

## GİRİŞ

Ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyi noktasındaki en önemli göstergelerden biri gelişmiş, olgunlaşmış ve güçlenmiş finansal piyasalardır. Bu piyasalar, fon fazlası olan ekonomik birimlerin ellerindeki fonların ekonomiye ve dolayısıyla yatırımlara kanalize edilmesinde en etkin araçtır. Ekonominin bir nevi kalbini oluşturan finansal piyasaların büyüklük ve gelişmişlik düzeyi, ekonomik gelişmişlik ile doğru orantı içerisindedir. Yani bir ülkede finansal piyasalar ne denli büyük ve gelişmiş olursa, ülke ekonomisi de o ölçüde gelişme imkanına sahip olabilmektedir. Finansal piyasaların gelişmesi için ise, gerek bireysel yatırımcıların gerekse kurumsal yatırımcıların piyasada daha fazla yer almalarını sağlamak gerekmektedir.

Ülkemizde henüz gelişme süreci içerisinde bulunan ekonominin ve dolayısıyla finansal piyasaların, daha güçlü hale gelebilmesi ve böylece ekonomik kalkınmanın itici gücü olabilmesi için daha fazla tasarruf ve yatırıma, özellikle de kurumsal yatırımlara gereksinimi bulunmaktadır. Piyasaların gelişmesi ve kurumsallaşması, piyasada yapılan işlemler içerisinde kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin oranına bağlı olmaktadır.

Kurumsal yatırım ve yatırımcı anlayışının finansal piyasalardaki en önemli temsilcisi ise yatırım fonlarıdır. Yatırım fonları, sunduğu önemli avantajlar nedeniyle yatırımcıların en çok tercih ettiği araçlardan biridir. Bu nedenle yatırım fonları sayı ve portföy büyüklüğü bakımından sürekli artış göstermektedir. Buda yatırımcıların fonlar arasında seçim yapmasını zorlaştırmaktadır.

Ülkemizde gerek yatırımcılara ışık tutması ve gerekse portföy yöneticilerinin başarısını ortaya koyma noktasında yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesine ilişkin çalışmalara ihtiyaç vardır. Bu bağlamda çalışmamızda, yatırım fonları ile ilgili ayrıntılı teorik bilgi verilmiş, literatürde ve uygulamada yaygın olarak kullanılan genel kabul görmüş performans değerlendirme yöntemleri açıklanmıştır. Uygulamada ise, Türkiye'deki A tipi yatırım fonlarının Ocak 1998-Aralık 2000 dönemine ilişkin üç yıllık performansları Sharpe yöntemi ile değerlendirilmiş ve ilgili fonlar portföy yapılarına uygun bir şekilde gruplara ayrılmış ve kendi aralarında sıralandırılarak sonuçları değerlendirilmiştir.

## 1.YATIRIM FONLARININ TANIMI VE SINIFLANDIRILMASI

### 1.1. Yatırım Fonları

Bir Kolektif Yatırım Kuruluşu (KYK) olarak yatırım fonu, bireysel yatırımcıların tasarruflarını bir havuzda toplayıp, uzman portföy yöneticileri ile bu fonları sermaye piyasası araçlarına yatırarak riskin dağıtılması esasına göre değerlendiren finansal kurumlar olarak tanımlanmaktadır.(Karacabey, 1998: 28)

Yatırım fonları çok çeşitli kaynaklardan fonları toplayıp yatırım yaptıkları, bu yatırımlardan elde ettikleri gelirleri katılımcılar arasında paylaştırdıkları için bir tür kooperatif olarak görülebilir.(Ghandi: 3)

Yatırım fonları temelde, küçük birikimlerin bir araya gelmesi ile ölçek ekonomilerinden yararlanmak ve riski dağıtabilmek hedefleri ile yatırım yapmak amacıyla kurulurlar. Bu durum bu kurumları diğer kurumsal yatırımcılardan ayıran en önemli özelliktir.

