Buna göre 3 aylık getiri oranı $-2.1 = [(1 - 0.04)(1 + 0.0198)]$ olarak bulunacaktır.

2. DAGO ve ZAGO için Aynı Örnek Çalışması

Aşağıdaki iki örnekte DAGO ve ZAGO aynı nakit hareketleri çerçevesinde değerlendirilmektedir.

3 aylık dönemdeki başlangıç piyasa değeri 50 milyon USD olan bir portföyün değerinin dönem ortasında 25 milyon USD'ye düştüğünü ve müşterinin portföy yöneticisine 25 milyon USD verdiğini, dönem sonunda portföy değerinin ise 100 milyon USD olduğunu kabul

edelim. 3 aylık DAGO aşağıdaki eşitlikte yer alan "r"nin çözülmesi ile bulunacaktır.

$$\$50 \text{ mn} = \frac{-\$25 \text{ mn}}{(1+r)} + \frac{\$100 \text{ mn}}{(1+r)^2}$$

Eşitlik çözüldüğünde $r = 18,6\%$ olarak elde edilmekte olup, üç aylık DAGO cinsinden ifade etmek gerekirse $40,66\% = (1.186)^2 - 1$ elde edilmektedir. Ancak aynı dönemin ilk alt döneminde $.50\%$ 'lik, ikinci alt döneminde ise 100% 'lük bir gelir değişimi olduğu dikkate alındığında üç aylık dönem baz alındığında ZAGO $0\% = (1-.5)(1+1)-1$ olarak bulunmaktadır. DAGO için bulunan $40,66\%$ değeri ile ZAGO için bulunan 0% değeri arasındaki fark büyüklük farklarından (sizable differences) kaynaklanmaktadır. Ancak performans değerlemesi anlamında ZAGO için bulunan değer daha anlamlıdır. Çünkü, 3 aylık dönemin başından sonuna kadar portföydeki her bir dolar için getiri hesabı yapılmaktadır. Örneğin birinci alt dönemdeki fon kaybı portföyün piyasa değerinin yarısının azalması olarak hesaplamalara yansırken, ikinci alt dönemdeki kalan fon

tutarının değerindeki artışlar portföy değerinin iki katına çıkmasına neden olmuştur. Dolayısıyla ele alınan örnek için getirinin %0 olarak kabul edilmesi portföy yöneticisinin %40,66'lık performans gösterdiğini kabul etmekten daha anlamlı olacaktır.

DAGO'nun portföy getirinin değerleme amaçlı ölçülmesinde uygun olmayan sonuçlar verdiği kabul edilmektedir. Çünkü getiri büyük ölçüde portföy yöneticisinin kontrolü dışında bulunan ölçekten(portföy büyüklüğündeki değişiklikler) ve nakit hareketlerinin(nakit ilave ve çekişleri) zamanlamasından etkilenmektedir. Örneğimizde müşterinin portföy değerlemesi öncesinde yatırdığı fonun etkisinin bir sonucu olarak DAGO değeri %40,66 olarak bulunmuştur. Oysa ki bu sonuç bir getiri artışını veya portföy yöneticinin performansını temsil etmemektedir (Gordon; Sharpe;Bailey.1993:489-491). Sonuç olarak, ZAGO portföye yönelik fon giriş ve çıkışlarının etkisini kontrol altında tutan ve nakit hareketlerinin etkilerini getiri oranı sonuçlarından soyutlayan bir ölçüt olması nedeniyle yatırım yönetiminde tercih edilen bir performans ve getiri ölçütüdür (Brown; Kritzman.1990: 202).

EK/2 Performans Ölçüm ve Sunumuna İlişkin Olarak PPS ve GIPS ile Geliştirilen Kurallar

Gerek PPS, gerekse de GIPS'in düzenleme yönteminde önce konuya ilişkin temel düzenlemeler verilmekte, ardından bu düzenlemeleri geliştirici önerilerin uygulaması teşvik edilmektedir. PPS, performans sunumuna ilişkin asgari kuralları düzenlemekte olup; sunum yapanlar standartların amaç ve ruhuna aykırı olmamak kaydıyla, standartlar ile öngörülmemiş ilave bilgileri de sorumlulukları gereği açıklamalıdır (AIMR.1997:1). Ayrıca standartlar asgari hesaplama düzenlemelerini içermekte olup, esas amacı performans hesaplama standartlarının değil performans sunum standartlarının belirlenmesidir.

PPS sistematüğinde kurallar her bölüm içinde genel, uluslararası⁴¹, gayrimenkul, tahsisli satış ve venture placement gibi alt başlıklar halinde düzenlenmiştir. Çalışmanın sınırları da dikkate alınarak, muhtelif yatırım seçenekleri arasında ülkemiz için hukuki ve teknik anlamda altyapı sorunları çözülmüş ve aktif piyasası olan hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler ile bu

⁴¹ Çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde de kullanılan uluslararası portföy kavramı AIMR-PPS standartları bünyesinde ABD veya Kanada kaynaklı

kategorilerde kabul edilen varlıkların performans ölçüm ve sunumuna ilişkin standartlar ağırlıklı olarak incelemeye konu edilmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde, ele alınan konu ile ilgili temel metin olarak kabul edilen PPS ile GIPS'de yapılan düzenlemeler ile düzenlemelere ilaveten uygulanması önerilen yöntemler yukarıda bahsedilen kısıt çerçevesinde karşılaştırılmak suretiyle değerlendirilecektir. Ayrıca, AIMR'in performans sunumuna ilişkin düzenlemelerindeki ortak unsurların tespit edilmesi amacıyla, PPS/GIPS standartları ile AIMR Performans Sunuş Standartları Komitesi'nin 1990 tarihli raporunda tavsiye edilen standartlar karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Standartların altında yatan felsefe ve mevcut uygulamaya yönelik yorum ve açıklamalar da her bölüm bünyesinde ayrı ayrı değerlendirilmektedir. Son olarak aşağıda yer alan kuralların sonundaki parantez içi ifadeler PPS ve GIPS'de yer alan benzer veya ilgili düzenleme ve/veya önerilerin karşılaştırılmasını kolaylaştırmak amacıyla konulmuş olup, söz konusu öneri ve/veya düzenlemelerin farklılıkları varsa bunlar ayrıca açıklanmaktadır.⁴²

varlık veya portföylerin dışında kalan varlık veya portföyleri ifade etmektedir (AIMR.1997:5).

⁴² Parantez içindeki ilk sembol düzenleme ve/veya önerinin hangi orjinal metinde(PPS/GIPS) yer aldığını gösterirken, RQ sembolü orjinal metindeki

2.1. Portföy Gruplarının Oluşturulması ve İdamesi

Portföy grubu, belli bir yatırım amacı veya stratejisi dahilinde birden fazla portföyün bir başlık altında toplanması ile teşekkül eder. Portföy gruplarına ilişkin düzenleme ve öneri formundaki PPS ve GIPS standartları aşağıdaki gibidir:

2.1.1. PPS ve GIPS Düzenlemeleri

1) Cari olarak yatırım yöneticisinin kontrolü altında olan (discretionary)⁴³ ve ücret ödenen bütün portföyler,

düzenlemeyi, RM sembolü orjinal metindeki öneriyi ifade etmektedir, bundan sonra harf ve rakamla ifade edilen tanım ise söz konusu düzenleme ve/veya önerinin orjinal metinde hangi alt bölümde yer aldığını göstermektedir.

⁴³AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda müşterinin işlemlerde veya menkul kıymet dağıtımı gibi konularda yatırım kısıtlamaları getirmesi (firmanın yatırım stratejisine aykırı varlıkların portföye dahil edilmesi veya belli menkul kıymetlerin portföye alınması/portföyden çıkarılması gibi) veya firmanın portföydeki varlıklara ilişkin vergi düzenlemeleri nedeniyle karının azalması durumunda firmaya hesabı kontrol altında olmayan hesap statüsüne taşıma veya kontrol altında olan hesap statüsünde tutma konusunda seçimlik hak tanınmıştır. Eğer firma yatırım kısıtlarının yönetim stratejisine olumsuz etkiler yaptığını düşünüyorsa hesapları arasında kontrol altında/olmayan ayrımı kavramını geliştirmeli ve müşterinin yazılı kısıtları olması durumunda uygun belgeleme düzeni içinde portföy gruplarını yeniden belirleme kararını almalıdır. Ayrıca, aynı yorumda büyük miktardaki nakit hareketlerinin yeniden gruplandırma kapsamında değerlendirilemeyeceği de ifade edilmektedir. Diğer yandan AIMR bu konuda genel ilkeler çerçevesinde her firmanın kendi kavramını geliştirmesi gerektiğini ve ifade etmektedir.