Dünya sermaye piyasalarında özellikle bireysel yatırımcılar, piyasalara doğrudan girmek yerine, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve profesyonel portföy yönetim şirketleri vasıtasıyla işlem yapmayı tercih etmektedirler. Buda, özellikle yatırım fonlarının önemini giderek artırmaktadır. Gelişmiş piyasalar incelendiğinde yatırım fonlarının sermaye piyasalarında çok önemli bir yerinin olduğu görülmektedir. Örneğin, Tanya Styblo Beder bir makalesinde, dünyadaki toplam hisse senedi ve tahvil bono yatırımlarının yaklaşık % 40'ının yatırım fonları ve emeklilik fonları tarafından gerçekleştirildiği belirtmiştir. (Dönmez, 2002: 2)

Yatırım fonları, sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik kurumları gibi kurumsal yatırımcılardan, portföy yönetim amaçları açısından ayrılırlar. Gelirlerini prim olarak elde eden sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik kuruluşları için portföy yönetimi temel bir işlev değil, temel işlevlerini yerine getirebilmeleri için gereken bir yan faaliyettir. Ticari bankalardan farkları ise, kendilerine kaynak aktaranlara (tasarruf sahiplerine) sabit bir getiri garanti etmemeleridir. Yatırım fonları hiçbir banka veya resmi kuruluş tarafından garanti edilmiş veya sigortalanmış değildir. Her zaman yatırım riski taşırlar ve bazı yatırım fonu çeşitleri diğerlerine göre daha fazla risklidir(Ghandi: 3).

Yatırım fonları literatürde farklı şekillerde sınıflandırılmaktadır.Bu çeşitli sınıflandırma şekillerinden ortak noktalar bir araya getirilerek aşağıdaki

sınıflandırma biçimi oluşturulabilir (Tevfik, 1995: 5-21, Ünal, 1995: 50-54, Bolak, 1991: 85-87, Akgün, 1993:13-25, Tunaer, 2003: 12-21).

- Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları,
- Portföyün Niteliğine Göre Yatırım Fonları,
- Kâr Dağıtımına Göre Yatırım Fonları,
- Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları,
- Yönetim Anlayışına Göre Yatırım Fonları,
- Tipine Göre Yatırım Fonları.

## **1.2. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları**

**1. Açık Uçlu Yatırım fonları:** Pay sayısı sabit olmayan, talebin seviyesine göre pay sayısı artırılabilen veya azaltılabilen fonlar açık uçlu (open-ended) yatırım fonları olarak tanımlanabilir. Açık uçlu yatırım fonlarının katılma belgeleri için ikincil bir piyasa söz konusu değildir. Fon katılma belgeleri doğrudan fon kurucusundan veya fonun satış temsilcisinden satın alınabilmektedir (Karacabey, 1998: 34).

Bu tür fonlarda pay sahibi, payını istediği an fona geri satabilme olanağına sahiptir. Dolayısıyla fon portföyünde bir miktar nakit veya hemen nakte dönüştürülebilecek varlıklar bulunması gereklidir. Bu fonlarda payların fiyatları, portföydeki kıymetlerin değerlerine ve toplam pay sayısına göre belirlenir. Dolayısıyla fiyatları arz ve taleple kontrol etmek olanaklı değildir. Fiyatlar belirlenirken bir önceki günün öğleden sonraki piyasa değerleri kullanılır ve fiyatlar gün boyunca sabittir. Pay fiyatları, fondaki kıymetlerin piyasa değerlerine bağlı olarak bulunan net aktif değerın pay sayısına bölünmesiyle hesaplanır (Alıcı, 1998:8).

Yatırım açısından açık uçlu yatırım fonlarının dikkati çeken yönü; dolaşımdaki pay sayısına ve portföyündeki varlıkların piyasa fiyatına bağlı olarak gerçekleşen pay fiyatlaması nedeni ile fon fiyatının düşen bir piyasada da yükselebilmesi ve nakit pozisyonu nedeni ile taşıdığı likit olma özelliğidir (Ünal, 1995: 50). Daha açık bir şekilde ifade edersek, açık uçlu yatırım fonlarının iki önemli özellikleri vardır (Tevfik, 1995: 6);

- Likit oluşları; fon payları istendiği anda kolayca alınıp satılabilirler.

-Pay fiyatı ayarlamaları.

**2. Kapalı Uçlu Yatırım Fonları:** Kapalı Uçlu (Closed-ended) yatırım fonları, ihraç ettikleri katılma belgelerini yatırımcının talebi halinde geri almayan, buna bağlı olarak da tedavüldeki pay sayısı sabit olan yatırım fonları olarak tanımlanmaktadır. Bu fonların katılma belgeleri hisse senetleri gibi işlem görmektedir. Kapalı uçlu yatırım fonlarının özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Alıcı, 1998: 9):

-Fon katılma belgeleri ilk ihraç sırasında fondan, daha sonra da borsa ve tezgah üstü piyasalardan satın alınabilmektedir.

-Yatırımcının elinde bulunan fon paylarını fona geri satma imkanı bulunmadığından, tedavüldeki pay sayısı sabittir.

-Fonun katılma belgeleri hisse senetleri gibi işlem gördüğünden, fiyat arz ve talebe göre belirlenmektedir. Dolayısıyla, fiyatın birim net varlık değerinden farklı olma ihtimali bulunmaktadır. Zira kapalı uçlu yatırım fonlarına fazla talep olduğunda piyasa fiyatı birim net varlık değerinden yüksek, aksi halde düşük olabilmektedir.

### **1.3. Portföyün Niteliğine Göre Yatırım Fonları**

**1. Hisse Senedi Fonları:** Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulmuş olan ortaklıkların hisse senetlerine, fon portföyünün en az %51’i devamlı olarak yatırılmışsa, bu fonlara “hisse senedi fonu” denilmektedir.

**2. Tahvil Fonları:** Portföylerinin tamamını veya büyük kısmını tahvil ve bono gibi sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan fonlardır. Bu fonlar, para piyasası fonlarından daha yüksek, hisse senedi fonlarından ise daha düşük riske sahiptir. Tahvil fonları; şirket tahvillerine yatırım yapan fonlar, yabancı tahvillere yatırım yapan fonlar, devlet borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlar ve belediye borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlar gibi alt ayrımlara tabi tutulmaktadır.

**3. Para Piyasası Fonları:** Bu fonların en güvenli ve en likit yatırım fonları olduğu düşünülmektedir; çünkü bu fonlar yüksek kaliteli, kısa vadeli menkul kıymetlere yatırım yapmaktadırlar. Para Piyasası Yatırım Fonları, yatırım fonlarının en yaygın çeşitleridir. Bu kadar yaygın olmalarının sebebi güvenilir ve esnek oluşları ve üzerine çek keşide edilebilmesi gibi çeşitli kolaylıklar sağlamalarıdır. Portföylerinin tamamı veya büyük bir kısmı para piyasası araçlarından oluşan yatırım

fonlarıdır. Bu fonlar daha çok hükümetler, belediyeler ve şirketler tarafından ihraç edilen kısa vadeli ve yüksek kaliteli menkul kıymetleri (90 gün ve daha az vadeli araçlar, mevduat sertifikaları, finansman bonoları gibi) portföyelerine almaktadırlar. Dolayısıyla, bu fonlar diğer fonlarla karşılaştırıldığında en düşük riske sahip olan fonlardır.

**4. Karma Fonlar:** Karma fonlar ise hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler, para piyasası araçları ve türev araçlardan oluşan portföylere yatırım yapan fonlardır. Bu fonlar söz konusu araçlardan birkaçına veya tamamına yatırım yapabilmektedirler. Örneğin, varlık tahsis fonları, hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler ve para piyasası araçlarına birlikte yatırım yapmaktadır. Bu fonlar portföyelerine aldıkları her bir sınıftaki araçların ağırlıklarını sabit tutarak yüksek gelir elde etmeyi amaçlamaktadır. Karma fonların diğer bir türü olan denge fonları ise hisse senetlerine ve tahvillere yatırım yapmakta ve başlangıçtaki yatırımları koruma, gelir ve sermaye kazancı elde etme amacına ulaşmaya çalışmaktadır.

Bu dört fon tipinin 1999 yılı sonu itibariyle ABD'deki toplam fon yatırımları içindeki ağırlıkları şu şekilde gerçekleşmiştir. ABD'de yatırım fonlarına yapılan toplam yatırım tutarı 6,8 trilyon dolardır. Bunun %58'ine karşılık gelen 4,04 trilyon doları hisse senedi fonlarına; %23'üne karşılık gelen 1,61 trilyon doları para piyasası fonlarına ve %12'sine karşılık gelen 808 milyar doları tahvil fonlarına yatırılmıştır. Karma fonlar, 383 milyar dolar yatırım tutarı ve toplam yatırımlar içinde %6'lık payla en az yatırım yapılan yatırım fonu türü olmuştur (<http://www.ici.org/aboutfunds/factbook99-toc.html>).