Portföy gruplarının oluşturulmasında uygun ve sürekliliği bulunan ölçütler kullanılmalı ve portföy gruplarının oluşturulmasında yatırım stratejilerinin, stillerinin veya amaçlarının belirlenmesi ve birbirinden

benzer yatırım stratejisi ve amacı dikkate alınarak en az bir portföy grubu bünyesine dahil edilmelidir⁴⁴ (PPS/RQ/A1-a, GIPS/RQ/3A-1, 3A-2)⁴⁵.

ayrılmasıyla ilgili bütün etkenler analiz edilmelidir. Portföy gruplarının oluşturulmasındaki bazı etkenler aşağıdaki gibidir; Yatırım yönetimi stilleri veya stratejileri, risk karakteristiği, firmanın portföy üzerinde yatırım stratejilerini uygulama konusundaki hakimiyeti, müşterilerin nitelikleri(vergi statüleri, nakit hareketleri, risk toleransları vb.) (AIMR.1997:28-29).

⁴⁴ Aynı hususa Komite'nin 1990 tarihli raporunda da yer verilmiştir. Rapor'un 5H maddesinde performans hesabı ve sunumunda dışarıda bırakılan hesapların net olarak bildirilmesi gerektiği ifade edilmektedir. Ayrıca aynı Rapor'da yöneticinin gruplara dahil edilen ve dışarıda bırakılan hesapları yüzde ifade ile müşterilere bildirmesi gerektiği belirtilerek, performans hesabı ve sunumunun haricinde tutulmaya örnek olarak üzerinde yöneticinin tam olarak kontrolü bulunmayan özel kategori yatırımlar ile ücret tahakkuk ettirilmeyen yatırımlar gösterilmektedir(normal yatırım tipi olarak yöneticinin tam kontrolü olan yatırımlar ve üzerinden ücret alınan(fee-based) yatırımlar kastedilmektedir). Rapor'un VIII(A/5-6) bölümünde ise, portföyün büyüklüğüne göre(gruptaki oranına göre) gruba dahil edilmesi yaklaşımının yasak olduğu ve yöneticinin idaresi altındaki bütün hesapların gruplara dahil edilmesi ve yönetim altında olmayan hesapların da(survivor account denilen bu hesaplar performans sonuçlarının hatalı çıkmasına neden olmaktadır, bu tür hesapların performans sonuçları üzerindeki saptırıcı etkilerine "survivor performance results" denilmektedir, diğer yandan söz konusu performans sapmasının diğer bir nedeni de süresi dolmuş hesapların standartlara aykırı olarak performans hesabına esas veri setinin dışına çıkarılmasının ortalama veya orta gelir ölçütü üzerinde saptırıcı etkilere neden olmasıdır)performans hesaplamalarına dahil edilmemesi gerektiği ifade edilmektedir.

⁴⁵ AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda mevcut bütün portföylerin ortak yatırım strateji ve amaçları dikkate alınarak bir veya daha fazla portföy grubuna dahil edilmesi gerektiği ve sadece yöneticinin tam olarak kontrolü altında olmayan(nondiscretionary), ücret ödenmeyen(non-fee paying) veya yöneticinin belirlemesi çerçevesinde asgari büyüklük ölçütünün(minimum size criteria) altında kalan portföylerin portföy gruplarına dahil edilmemesi gerektiği ifade edilmektedir. Bir başka yorumda ise, firmanın yatırım stratejisi için temsil yeteneği olan hesapları portföy grubuna alma arayışından kaynaklanan asgari büyüklük ölçütünün kamuya açıklanması ve her hesap için sürekli olarak uygulanması gerektiği belirtilmektedir.

2) Yeni portföy şirketin yönetimi altına girdikten sonra takip eden yeni performans ölçüm döneminde(en azından 3 ayda bir olması gereklidir) veya uygun ve sürekli olarak uygulanan şirket rehberindeki ölçülere göre portföy gruplarına dahil edilmelidir⁴⁶ (PPS/RQ/A1-b, GIPS/RQ/3A-3⁴⁷).

3) Süresi bitmiş portföyler portföy gruplarından portföylerin şirketin yönetimi altında oldukları en son tam performans ölçüm döneminden sonra çıkarılmalıdır. Ancak, portföy grupları söz konusu portföyleri süresi

⁴⁶ AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda, yeni hesaplardaki varlıkların portföy gruplarına dahil edilmesi konusunda firmanın yatırım stratejisinden kaynaklanan zamanlama sorunlarına anlayış gösterildiği ve yeni hesapların portföy gruplarına dahil edilmesi konusunda zamanlamanın firmanın kontrolünde olduğu ifade edilmektedir. Diğer yandan aynı yorumda, PPS standartlarının tam ve dürüst kamuyu aydınlatma esasına dayandığı hatırlatılarak firmalara tanınan zamanlama imkanının suistimal edilmemesi ve yatırım stratejisi bünyesinde makul kabul edilebilecek bir sürenin sonunda yeni hesapların portföy gruplarına dahil edilmesi gerektiği de belirtilmektedir.

⁴⁷ GIPS'in söz konusu düzenlemesinde, portföy şirket yönetimine girdikten sonra portföyün müşterinin başka bir tasarrufu olmadıkça vakitli(timely) ve sürekli olarak portföy gruplarına dahil edilmesi gerektiği ifade edilmektedir. Görüldüğü üzere, şirketin yönetimine giren yeni portföylerin portföy gruplarına dahil edilmesi uygulama olarak her iki düzenlemede de kabul görmekle birlikte; yeni portföyün gruplara PPS'de takip eden ilk değerlendirme döneminde, GIPS'de ise zamanlı ve sürekli olarak dahil edilmesi öngörülmüştür.

dolmadan önceki tüm ölçüm dönemlerinde içermelidir(PPS/RQ/A1-c, GIPS/RQ/3A-4⁴⁸).

4) Müşterinin rehberinde belgeye bağlanmış değişiklikler sonucu olması hariç, portföyler bir portföy grubundan diğerine aktarılmamalıdır⁴⁹ (PPS/RQ/A1-d, GIPS/RQ/3A-5⁵⁰).

5) Değiştirilebilir ve diğer hibrid menkul kıymetler portföy gruplarının içinde yer almalıdır⁵¹(PPS/RQ/A1-e, GIPS/RQ/3A-6).

⁴⁸ GIPS'in söz konusu düzenlemesi nitelik olarak PPS düzenlemesi ile özdeş olmakla birlikte, lafzında süresi dolmuş portföylerin şirketin yönetimi altında buldukları son tam performans ölçüm dönemine kadar uygun portföy grubunda **tarihi kayıt** olarak içerilmesi gerektiği ifade edilmektedir.

⁴⁹ AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda, müşterinin yatırım rehberindeki (investment guideline) değişiklikler sonucu portföyünü mevcut yatırım stili veya stratejisini temsil eden portföy grubundan firmanın tavsiye ettiği gruba taşınması, durumun belgeye bağlanması halinde mümkündür. Bu durumda firma halen mevcut olan portföy grubunu tarihi verileri ile muhafaza ederken, yeni grubun hiç bir tarihi performans kaydı bulunmayacaktır.

⁵⁰ GIPS'in konuya ilişkin düzenlemesinde gruplararası portföy aktarımı(müşterinin resmi tavsiyesinde belgeye bağlanmış değişiklikler sonucu olması yanında) portföy grubunun yeniden tanımlanması sonucu olması durumunda da uygun karşılanmaktadır. Diğer yandan portföyün tarihi kayıtlarının uygun grupta kalması GIPS standartları ile de düzenlenmiştir.

⁵¹ Komite'nin konuya ilişkin 1990 tarihli Rapor'unda, değiştirilebilir menkul kıymetlerin(convertible securities) yönetici ve müşteri arasında söz konusu menkul kıymetlerin sabit getirili menkul kıymetler bünyesine dahil edilmesine ilişkin başka bir anlaşma bulunmuyorsa, normal olarak hisse senedi performansı içinde değerlendirilmesi ve hisse senedi grubundan sabit getirili menkul kıymet grubuna bir kaydırma söz konusu olursa müşterinin ayrıca bilgilendirilmesi öngörülmüştür. AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda da, değiştirilebilir menkul kıymetlerin firma ve müşteri arasında aksine bir anlaşma olmadıkça, hisse senedi enstrümanı bünyesinde

6) Çoklu varlık portföy gruplarında(multiple-asset composites) salt varlık getirileri(asset-only return) ile varlık ve nakit getirisi toplamından oluşan getiriler birbirine karıştırılmamalıdır⁵²(PPS/RQ/A1-f).

7) Büyük uluslararası portföy gruplarının alt sektörlerinden veya alt portföy alanından(carve-outs) müstakil portföy gruplarının yaratılabilmesi, sadece alt sektörlerin gerçekte kendi nakit dağıtımı ve para(currency)

değerlendirilmesi ve belirlenmiş bir davranış kalıbı dahilinde sürekli olarak hibrid araçları kullanan bir yöneticinin müşteri ile karşılıklı anlaşma ile belirlenen ve bütün değiştirilebilir menkul kıymetlere uygulanan bir karar olmadıkça hibrid araçları farklı varlık sınıflarına kaydıramayacağı ifade edilmektedir.

⁵² Çoklu varlık içeren portföy grubu birden fazla varlık grubunu içeren portföylerin oluşturduğu gruplardır. Sadece firmanın varlık bileşimi üzerinde kontrol yetkisinin olduğu karma portföyler içerdikleri varlık gruplarının oranı dikkate alınarak karma portföy gruplarına yerleştirilmelidir. Örneğin %60 hisse senedi ve %40 hazine bonusu içeren bir karma portföy ile %40 hisse senedi ve %60 hazine bonusu içeren bir karma portföy farklı gruplarda yeralacaktır. Firmanın varlık bileşimi üzerinde kontrol yetkisinin bulunmadığı çoklu varlık portföyleri ise niteliklerine uygun bir portföy grubuna konulmalıdır. PPS standartları çoklu varlık portföylerinin alt bölümlerini oluşturan varlık grupları performanslarının bütünden ayrı olarak sunulmasını öngörmemektedir. Ancak firmaların istemesi durumunda, grupta bulunan nakdin hesaplamaya dahil edilmemesi kaydıyla, alt varlık grubunun performansının ilave bilgi ile sunulması veya alt varlık grubunun ayrı bir portföye(stand alone composite) taşınarak ve nakdin getiriye etkisi de dikkate alınmak suretiyle, alt grup performansı sunulması mümkündür. Görüldüğü üzere çoklu varlık gruplarında alt varlık gruplarına nakit dağılımı ancak ayrı bir portföy oluşturmak suretiyle firmanın yönetim yeteneklerini göstermesi durumunda mümkündür. Genel olarak da portföyde nakit ve nakit eşdeğerlerinin bulunması durumunda portföye yönelik nakit dağıtımının hesaplama döneminin başında yapılması gereklidir (AIMR.1997:32-33, 51).

yönetimi bulunan ayrı varlıklar olarak yönetilmesi durumunda mümkündür⁵³(PPS/RQ/A2).

8) Çoklu varlık sınıfı portföylerinin alt portföy alanları, söz konusu alanların gerçekte kendi nakit dağıtımları ile ayrı olarak yönetilmesi durumu hariç, tek varlıktan oluşan portföylerin(single asset class composite) getirilerini içeremez(GIPS/RQ/3A-7).

9) Portföy grupları sadece yönetimleri altındaki varlıkları içermeli, cari performansları ile taklit edilen(simulated) veya model portföy getirilerini ilişkilendirmemelidir(PPS/RQ/C1-d, GIPS/RQ/3A-8).

2.1.2. PPS ve GIPS Tavsiyeleri

1) Karma(balanced) portföyler gruplandırılmalıdır⁵⁴(PPS/RM/A1-a).

⁵³ AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda da, alt portföy alanının ilave bilgi ve kamuyu aydınlatma ile sunulması gerektiği ifade edilmektedir.

⁵⁴ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unda karma hesaplarla ilgili olarak, sabit getirili menkul kıymetler ile hisse senetlerinden oluşan karma hesapların sabit getirili menkul kıymetler ve hisse senetleri olmak üzere iki varlık grubuna ayrılması, her bir kategori için nakit balanslarının kullanılması, söz konusu portföyler için en önemli performans ölçütünün toplam hesap getirisi olduğu, toplam hesap getirisinin toplam hesabın yapısı dikkate alınarak oluşturulmuş ağırlıklandırılmış endeksin getirisi ile ölçülmesine ilişkin ayrıntılı öneriler bulunmaktadır. PPS ve GIPS ile karma portföy gruplarına ilişkin olarak getirilen düzenleme ve öneriler değerlendirildiğinde ayrıntılı değerlendirmelerden kaçınıldığı ancak, temel esaslar dahilinde şirketlerin konuya ilişkin tasarıflarının kamuya açıklanması üzerinde durulduğu dikkat çekmektedir.

2) Hesapta önemli ölçüde girişe ve çıkışa neden olan nakit akımları olması durumunda, söz konusu nakit akımları kendileri için geçici olarak açılan yeni hesaplara devredilmelidir⁵⁵(PPS/RM/A1-b).

3) Uluslararası portföylerde ayrı portföy gruplarının oluşturulması için portföylerde döviz kuru korunmasının(currency hedging) kullanılması ve korunma kullanımının önemsiz olmaması ile portföylerin korunmuş ölçütlere(hedged benchmark) karşı yönetilmiş olması gereklidir. Diğer yandan söz konusu portföy grubunda döviz kuru korunması yasaklanmışsa, bunun da döviz kuru korunması bulunmayan ölçütler(unhedged benchmark) ile kıyaslanması gereklidir⁵⁶(PPS/RM/A2).

4) Portföyler vergi oranlarına, başlangıç yıllarına(vintage year) ve realize edilmemiş sermaye kazançlarına(eşit miktarda olmak kaydıyla) göre gruplandırılmalıdır⁵⁷(PPS/RM/A4).

⁵⁵ AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda PPS'ye uygun performans sunumu yapıldığında söz konusu geçici yeni hesabın performans raporunda yer almaması gerektiği belirtilmektedir.

⁵⁶ Benzeri bir öneri de (GIPS/RM/3B2)'de bulunmaktadır. Öneriye göre, portföyde korunmanın(hedging) kullanımı önemsiz değilse, korunma kullanılmasına izin verilen portföyler farklı portföy gruplarının bünyesine dahil edilmelidir.

⁵⁷ Koşullar uygun oldukça ayrı portföy gruplarının oluşturulması gerek PPS gerekse de GIPS'de teşvik görmektedir. Nitekim (GIPS/RM/3B2)'deki öneri söz konusu yaklaşımı öneri olarak ifade etmektedir. Söz konusu öneriye

2.2. Getirilerin Hesaplanması

2.2.1. PPS ve GIPS Düzenlemeleri

1) Yatırım performansının hesaplanmasında realize edilmiş ve edilmemiş getiri bileşenlerinden oluşan toplam getirinin kullanılması zorunludur⁵⁸ (PPS/RQ/B1-a, GIPS/RQ/2A-1).

2) Zamanla ağırlıklandırılmış getiri oranı yöntemi kullanılmalıdır⁵⁹ (PPS/RQ/B1-b, GIPS/RQ/2A-2⁶⁰).

3) Tahakkuk ettirilen gelirin bulunması için sabit getirili menkul kıymetler ve diğer bütün menkul kıymetlerde

göre, içerdiği varlık gruplarının niteliklerini dikkate alan ayrı portföy grupları oluşturulmalıdır.

⁵⁸ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun V(B) bölümünde de performans hesabında gelir ve sermayenin değer kazanması bileşenlerinden oluşan toplam getirinin kullanılması gerektiği ifade edilmektedir.