#### 1.4. Kâr Dağıtımına Göre Yatırım Fonları

**1. Kâr Dağıtan Fonlar:** Bu grupta, fonu yöneten kuruluş her yıl sonunda değer artışı, tahsil edilen temettü ve faiz tutarı olarak kârını hesaplar ve katılma belgesi sahiplerine kâr dağıtımında bulunur.

**2. Kâr Dağıtmayan fonlar:** Portföydeki menkul kıymetlerin kupon ödeme zamanı geldiğinde tahsil edilen kupon bedelleri, dağıtılmayıp fona eklenir ve bunlarla yeniden menkul değer satın alınması suretiyle fon portföyünün büyütülmesi ve katılma belgelerinin değerinin artırılması yolu izlenir (Bolak, 1991: 86).

### 1.5. Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları

Fonlar portföylerini oluştururken, belirli amaçları göz önünde tutarak bunlara uygun varlıkları portföylerine alırlar. Herhangi bir fonun temel amacı üç temel amaç grubundan birisine uyacaktır:

- Gelir elde etmek,
- Sermaye kazancı elde etmek,
- Gelir ve sermaye kazancı elde etmek.

Amerika Birleşik Devletleri Yatırım Kurumu (ICI, Investment Company Institute), fonun hedefi ile yatırımcının hedefi arasındaki uyumu, fonun elde tutulma süresini, fon performans tahminini, potansiyelini, borsa endekslerine göre gelişimini dikkate almak suretiyle (Ünal, 1995: 52), yatırım hedeflerine göre fonları 23 çeşide ayırmaktadır. Bu sınıflama aşağıdaki gibidir (Ünal, 1995: 52-53, Tevfik, 1995: 15-21, Aydemir, 1992: 18-22):

**1.Büyüme Fonları:** Büyüme fonları nitelikli ve sağlam şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar. Bu tip fonlara yatırım yapan yatırımcılar, şirketlerin ortaklık hakkı doğuran pay senetlerine yaptıkları yatırım nedeniyle risk üstlenirler ve aldıkları yüksek risk karşılığında yüksek sermaye kazancı amaçlarlar. Hızlı büyüme fonlarına göre daha az risklidirler.

**2.Hızlı Büyüme Fonları:** Maksimum sermaye kazancı elde etmeyi hedefler. Genellikle yeni faaliyete geçmiş şirketler, yeni kurulan endüstrilerde faaliyet gösteren şirketler veya geçici olarak zor duruma düşmüş şirketler gibi normalin dışında görünen, piyasa değerinin yüksek veya eksik saptandığı öngörülen, potansiyel geliri yüksek şirketlerin hisse senetlerine portföylerinde geniş yer verirler.

**3.Büyüme ve Gelir Fonları:** Uzun dönemli sermaye büyümesi ile istikrarlı gelir artışını amaçlayan bu fonlar, uzun dönemde sağlıklı büyüme gösteren şirketlerin hisselerine yatırım yaparlar.

**4.Karma Gelir Fonları:** Hisse senetleri ve borçlanma senetleri ile beraber, gelir getiren menkul kıymetlere yatırım yaparak katılma belgesi sahiplerine daha yüksek düzeyde getiri sağlamayı amaçlar. Söz konusu fonlarda, fon portföyüne alınan sermaye piyasası araçları oldukça geniş bir yelpazeden seçilmektedir. Bu

şekilde iyi çeşitlendirilmiş karma gelir fonları, diğer fonlara göre risk birimi başına daha yüksek getiri potansiyeline sahiptirler.

**5.Hisse senedi Gelir Fonları:** Yüksek nakit akışı hedeflerler.Kârlılık gösteren, iyi temettü geçmişine sahip şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparak, tasarruf sahiplerine daha yüksek düzeyde bir gelir ile nakit akışı sağlamayı amaçlarlar. Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine, fon portföyünün en az %51’i devamlı olarak yatırılmış fonlardır.

**6.Tahvil Gelir Fonları:** Şirket ve devlet borçlanma senetlerinden oluşan karma bir portföye yatırım yaparak fon katılımcılarına yüksek düzeyde bir gelir sağlamayı amaçlayan fonlardır. Ayrıca, tahvil gelir fonlarının içerdiği sermaye piyasası araçlarının ağırlıklı olarak devlet garantili devlet borçlanma senetlerinden ve şirket tahvillerinden seçilmiş olması, bu fonların risk düzeyini düşük tutmaktadır.

**7.Yüksek Getirili Tahvil Fonları:** Yüksek getirili şirket tahvil fonları, portföylerinin büyük bir kısmını düşük kaliteli ve düşük dereceli(Moody’s derecelendirme şirketinin Baa veya daha düşük kredi derecelendirme notuna ve S&P derecelendirme şirketinin BBB veya daha düşük derecelendirme notuna sahip) şirketlerin borçlanma senetlerine yatırırlar. Bu fonların amacı, daha yüksek bir getiri elde etmek için düşük değerli tahvillere yatırım yapmak daha yüksek bir faiz getirisi elde etmektir. Ancak yine de, şirketlerin borçluluk hakkı doğuran senetlerine yatırım yapan tasarruf sahipleri aynı şirketlerin ortaklık hakkı doğuran hisse senetlerine yatırım yapan tasarruf sahiplerinden daha az risk taşırlar (Tunaer, 2003: 17).

**8.Hükümet (Kamu) Gelir Fonları:** Kamu kurumlarının çıkardıkları tahvillere yatırım yaparlar.

**9.Uzun Vadeli Belediye Tahvil fonları:** Belediyelerin finansmanında yardımcı olurlar. Belediyelerin alt yapı yatırımlarını finanse etmek amacıyla uzun vadeli olarak çıkardıkları Tahvillerden oluşan fonlardır.

**10.Kısa Vadeli (Vergiden Muaf) Belediye Tahvil fonları:** Belediyelerin alt yapı yatırımlarını finanse etmek amacıyla kısa vadeli olarak çıkardıkları Tahvillerden oluşan fonlardır. Bu fonlar aynı zamanda vergiden de muaftırlar.

**11.Para Piyasası Fonları:** Hazine bonosu, banka mevduat sertifikaları, banka kabulleri ve ticari senetler gibi kısa vadeli, kalitesi ve likiditesi yüksek para piyasası araçlarına yatırım yaparak ve düşük risk alarak, yüksek cari gelir sağlamanın yanı sıra anaparayı korumayı amaçlar. Yatırımcılar, bu tip fonları hisse senedi piyasasının durgunluk dönemlerinde daha çok tercih ederler.

**12.Hisse Senedine Çevrilebilir Tahvil Fonları:** Sermaye kazancından yararlanma olanağı sağlarlar.

**13.Şirket Tahvil Fonları:** Şirket tahvil fonları da yüksek portföy getirisi hedeflerler. Bu hedefe yönelik olarak, fon portföyünün büyük bir kısmını yüksek kaliteli şirketleri tahvillerine geri kalan kısmı ise, devlet tahvili ya da diğer resmi kuruluşlar tarafından çıkarılan tahvillere ayırırlar.

**14.Esnek Yatırım Fonları:** Hisse senedi, tahvil, diğer menkul kıymetler ve para piyasası yatırım araçlarına yatırım yapmak yoluyla hem sermaye kazancı hem de cari gelir bileşiminden oluşan toplam bir getiriye hedeflerler. Piyasa koşullarına göre portföyün tamamını hisse senedine, tahvile veya para piyasası araçlarına yatırabilen fonlardır.

**15.Denge Fonları:** İmtiyazlı hisse senedi, adi hisse senedi ve tahvillerden oluşan karma bir portföye sahiptirler. Bu şekilde hem cari gelir hem de sermaye kazancı sağlamak amacıyla hareket ederken bir yandan da tasarruf sahiplerini aşırı riske karşı (anapara riski + faiz riski) korumuş olurlar. Dengeli fonlar, büyüme ve gelir fonlarının amaçlarının dengeli bir bileşimini hedeflerler. Uzun dönemli sermaye büyümesi, uzun vadeli menkul kıymetlerin yanında düzenli şekilde temettü ödeme gücüne sahip menkul kıymetlere de portföylerinde yer vererek, uzun dönemli sermaye kazancının beraberinde getirdiği istikrarlı bir gelir akışını hedeflerler.