⁵⁹ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun V(A) bölümünde ZAGO'nun yöneticinin zaman içinde gösterdiği performansın kıyaslanmasında temel yöntem olması kabul edilmiştir. Aynı Rapor'un V(E/1) bölümünde de ZAGO'nun portföye yönelik nakit giriş ve çıkışlarının performans sonuçları üzerindeki etkisini en aza indirdiği belirtilerek, portföye yönelik nakit giriş ve çıkışı olması durumunda günlük muhasebenin tercih edilen yöntem olduğu ifade edilmiştir. Diğer yandan AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda ZAGO ile ilgili olarak yapılan alternatif performans hesaplamalarının belli bir formülü dikte etmediği, amaçlanan kavram olarak üç aylık dönemde, zamanla ağırlıklandırılmış toplam getirinin ilan edilmesinin olduğu vurgulanmaktadır.

⁶⁰ Ayrıca GIPS'in söz konusu düzenlemesinde periyodik getirilerin geometrik bağlantılı olacağı, ZAGO'nun 01/01/2005 tarihinden itibaren günlük ağırlıklandırılmış nakit akımları ile düzeltileceği ve nakit akımları olduğu anda günlük fiili değerlemenin 01/01/2010 tarihinden itibaren yapılacağı belirtilmektedir.

tahakkuk muhasebesi ve piyasa değeri hesabı kullanılmalıdır⁶¹(PPS/RQ/B1-c, GIPS/RQ/1A-5⁶²).

4) Portföy grupları, ağırlıklandırma döneminin başından itibaren varlıkla ağırlıklandırılmış(asset-weighted) olmalıdır(PPS/RQ/B1-d, GIPS/RQ/2A-4).

5) Portföyde bulunan nakit ve nakit eşdeğerlerinin getirileri getiri hesaplamalarına dahil edilmeli ve getiri hesabına konu olan nakit ve nakit eşdeğerleri toplam varlıklara ilave edilmelidir⁶³(PPS/RQ/B1-e).

⁶¹ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun V(E/4) bölümünde de yatırım gelirlerinin tam tahakkuk muhasebesi ile hesaplanması tavsiye edilmiştir. AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda, sabit getirili menkul kıymetler için gelir tahakkuk ettirilen dönem sonrasında kıymet bedelinin vadesi sonunda geri ödenmemesi durumunun ortaya çıkması durumunda, firmanın önceki performans hesaplamalarını değiştirmemesi ve sadece yeni hesaplamada söz konusu faiz gelirin sifir olarak dikkate alması gerektiği ifade edilmektedir.

⁶² GIPS'in (GIPS/RQ/2A3) düzenlemesinde tahakkuk muhasebesinin kullanılması durumunda temettü gelirlerinin de bu yöntemle hesaplanması gerektiği ve (GIPS/RQ/1A5) düzenlemesinde de 01/01/2005 tarihinden itibaren temettü için tahakkuk muhasebesinin zorunlu olacağı ifade edilmektedir.

⁶³ AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda "nakit araçlarının portföye dağıtılması ve performans hesabı, yatırım yönetimi ile uğraşan firmanın nakit araçlarını portföye dahil etme konusundaki stratejileri çerçevesinde belirlenmelidir. Örneğin bir firma hazine bonosunu sabit gelir stratejisi veya nakit ikamesine yönelik olarak portföyünde tutabilir. Eğer ilk durum söz konusu ise tahakkuk muhasebesi kullanılarak gelir tahakkuk ettirilmesi gereklidir. Ancak aracın dönem sonundaki değeri tam olarak bilinmiyorsa en uygun yöntem önceki dönemlere bakılarak gelirin tahmin edilmesi ve dönem sonunda fiili gelir ile bir farklılık olursa nakit esas muhasebesine göre düzeltme yapılmalıdır" görüşüne yer verilmektedir.

6) Portföyler en azından üç ayda bir değerlendirilmeli⁶⁴ ve periyodik getiriler geometrik bağlantılı (geometrically-linked)⁶⁵ olmalıdır (PPS/RQ/B1-f, GIPS/RQ/1A-3⁶⁶).

7) Performans bütün işlem masrafları (broker komisyonu ve SEC masrafları vb.) düşüldükten sonra hesaplanmalıdır (PPS/RQ/B1-g, GIPS/RQ/2A-6).

8) Portföyler, menkul kıymetleri satın almak amacıyla kaldıraç (leverage) kullandığında getiri sonuçları fiili bazda (actual basis) hesaplanarak, getirilerin bütünüyle nakit bazda (all cash basis) olduğu ifade edilmelidir. Harici olarak kaldıraç (externally leverage) kullanan ve kaldıraç kullanmamış hesapları içeren portföylerde, getiri

⁶⁴ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun V(E/1) bölümünde firmalar için uygunsa aylık bağlantılı değerlemenin tercih edilmekle birlikte, portföylerin en az üç ayda bir değerlendirilmesinin gerektiği ifade edilmektedir. AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda üç aylık getirinin hesaplanmasında tercih edilen ve daha doğru sonuçlar veren yöntemin portföy getirilerinin aylık bağlantılı olarak hesaplanmasının olduğu ifade edilmektedir. Aylık olarak ağırlıklandırılmış grup getirilerini üç aylık grup getirileri ile ilişkilendiren söz konusu yöntemde ay bazında ağırlıklandırılmış portföy grubu getirisinin bulunması için aylık getiriler hesaplandıktan sonra gruptaki her bir portföy getirisi başlangıç ayındaki portföyün varlık değeri (varlık değeri artı ağırlıklandırılmış nakit akımları toplamından oluşur) ile ağırlıklandırılmaktadır.

⁶⁵ GIPS'in (GIPS/RQ/2A-2) düzenlemesi ile paraleldir.

⁶⁶ GIPS'in söz konusu düzenlemesinde ayrıca 01/01/2000 tarihinden itibaren portföylerin en azından aylık olarak değerlendirileceği ve 01/01/2010 tarihinden itibaren portföylerin herhangi bir nakit akımı olması durumunda değerlendirileceği ifade edilmektedir.

hesaplandığında kaldıraç kullanan hesaplar için nakit esasın kullanıldığı belirtilmelidir(PPS/RQ/B1-h).

9) Portföy grubu içinde ve danışmanın yönetimi altında bulunan bütün hesapların performans hesabının veya getiri oranının gösterilmesi ve hesaplamalara esas olan belge kayıt düzeninin sağlanması gereklidir(PPS/RQ/B1-i) Ayrıca, firmanın performans hesaplaması ve sunumuna esas olan bütün veri ve bilgiler muhafaza edilmelidir(GIPS/RQ/1A-1).

10) Eğer firma belli bir hesabın portföy grubuna dahil edilmesi konusunda asgari bir varlık pozisyonu ölçütü belirlemişse, bu ölçütün altında kalan hiç bir hesap söz konusu portföy grubuna dahil edilmemelidir(GIPS/RQ/2A-7).

11) Uluslararası Yatırımlar; Yabancı para birimi tanımına uygun olarak yönetilen portföylerde, yabancı para gelirin dayalı olarak kullanılan bir ölçüt bulunmuyorsa kullanılacak ölçüt portföye uygun olarak seçilmelidir (PPS/RQ/B2).

12) Vergiye İlişkin Düzenlemeler; vergiyi doğuran olay ortaya çıktığında vergi hesabı yapılmalıdır; gelir ve realize edilmiş sermaye kazançları üzerinden hesaplanan

vergiler performans sonuçlarından düşürülmelidir⁶⁷; gelir üzerinden alınan vergilerde tahakkuk ilkesi esas alınmalıdır; vergiye tabi ve vergi muafiyeti olan menkul kıymetler için oluşturulacak portföy gruplarının maksimum federal gelir vergisi oranlarının kullanması mümkündür(PPS/RQ/B1-a/b/c/d/f).

13) Portföy değerlemede maliyet veya defter değeri değil, piyasa değeri esas alınmalıdır(GIPS/RQ/1A-2).

2.2.2. PPS ve GIPS Tavsiyeleri

1) Hesaplamalarda varlıkla ağırlıklandırılmış portföy gruplarına ilaveten, eşit ağırlıklandırılmış portföy grupları kullanılmalıdır(PPS/RM/B1-a).

2) Temettü hesaplarında tahakkuk muhasebesinin kullanılarak, sabit getirili menkul kıymetler için kullanılan tahakkuk muhasebesinin bütün performans devrelerinde uygulanması tavsiye edilir(PPS/RM/B1-b/c).