**16.Milli İpotek Kurumu Fonları:** Portföylerinin önemli bir kısmını federal garantili ipotek senetlerine yatıran fonlardır.

**17.Global Tahvil Fonları:** Dünyadaki çeşitli hükümet ve şirketlerin borçlanma senetlerine yatırım yaparlar. Global fonlar; global tahvil fonları ve global hisse senedi fonları olmak üzere iki grupta sınıflandırılırlar. Global tahvil fonları farklı yatırım amaçlarına yönelik olarak, uzun dönemli (vadesi 5 yıl ve daha fazla) veya kısa dönemli (vadesi 5 yıldan az) borçlanma senetlerini portföylerine alabilirler.



Global tahvil fonu portföylerinin en az %75'i ülke dışında konuşlanmış şirketlerin borçlanma senetlerine ait olmak zorundadır (Tunaer, 2003: 18). Global hisse senedi fonları ise, şirketlerin dünya genelinde işlem gören hisse senetlerine yatırım yaparlar. Global hisse senedi fonları, global tahvil fonlarına oranla daha yüksek risk alırlar ve getirileri de yüksek sermaye kazancı olarak beklenir. Global fonların yöneticileri, uluslararası sermaye piyasası araçlarının alım-satımı, kayıt tutma ve kur, dil, zaman, yasa, farklı iş geleneğinden doğan uygulama farklılıklarıyla uğraşırlar. Global fonlar çeşitlendirme sağlamanın yanında yatırım yapılan ülkeye ait kur riski, satın alma gücü riski, faiz oranı riski, piyasa riski, politik risk gibi ek riskleri de beraberinde getirmektedirler.

**18.Eyalet Tahvil Fonları:** Eyaletlerin çıkardıkları tahvillere yatırım yaparlar.

**19.Kıymetli Maden Fonları:** Ulusal ve uluslar arası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına, portföyünün en az %51'ini devamlı olarak yatırmış olan fonlardır.

**20.Opsiyon ve Gelir Fonları:** Opsiyon işlemlerinden ve kısa dönemli alım satım işlemlerinden gelir sağlayan fonlardır.

**21.Hükümet İpotek Fonları:** Faiz oranlarındaki dalgalanmaya karşı sabit oranlı ipotek dayalı menkulleri içerirler.

**22.Uluslararası Fonlar:** Ülke dışında konuşlanmış şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar. Bir fonun bu kategoride yer alabilmesi için portföyün üçte ikisi bu şekilde oluşturulmalıdır. Uluslararası fonların Global fonlardan farkı, portföyün tamamının ülke dışında konuşlanmış yatırım araçlarından oluşturulmasıdır. Global fonlar gibi, uluslararası yatırım fonları da yatırım yapılan ülkeye ait ek risk faktörlerini taşımaktadır (Tunaer, 2003: 19).

**23.Kamu Gelir Fonları:** Çeşitli hükümet tahvillerine yatırım yaparlar.

## **1.6. Yönetim Anlayışına Göre Yatırım Fonları**

Yatırım fonları, portföylerinin oluşturulması ve yönetiminde kullandıkları portföy yönetim stratejisinin niteliğine göre aktif olarak yönetilen fonlar ve pasif olarak yönetilen fonlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadırlar.

**1.Aktif Yönetilen Fonlar:** Teoride, portföyün yatırımcıların beklentilerine uygun olarak planlanması, yatırımların seçimi için yatırım analizi ile portföye alınacak menkul kıymetlerin seçimi, portföyün performansının değerlendirilmesi, portföyün belli aralıklarla gözden geçirilmesi ve buna göre çeşitli menkul kıymetlerin alınıp satılması şeklinde özetlenen portföy yöneticiliği görevlerinin fon yöneticisi tarafından yerine getirilmesi aktif yönetim stratejisinin uygulandığı anlamına gelmektedir (Soydemir, 1993: 12).

Aktif yönetim stratejisinde fon yöneticisi, piyasaların etkin olmadığı görüşünden hareketle, piyasalarda eksik veya yüksek değerlenmiş ve dolayısıyla arbitraj imkanı sağlayan menkul kıymetleri araştırarak bunların arasında eksik değerlenmiş olduğunu öngörmediği menkul kıymetleri alıp, portföyünde bulundurduğu ve yüksek değerlenmiş olduğunu öngörmediği menkul kıymetleri satarak, söz konusu menkul kıymetlerin gerçek piyasa fiyatlarına dönüşünden sermaye kazancı elde etmeyi amaçlar. Bu şekilde, aktif yönetim stratejisiyle doğru seçimler yaparak, fon yöneticisinin piyasayı yenebileceği düşüncesi bu stratejinin uygulanmasının temelinde yatan görüştür.

Aktif olarak yönetilen bir fonun üç belirgin özelliği söz konusudur. Birincisi piyasa zamanlama eğilimidir. Örneğin, tipik piyasa zamanlayıcısı olan tahvil fonu yöneticileri faiz oranlarına ilişkin öngörümlemeleri değiştikçe kendi faiz oranı pozisyonlarını değiştirirler. İkinci özellik, iyi fiyatlanmamış menkul kıymetleri belirlemek amacıyla menkul kıymet analizi yapmak eğilimidir. Üçüncü özellik, sektör öngörümlemelerine dayalı olarak fonun çeşitli ekonomik sektörlerdeki pozisyonunun değiştirildiği sektör rotasyonudur. Aktif portföy yönetiminin bu üç özelliğinin ortak bir çıkış noktası söz konusudur: öngörümlemelere dayalı alım-satım işlemi yapmaktır (Sarıtış, 2001: 63).

**2.Pasif Yönetilen Fonlar:** Pasif yönetim stratejisi, aktif yönetim stratejisinin tam tersine, bir kere portföy oluşturulduktan sonra en az düzeyde portföy yöneticiliği faaliyeti ve çok az sayıda işlem yapmayı gerektirir. Pasif yönetim stratejisi, menkul kıymetlerin etkin şekilde fiyatlandırıldığını varsayar ve piyasayı yenmek için analist öngörümlemeleri kullanmayı gerektirmez. Eğer bir fon iyi çeşitlendirilmiş ise ve işlem yapmak için öngörümlemeler kullanmıyorsa pasif olarak yönetildiği kabul

edilir. Pasif olarak yönetilen fonlar da kendi içinde ikiye ayrılır: (1) Satın al ve tut fonları ve (2) Endeks fonları.

**-Satın Al ve Tut Fonları:** Pasif yönetim tekniklerinden biri olan satın al ve tut stratejisinde tasarruf sahibinin istek, ihtiyaç ve beklentilerine uygun olarak çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturulur. Portföye alınan menkul kıymetler yatırım süresince elde tutulur. Burada vurgulanması gereken nokta; elde tutma süresince, piyasadaki fiyatların değişmesi durumunda dahi alım satım yapılmamasıdır.

**-Endeks İçerikli Fonlar:** Bir diğer pasif yatırım stratejisi olan endeks içerikli fonlarda da, portföy oluşturulduktan sonra, herhangi bir alım satım işlemi yapılmaz. Ancak, endeks içerikli fonların satın al tut fonlarından farkı, fonun oluşturulma tekniğinden kaynaklanmaktadır.

Endeks içerikli fon portföyleri, portföy yöneticisinin belli ölçütlere bağlı olarak seçeceği bir endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin endeks içerisindeki ağırlıkları korunarak çeşitlendirilir. Bu stratejinin dayandığı varsayım, endekslerin tüm piyasayı yansıttığı ve uzun vadede endekslerden daha iyi getiri elde edilemeyeceğidir (Tunaer, 2003: 21).

### 1.7. Tipine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonları, A ve B tipi olmak üzere iki tipe ayrılmaktadır. Yatırım fonlarının hangi tipe olduğu, yatırım fonlarının portföyündeki varlıklara göre belirlenir.