3) Portföyler günlük olarak değerlendirilmelidir. Günlük olarak değerlendirme mümkün değilse, nakit akımları ve piyasa hareketlerinin performans sonuçları üzerinde maddi

⁶⁷ GIPS'de(GIPS/RM/2B-2) performans sonuçlarının net olarak gösterilmesi öneri olarak değerlendirilmiştir.

olumsuzluklara neden olması durumunda değerlendirilmelidir⁶⁸(PPS/RM/B1-e, GIPS/RM/2B-2⁶⁹).

4) İşlem günü muhasebesi kullanılmalıdır(PPS/RM/B1-f).⁷⁰

5) Uluslararası Yatırımlar; sürekliliği olan kaynağa dayalı döviz kurları kullanılmalıdır, getiriler net olarak hesaplanmalıdır, döviz kuru cinsinden varlıklarda değişiklik oldukça portföyler yeniden değerlendirilmelidir(PPS/RM/B2-a/b/c).

6) Vergiye İlişkin Düzenlemeler; mevcut hukuk tarafından öngörülmüşse nakit esasına dayalı muhasebe kullanılmalıdır; hesaplamalar yöneticinin kontrolü altında

⁶⁸ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun V(E/3) bölümünde portföyün son piyasa değerinin %10'una ulaşan nakit giriş ve çıkışlarının portföy değeri üzerinde önemli ölçüde değişikliğe yol açan nakit hareketleri olarak kabul edilerek, nakit hareketlerinin söz konusu orana ulaştığı tarihte(performans sonuçları üzerindeki muhtemel olumsuzluklarının giderilmesi amacıyla) portföyün yeniden değerlendirilmesi öngörülmüştür.

⁶⁹ GIPS'in söz konusu düzenlemesi özü itibarı ile PPS düzenlemesiyle benzeşmekle birlikte öneride tam olarak, nakit akımlarının gerektirdiği performans düzeltmelerinin sürekli olarak yapılması ve önemli nakit hareketlerinin performans sonuçları üzerinde önemli etkilere neden olması durumunda portföyün nakit akımının olduğu tarihte alt devrelerle geometrik bağlantılı olarak yeniden değerlendirilmesi gerektiği ifade edilmektedir. (GIPS/RM/1B-1) tavsiyesinde de nakit akımlarının veya piyasa hareketlerinin performans sonuçlarını maddi olarak çarpıtması söz konusu olduğunda portföylerin yeniden değerlendirilmesi gerektiği ifade edilmektedir.

⁷⁰Konu ile ilgili olarak (GIPS/RQ/1A-4) düzenlemesinde firmaların 01/01/2005 tarihinden itibaren işlem günü muhasebesi kullanmak zorunda oldukları ifade edilmektedir.

olmayan hesaplardan sağlanan sermaye kazançları ile düzeltilmelidir; ölçüt getirileri(benchmark return) mümkünse ölçüt endeksin fiili hacmi dikkate alınarak hesaplanmalı bu mümkün değilse yaklaşık hesaplamalar dikkate alınmalıdır; eğer getiriler vergi öncesi haliyle sunulmuşsa, portföy gruplarının toplam getiri oranı vergi sonrası bazda düzeltilmeksizin sunulmalıdır(PPS/RM/B3-a/b/c/d).

7) Ölçütte ve portföy gruplarında kullanılan döviz kuru kaynakları aynı olmalıdır(GIPS/RM/1B-2).

2.3. Getirilerin Sunulması

2.3.1. PPS ve GIPS Düzenlemeleri

1) 10 yıllık performans kayıtları (eğer firmanın kuruluşu 10 yıldan azsa firmanın kuruluş tarihinden itibaren) sunulmalıdır⁷¹ (PPS/RQ/C1-a).

⁷¹ GIPS'in konuya ilişkin (GIPS/RQ/5A-1/a) düzenlemesinde en az 5 yıllık performans kayıtlarının(eğer firmanın kuruluşu 5 yıldan azsa firmanın kuruluş tarihinden itibaren) sunulması, 5 yıldan sonra ise 10 yıla ulaşmaya kadar her yıl için ilave yapılmak suretiyle performans sunumunun yapılması gerektiği ifade edilmektedir. Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun VIII(A/1-2) bölümünde ise performans sonuçlarının doğru muhasebeleştirilmenin veri sağlaması ve 10 yıldan az olmaması kaydıyla mümkünse 20 yıla kadar sunulması gerektiği ve kuruluşu 20 yıl geriye gitmeyen firmaların ise performans sunumunda başlangıç yıllarının ilk takvim yılı olacağı ifade edilmektedir. Diğer yandan AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda belge kayıt düzenindeki aksaklıklar nedeniyle(kayıtların tutulmaması, eksik tutulması veya kayıp olması vb.) PPS standartlarına göre üretilmiş bilgileri içermeyen geçmiş performans dönemlerinin bulunması durumunda kamuya

2) Bütün yıllar için yıllık getirilerin sunulması zorunludur.⁷² Ancak, bir yılın altında kalan dönemler için performans hesabı yapılmasında yıllıklaştırılmış getiri kullanılmamalıdır(PPS/RQ/C1-b, GIPS/RQ/5A-1/b, 5A-2).

3) Firmanın organizasyonundaki değişiklikler sonrası portföy gruplarının sonuçları

gerekli açıklamaların yapılması ve PPS'nin kamuyu tam aydınlatma kuralının bir gereği olarak genel performansa daha fazla katkı sağlayan(**cherry picking**) performans dönemlerinin özellikle seçilmesi yasaklanmıştır.

PPS standartlarının ilk uygulamaya geçtiği tarih olan 01.01.1993 tarihinden önce 01.01.1990 tarihinde kurulan, 01.01.1990-01.01.1993 döneminde PPS'ye aykırı olarak portföyleri yıllık olarak değerleyen, değerlemede nakit esasını kullanan, varlıkla ağırlıklandırılmış portföyleri kullanmayan ve PPS'ye uygun sistemini 01.01.1993 tarihinden sonrası için uygulayan bir firma asgari 10 yıllık performans sonuçlarının açıklanması gerektiği kuralına uyamamakla birlikte hala PPS'ye uygun performans sonuçlarını aşağıdaki opsiyonlara göre açıklayabilme imkanına sahiptir. (1) 01.01.1990-01.01.1993 dönemi hesap ve kayıtlarını(3 aylık değerlendirme yapılması, tahakkuk esasının kullanılması ve varlıkla ağırlıklandırılmış portföy gruplarının oluşturulması vb. Standartları dikkate alarak) PPS'ye uygun hale getirir, veya (2) Geçmişe Yönelik Hafifletilmiş Standartlar'ın(Relaxed Retroactive Standards) esnek uygulamasından yararlanarak 01.01.1990-01.01.1993 dönemi için yıllık değerlendirme yapar, nakit esasını uygular ancak varlıkla ağırlıklandırılmış portföy gruplarının oluşturur, veya (3) 01.01.1993 tarihinden itibaren PPS'ye uygun sunum yapabilir. Ancak bu yöntemin benimsenmesi durumunda PPS'ye uygun sunumun dışında kalan dönemin tam olarak belirlenmesi(örnekte 01.01.1990-01.01.1993 dönemi) ve neden kapsam dışında olduğunun açıklanması gereklidir. Eğer firma ele alınan dönemdeki tarihi performansını veya PPS'ye uygun sunum yapılamamasının gerekçesini açıklamak istemiyorsa, PPS'nin tahlil ettiğimiz kuralına uygun performans açıklamasını ancak 01.01.2003 tarihinde yapabilir. Diğer yandan bu dönemdeki kayıtların yöneticinin dışında olan nedenlerle tutulmaması, kayıp veya tahrip olması durumunda ise ilgili dönem için gerekli açıklamanın yapılması kaydıyla 01.01.1993 tarihinden itibaren sunumun PPS'ye uygun olduğu ilan edilebilir (AIMR.1997:5-9, 100).

açıklanmamalıdır(PPS/RQ/C1-c), portföy grubunun kuruluş tarihi belirtilmelidir⁷³(GIPS/RQ/5A-1/f).

4) Kaldıraç kullanan portföyleri içeren portföy grupları; kaldıraç yöneticinin kararlarının sonucu olarak kullanmışsa ilan edilen performans sonuçları kaldıraçın etkilerini içermelidir ve gerek bu durum için gerekse de müşterinin talebi üzerine olsun, kaldıraç kullanılması durumunda performans bütünüyle nakit bazda(all-cash basis) sunulmalıdır(PPS/RQ/C1-e).

5) Eski firmanın veya iştirakinin performans sonuçları yeni firmanın veya iştirakin tarihi kayıtları olarak kullanılamaz(PPS/RQ/C1-f, GIPS/RQ/5A-3).

6) GIPS standartlarına uyan firmanın, uymayan firmaca ele geçirilmesi (veya tersi) durumunda, uymayan firmanın varlıklarının standartlara uygun hale getirilmesi için bir yıl süre tanınır(GIPS/RQ/5A-4).

7) 01/01/2005 tarihinden itibaren, her bir portföy grubu oluşturulduğunda uygun karşılaştırma ölçütü belirlenmelidir. Firmaların oluşturulan karşılaştırma ölçütü

⁷² GIPS'in konuya ilişkin (GIPS/RQ/5A-1/b) düzenlemesinde sadece bütün yıllar için yıllık getirilerin kullanılması öngörülmektedir.

⁷³ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun V(D/1-2) bölümünde yöneticiler ile yeni müşterilerin performans hesabına başlama tarihi konusunda önceden anlaşarak yönetim sözleşmesine konu ile ilgili hüküm koymaları ve hesaplamının bu hükme göre yapılması gerektiği belirtilmektedir.

ve portföy yapısı arasındaki görece farklılıkları ve yöneticinin uygun karşılaştırma ölçütü belirlememesi durumunda bunun nedenlerini açıklaması gereklidir(GIPS/RQ/5A-6).

8) Uluslararası Düzenlemeler; Çoklu portföy gruplarından alt sektör kullanılarak müstakil portföy grubunun oluşturulması durumunda grupta yer alan portföylerin sayısı ve alt sektördeki yüzdeleri belirtilmelidir(PPS/RQ/C-2).

2.3.2. PPS ve GIPS Tavsiyeleri

1) Portföy gruplarının performansları yatırım yönetimi ücretlerinin tamamını içermeli ve vergiden önceki(uluslararası vergiler hariç) hali ile sunulmalıdır⁷⁴ (PPS/RM/C-1/a).

2) Eşit ağırlıklandırılmış portföy gruplarının performansları ilave bilgi ile birlikte

⁷⁴ Aynı husus (GIPS/RM/5B-1/a) tavsiyesinde portföy performansının sunumunda içerilmesi veya ilave bilgi olarak açıklanması gereken bilgiler arasında yer almaktadır. Diğer yandan aynı tavsiyede bütün dönemler için birikimli portföy getirilerinin, her bir portföy için eşit ağırlıklandırılmış orta(mean) ve medyan getirilerinin, toplulaştırılmış portföy getirilerinin zaman içindeki volatilesinin ve grupta yer alan portföyler arasında döviz kuru kullanılması konusundaki farklılıkların da içerilmesi veya ilave bilgi olarak açıklanması gerektiği de belirtilmektedir.

sunulmalıdır(PPS/RM/C-1/b), firmanın önem verdiği ilave bilgiler açıklanmalıdır⁷⁵(PPS/RM/C-1/c).

3) Toplam getiri ile ilgili risk ölçüleri hem portföy, hem de karşılaştırma ölçütü ile birlikte sunulmalıdır(GIPS/RM/5B-2).

4) Vergi ile İlgili Düzenlemeler; Eğer getiriler vergilerden sonra sunuluyorsa, her bir portföyde belli müşterilere karşı gelen vergi oranları kullanılabilir; ancak, portföy grubu performansı grupta yer alan bütün müşteriler için aynı vergi oranlarına dayanarak hazırlanmalı ve sunulmalıdır. Ayrıca, aşağıda yer alan hususlar performans sunumlarında kullanılmalıdır; piyasa değerinin başlangıç ve bitiş tarihlerindeki tutarları, portföye yönelik giriş ve çıkış tutarları, başlangıç ve bitiş tarihlerindeki realize edilmemiş sermaye kazançları, realize edilmiş kısa ve uzun vadeli sermaye kazançları, vergiye tabi olan ve vergiden muaf gelirler, realize edilmiş sermaye kazançlarının tespitinde kullanılan yöntem(LİFO, FİFO, en düşük/en yüksek/ortalama maliyet vb), eğer

⁷⁵ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun VIII(A/9) bölümünde grup performansları hesabı ve sunumunun, hesabın gruptaki nisbi büyüklüğü ile ağırlıklandırılarak sunulması gerektiği ifade edilmektedir. Ayrıca aynı maddede yöneticilerin aşağıdaki hususlar hakkında bilgi vermesi gerektiği de belirtilmektedir; her bir grupta bulunan müşteri sayısı, her grubun takvim yılı başındaki büyüklüğü, her bir gruptaki hesapların ortalama büyüklüğü, sunuma dahil edilmeyen bütün hesaplara ilişkin bilgiler.

karşılaştırmanın ölçütü açıklanıyorsa vergi sonrası karşılaştırma ölçütü gelirin hesaplanmasında kullanılan yöntem.

2.4. Kamuyu Aydınlatma Düzenlemeleri

2.4.1. PPS ve GIPS Düzenlemeleri

AIMR-PPS standartlarına uygun bir sunumun gerçekleştirilebilmesi için (PPS/RQ/D1,D2,D3,D6) düzenlemeleri gereğince aşağıdaki hususların kamuya açıklanması gerekmektedir⁷⁶;

1) Portföy gruplarının tamamının listesi ve açıklamaları⁷⁷,

⁷⁶ GIPS'in konuya ilişkin düzenlemelerinde(GIPS/RQ/4A), bu bölümde incelenen 1,2,3,5,6,8,9,10 ve 13/b düzenlemelerine düzenleme bölümünde yer vermektedir. Ancak (2)'yer alan düzenlemenin bir kısmı(her bir dönem için firmanın toplam varlıklarının açıklanması) (GIPS/RQ/4A-2)'de yer alırken bir kısmı da (GIPS/RQ/5A-1/c)'de yer almaktadır. Diğer yandan GIPS'de, PPS'nin incelenen bölümünde yer almayan iki düzenlemeye de yer verilmiştir. Bunlar; performans ilanında kullanılan para biriminin açıklanması(GIPS/RQ/4A-6) ile temettü, faiz ve sermaye kazancı üzerinden alınan vergilerle ilgili gereken ayrıntıda bilgi verilmesi ve vergi etkisini içermeyen net esasa dayalı endekslerin karşılaştırma ölçütü olarak kullanılması durumunda ölçüte göre portföy grubunun vergilendirme esaslarının açıklanmasıdır(GIPS/RQ/4A-9).

⁷⁷ AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda, portföyün ilgili portföy grubuna dahil edilmesindeki firma stratejisi ile portföy gruplarının geçmiş performanslarına ilişkin bilgilerin, açıklamalarda yer alması gerektiği belirtilmektedir. Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun VIII(A/8) bölümünde, yöneticilerin geçerli sebepler oldukça ayrı portföy grupları oluşturabileceği(vergiye tabi olan/olmayan hesaplar, tam kontrol altında olan/olmayan hesaplar, yatırım stilleri, risk seviyeleri vb. etkenlerin ayrıma ölçüt olabileceği belirtilmiştir) belirtilerek, performans sunumunun dışında

2) Bir portföy grubundaki portföylerin sayısı ve varlık miktarı ile portföy grubunun firmanın varlıkları arasındaki yüzde değeri⁷⁸,

3) Firma'nın toplam varlıklarının belirlenmesinde kullanılmak üzere firma tanımının yapılması ve standartların firma ölçeğinde uygulanması,⁷⁹

4) Tek varlıktan oluşan portföy gruplarında karma portföylerin içerilip içerilmediği ve nakdin varlık bölümleri arasında dağıtılmasına ilişkin açıklama,

5) Performans sonuçlarının yatırım yönetimi ücretine göre brüt veya net olarak hesaplanıp hesaplanmadığı, firmanın ücret cetveli ve brüt sonuçlar ayrıca gösterilmemişse ortalama yönetim ücreti⁸⁰,

bırakılan herhangi bir hesap varsa dışarıda bırakılma nedenlerinin açıklanması gerektiği ifade edilmektedir.

⁷⁸ Aynı hususa GIPS'in (GIPS/RQ/5A-1/c) düzenlemesinde yer verilmektedir. AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda toplam firma varlıkları tanımının içine sadece yöneticinin kontrolü altında olan hesapların içerdiği varlıkların dahil edilmesi gerektiğini belirtmiştir.

⁷⁹ GIPS kurallarının da bütünüyle ve firma genelinde uygulanmasına yönelik firma bütününde uyum(firmwide basis compliance) kuralına GIPS'de (GIPS/RQ/5A-1/e) düzenlemesinde yer verilmektedir.

⁸⁰ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun VIII(A/12) bölümünde, performans sonuçlarının vergi öncesi/vergi sonrası performans karşılaştırmasının yapılmasına imkan verecek şekilde hazırlanması yanında, fiili/ortalama ücret öncesi/sonrası performans kıyası yapılmasına imkan verecek şekilde de hazırlanmasının gerekli olduğu ifade edilmektedir.

6) Asgari varlık büyüklüğü ölçütünün altında kalarak portföy grubunun dışında bırakılan portföyler⁸¹,

7) Portföy grubunun toplam getirisine göre bireysel portföy getirisinin yayılma ölçüsüne ilişkin bilgiler⁸²,

8) İşlem günü değerlemesi yerine takas günü değerlemesinin kullanılıp kullanılmadığı,

⁸¹ AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda firmanın yatırım stratejisi için temsil yeteneği olan hesapları portföy grubuna alma arayışından kaynaklanan asgari büyüklük ölçütünün(minimum size criteria) kamuya açıklanması ve her hesap için sürekli olarak uygulanması gerektiği belirtilmektedir. Bir başka yorumda ise, asgari büyüklük ölçütünün değiştirilmesi durumunda, değişikliğin kamuya duyurularak yeni ölçütün sürekli olarak uygulanması gerektiği belirtilmektedir.

⁸² Aynı hususa GIPS'in (GIPS/RQ/5A-1/d) düzenlemesinde yer verilmektedir. Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun VIII(A/15) bölümünde, portföy gruplarında yer alan hesapların getirilerine ilişkin alfa,beta ve standart sapma gibi risk ölçütlerinin kullanımının teşvik edildiği ifade edilmektedir. Buna benzer olarak Rapor'un VIII(A/16) bölümünde de performans analizi ve sunumunda yönetim altında bulunan hisse senetlerinin ortalama piyasa büyüklüğü, yönetim altında bulunan sabit getirili menkul kıymetlerin ortalama kalitesi ve süresi gibi ilave ölçütlerin kullanılmasının teşvik edildiği ifade edilmektedir. AIMR'in konuya ilişkin bir yorumunda, her bir portföy grubu gelirinin yıllık yayılmasının hesaplanmasında sadece bir tam yıl boyunca grupta kalan portföy gelirlerinin kullanılabileceğini belirtmiştir. Bir başka yorumda ise, yayılma rakamının fiili performans ile tam bağlantılı olmadığı ve önemli olanın yayılmanın doğru hesaplanması ve müşteriye grup gelirinin yayılması hakkında fikir verilmesinin olduğu ifade edilerek, merkezi yayılmanın yöntemi konusunda standartların belli bir formülü dikte etmediği belirtilmektedir. Diğer bir yorumda, standart sapmanın yayılmanın belirlenmesi konusunda en fazla kullanılan ölçüt olmakla birlikte toplam adedi 5'den az olan portföylerde anlamlı sonuçlar vermediği dikkate alınarak bu gruplar için sunumda yayılma ölçüsü belirtmek yerine gruptaki portföy sayısının 5'den az olduğunun belirtilmesinin standartlara aykırılık oluşturmayacağı belirtilmektedir.

9) Hiç bir ücret ödenmeyen portföylerin portföy grubuna ve firmanın toplam varlıklar belirlenmesine dahil edilmesi⁸³,

10) Kaldıraç kullanılmasına ilişkin ayrıntılı bilgi ile kaldıraçın türev araçlarda kullanılma biçimi ve sıklığına ilişkin bilgiler⁸⁴,

11) Yatırım yönetimi hizmeti veren personeldeki değişiklikler⁸⁵,

12) Standartlara uyumun başladığı tarihe ve standartların uygulanmadığı döneme ilişkin tarihi kayıtlar ile ilgili olarak, söz konusu kayıtların PPS ile uyum içinde olmadığına ve bu kayıtların uyum içinde olan kayıtlardan ayrıştırılmasına ilişkin bilgiler,

13) Uluslararası Düzenlemeler;

a) Portföy gruplarının ve karşılaştırma ölçütlerinin brüt veya net olarak sunulmasına ilişkin bilgiler ile eğer

⁸³ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun V(H/1) bölümünde performans hesabı ve sunumunda dahil edilen ve çıkarılan hesapların açıkça belirtilmesi gerektiği ifade edilerek, dışarıda bırakmaya örnek olarak yöneticinin tam kontrolü bulunmayan hesaplar gibi özel kategori yatırımlar verilmiştir.

⁸⁴ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun V(J) bölümünde kaldıraç etkisinden faydalanan hesaplarda tamamen nakit bazlı sunum yapılıyorsa fiili sonuçlara ilaveten kaldıraç etkisinin de belirlenmesi gerektiği ifade edilmektedir.

⁸⁵ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun VIII(A/7) bölümünde performans sonuçlarının yönetici firmanın organizasyonunun bir sonucu olduğu

grup ve ölçüt için net sunum yapılmışsa varsayılan vergi oranına ilişkin bilgiler.

b) Portföy gruplarının özgül karşılaştırma ölçütlerine göre yönetilmesi durumunda, karşılaştırma ölçütünde içerilmediği halde ülkelere ve bölgelere yatırılmış portföy gruplarının yüzdesi⁸⁶.

14) Vergi ile İlgili Düzenlemeler; aynı müşteri tipi için aynı stratejilere göre yönetilen vergilendirilebilir portföy gruplarının toplam varlıklara oranı belirlenmelidir; performans sonuçları vergi sonrası duruma göre sunuluyorsa varsayılan vergi oranları belirtilmelidir.

15) Karşılaştırma ölçütü(veya ölçütleri) portföy grubuna ve yatırım stratejisine uygun olmalıdır, eğer sunumda karşılaştırma ölçütüne yer verilmemişse bunun nedenleri kamuya açıklanmalıdır. Firmanın belli bir portföy grubu için kullandığı karşılaştırma ölçütünü değiştirmesi durumunda değişikliğin nedenleri kamuya açıklanmalıdır.⁸⁷

belirtilerek, personeldeki değişikliklerin performans sonuçlarının değiştirilmesine gerekçe teşkil edemeyeceği ifade edilmektedir.

⁸⁶ AIMR'in bir yorumunda, özel kategori varlıklar olarak kabul edilen gayrimenkuller ve uluslararası yatırımların karma portföylerde içerilmesi durumunda, yönetici gerekli görmedikçe, belli konularda kamuya bilgi verilmesine gerek olmadığı belirtilmektedir.

⁸⁷ Söz konusu kural AIMR Performans Sunum Standartları Yürütme Komitesi'nin Karşılaştırma Ölçütü Alt Komitesi tarafından geliştirilmiş olup, 01/01/1999 tarihinde geçerlik kazanmıştır. Kararda ayrıca kullanılan karşılaştırma ölçütünün adının da açıklanması istenmekte olup ölçütün; iyi

2.4.2. PPS ve GIPS Tavsiyeleri

PPS'nin amaç ve ruhuna uygun dürüst sunum ve tam açıklamanın yapılması için (1) ve (2)'de yer alan hususların ilave bilgi olarak açıklanması gerektiği tavsiye(PPS/RM/D1-2) olarak ifade edilmektedir⁸⁸.

1) Performans sunumu sırasında bütün portföy grupları aşağıdaki bilgileri açıklamalıdır; Toplam portföy gruplarının volatilitesi, Karşılaştırma ölçütlerinin portföyün

bilinen yayınlanmış bir endeks, belli varlık gruplarından oluşturulan bir endeks veya benzer fonlar veya portföyler için emsal bir grubu esas alabileceği ifade edilmektedir. Ayrıca iyi bir karşılaştırma ölçütünün varlık sınıflarını temsil etmesi, yatırım yapılabilir olması, bilimsel ve objektif olarak hazırlanması, kamunun anlayabileceği şekilde formüle edilmiş olması, yönetici tarafından tarafsız pozisyonda kabul edilmesi, yatırımcının durumuna uygun olması gerektiğinin de altı çizilmektedir. Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun VIII(A/13) bölümünde, yöneticilerin performans sonuçlarının muhakeme edilmesini sağlamak üzere, karşılaştırma ölçütü olarak uygun tipik endeksleri kullanması gerektiği ifade edilmektedir. Aynı bölümde örnek olarak portföyün büyük/küçük piyasa değeri olan hisse senetlerinden oluşması durumunda S&P500 endeksini veya küçük/daha küçük piyasa değeri olan hisse senetlerinden oluşması durumunda Nasdaq ve Russell 3000 endeksini kullanabileceği, veya yarı yarıya küçük ve büyük hisse senetlerinin karışımından oluşan bir portföy için aynı oranda ağırlıklandırılmış yeni bir ölçüt oluşturarak karşılaştırmayı sağlayabileceği ifade edilmektedir.

⁸⁸ GIPS'in konuya ilişkin tavsiyelerinde(GIPS/RM/4B) ise aşağıdaki hususların firmaca kamuya açıklanması tavsiye edilmektedir; firma tarafından kullanılan portföyün değerlendirilmesine ilişkin kaynak ve yöntemler, firmanın kullandığı hesaplama yöntemi, performans brüt olarak sunulduğunda firmanın ücret cetvelinin de açıklanması, sadece net performansın sunulması durumunda ortalama ağırlıklı yönetim ücreti ile uygulanan diğer ücretlerin açıklanması, firmada meydana gelen ve potansiyel müşterinin performans kayıtlarını yorumlamasına yardımcı olacak

risk veya yatırım stiline uygun olarak belirlenmesi, Oluşturulan karşılaştırma ölçütü ile portföy grubunun yapısı arasındaki göreceli farklılıklar⁸⁹, Bütün dönemler için birikimli portföy grubu getirileri, Her bir portföy grubundaki portföy ölçüğü genişliği(portföy adedi 5 veya daha az değilse) ve grup kapsamında yönetilen varlık büyüklüğünün toplam varlıklara oranı,

2) Uluslararası Yatırımlar:

a) Performans sunumu sırasında bütün portföy grupları aşağıdaki bilgileri açıklamalıdır; özgül bir karşılaştırma ölçütüne göre yönetilen portföy grubundaki ortalama ülke ağırlıkları veya sıralamaları,

b) Portföy gruplarında kullanılan döviz kurlarındaki süresizlikler.

3) GIPS'in konuya ilişkin tavsiyelerinde(GIPS/RM/4B) ise aşağıdaki hususların firmaya kamuya açıklanması tavsiye edilmektedir; firma tarafından kullanılan portföyün değerlendirilmesine ilişkin kaynak ve yöntemler, firmanın kullandığı hesaplama

değişikliklerin(firma mülkiyeti veya personelindeki değişiklikler gibi) açıklanması.

⁸⁹ Komite'nin 1990 tarihli Rapor'unun VI. bölümünde yöneticilerin mevcut ve potansiyel müşterilerine performans karşılaştırmalarında kullanılan endeksler ile ilgili bilgi vermesi ve söz konusu endekslerin müşteri hesabının riskine ve yatırım stiline uygun olarak seçilmesi gerektiği ifade edilmektedir.

yöntemi, performans brüt olarak sunulduğunda firmanın ücret cetvelinin de açıklanması, sadece net performansın sunulması durumunda ortalama ağırlıklı yönetim ücreti ile uygulanan diğer ücretlerin açıklanması⁹⁰, Firmada meydana gelen ve potansiyel müşterinin performans kayıtlarını yorumlamasına yardımcı olacak değişikliklerin(firma mülkiyeti veya personelindeki değişiklikler gibi) açıklanması.

⁹⁰ AIMR'in bir yorumunda, uluslararası işlemlerde işlem maliyetleri ve vergi yükünün belli bir ölçüde yöneticinin kontrolünde olduğundan hareketle performansın işlem maliyeti sonrası sunulmasının bir yönüyle yöneticinin pazarlıktaki başarısını ve vergi sonrası olarak sunulmasının ise, yöneticinin farklı ülke seçenekleri arasında vergi yükü açısından en uygun ülkeyi seçme konusundaki başarısını temsil ettiğini ve ülke seçiminin de menkul kıymet seçimi gibi performans sürecinin bir parçasını oluşturduğunu ifade etmektedir.

KAYNAKÇA

AIMR Publication

1997 Performance Presentation Standards
Handbook, Second Edition, A.B.D

AIMR Publication

1996 The Standards Of Practice
Handbook, The Code Of Ethics And
The Standards Of Professional
Conduct, Seventh Edition, A.B.D.

AIMR Publication

1990 The Code of Ethics and The
Standards of Professional Conduct,
Fifth Edition, A.B.D.

AKGÜN, Ayşegül

1993 Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirilmesi; Türkiye Üzerine Bir Çalışma, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

ALICI, Aşkın

1998 Endeks Fonlar ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.

BLAKE, David

1990 Financial Market Analysis, A.B.D.

BROWN, Stephen J.; KRITZMAN, Mark P.

1990 Quantitative Methods For Financial Analysis, A.B.D.

FABOZZI, Frank J.; POLLACK, Irving M.

1987 The Handbook Of Fixed Income Securities, A.B.D.

FULLER, Russel J.; FARRELL James L.

1987 Modern Investments And Security Analysis, A.B.D.

GORDON, J. Alexandar; SHARPE, William F. ;
BAILEY, Jeffery V.

1993 Fundamentals Of Investments, A.B.D.

JONES, Charles P.

1991 Investments Analysis, A.B.D

KALKAN, Hakan

1994 Performance Of Mutual Funds In
Turkey: An Emprical Investigation,
MBA Thesis, Bilkent University,
Ankara.

LEVY, Haim; SARNAT Marshall

1984 Portfolio And Investment Selection:
Theory and Practice, A.B.D.

ÖNEN, A. Seda

1997 Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları
Çerçevesinde Yatırım Fonları ve
Yatırım Ortaklıkları İçin İlan, Reklam
ve Performans Standartları” SPK
Yeterlilik Etüdü, Ankara.

ÖZÇAM, Ferhat & BALABAN, Özcan

1995 Portföy Performansının Ölçülmesi,
Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler
Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı
Doktora Programı, Çalışma Notu

REILLY, Frank K.

1992 Investments, A.B.D.

SAHİN, GÜZİN

1992 Sermaye Piyasalarında Yatırım
Danışmanlığı, Yatırım Yönetimi
Hizmetleri ve Türkiye’de Durum, SPK
Yeterlilik Etüdü, Ankara.

SUNNER, N. Levine

1988 The Financial Analyst’s Handbook,
Second Edition, A.B.D.

TAYLOR, H. John

1992 Building Wealth With Mutual Funds,
A.B.D.

AYTEKİN;Hakan

1994 Portföy Yönetimi ve Yatırım
Danışmanlığı Performans Sunuş Standartları

Hakkında Uygulamalar, SPK Araştırma Raporu, Ankara.

BROCKMAN, Christopher M.; BROOKS, Robert

1998 "The CFA Charter: Adding Value To The Market", Financial Analysts Journal, Nov/Dec.

CACCESE, Michael S.

1997 "Ethics and The Financial Analyst", Financial Analysts Journal, Jan/Feb.

JENSEN, Michael C.

"The Performance Of Mutual Funds In The Period 1945-1964", Journal Of Finance.

KNUTSON, Peter H. & NAPOLITANO, Gabrielle U.

1998 "Criteria Employed By The AIMR Financial Accounting Policy Committee In Evaluating Financial Accounting Standards", Accounting Horizons, Vol:12, Num:2, June.

MELNIKOF, Meyer

1998 "Investments Performance Analysis For Investors", The Journal of Portfolio Management, Fall.

MODIGLIANI, Franco; MODIGLIANI Leah

1997 "Risk Adjusted Performance", The Journal of Portfolio Management, Winter.

NESBITT, Stephen L.

1995 "Buy High, Sell Low:Timing Errors in Mutual Fund Allocations", The Journal of Portfolio Management, Fall.

PRICE, Lee N.

1998 "Globalization Of Performance Presentation Standards", Financial Analysts Journal, May/June.

SHARPE, William F.

1966 "Mutual Fund Performance", Journal Of Business, A.B.D.

TREYNOR, Jack L.

1965 "How To Rate Management Of
Investments Funds", Harward
Business Rewiew.