**-A Tipi Yatırım Fonları:** Fon iç tüzüğünde belirtmek suretiyle portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazında en az % 25'ini, devamlı olarak, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT'ler) dahil, Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış olan fonlara "A tipi yatırım fonu" adı verilmektedir.

A tipi yatırım fonlarındaki hisse senedi oranının "devamlı olarak" % 25'in altına düşmemesi gerekmektedir. Devamlılıktan maksat, vergi mevzuatı gereği, senenin tüm günlerinde hiçbir şekilde % 25'in altına düşmemesidir. Bir diğer önemli nokta ise % 25 oranı içinde yer alan hisse senetlerinin, mutlaka Türkiye'de kurulmuş ortaklıklara ait olması gereğidir (Günel, 1997: 400).

A Tipi yatırım fonları belli oranlarda (en az % 25) hisse senedi içerdiğinden Borsalardaki fiyat dalgalanmalarından olumlu veya olumsuz yönde etkilenebilirler. Dolayısıyla, A tipi fonların B tipi fonlara göre daha riskli olduğu söylenebilir. Bunun yanında A Tipi fonların hisse senedi oranları %25-100 arasında değişebileceği için her fonun içerdiği hisse senedi oranı farklı olduğundan, fonun içtüzüğünde belirtilen oranlara ve özelliklerine dikkat ederek kendi risk tercihinize göre daha düşük hisse senedi oranlı bir fonu seçmek mümkündür. Getiri beklentisi de doğal olarak üslenilen riskle doğru orantılıdır.

İleride de tekrar değinileceği üzere, A tipi yatırım fonları vergisel açıdan B tipi yatırım fonlarına göre farklılıklar göstermektedir. Kurumlar Vergisi Kanununun ilgili maddeleri gereğince hem A ve hem de B tipi fonların portföy işletmeciliği sonucu elde ettikleri tüm kazançlar Kurumlar Vergisinden muaf tutulmuştur. Gelir Vergisi Kanunu ise sadece B tipi Yatırım Fonlarının gelirleri üzerinden % 11 oranında Gelir Vergisi stopajı ve fon payı kesilerek Yatırım Fonu tarafından Vergi Dairesine yatırılması hükmünü getirmiştir.

Katılma Belgesi sahibi açısından bakıldığında, Gerçek kişi yatırımcıların tutarları ne olursa olsun, gerek A Tipi gerekse B Tipi fon gelirleri beyanname kapsamı dışındadır. Vergi mükellefi tüzel kişilerin ise A ve B Tipi fonlardan fiilen elde ettikleri ya da bilanço tarihinde portföyünde bulunup o günkü birim fiyatına göre değerlendirilmesi sonucu oluşan karlarını kurum kazancına dahil ederek vergilendirmeleri gerekir. Buna karşılık portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak Türk hisse senetlerine yatıran A tipi yatırım fonu katılma belgeleri yıl sonlarında değerlendirme dışı bırakıldığından, şirketlerin bu tür fon gelirlerinin vergilerini diledikleri sürece erteleyebilme olanağı vardır.

**-B Tipi Yatırım Fonları:** A Tipi yatırım fonu özelliğinde olmayan ve portföylerinin oluşumunda herhangi bir sınırlama bulunmayan yatırım fonlarıdır. B Tipi fon portföyü, devlet tahvili, hazine bonosu ve ters repo ağırlıklı olmak üzere sabit getirili menkul kıymetlerden oluşur.

## **2. YATIRIM FONLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ**

### **2.1. Yatırım Fonlarının Dünya’da Gelişimi**

Tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi, ekonomilerin kalkınmaları için vazgeçilmezdir. Tasarruf sahiplerinin tasarruflarını yatırım girişimlerine yönlendirmelerinde en önemli rollerden biri de sermaye piyasalarına düşmektedir. Sermaye piyasalarının yeni tanışmış olduğu yatırım fonları ise, özellikle son 15 yıl içerisinde, yatırımcılar tarafından tercih edilen gözde yatırım araçlarının başını çekmeye başlamıştır. (Tunaer, 2003: 22)

Yatırım fonları sayı bakımından da kolektif yatırım kurumları içinde önemli bir yere sahiptir. Yatırım fonlarının bazı ülkelerde sayı bakımından gösterdiği gelişme Tablo 2.1.’de yer almaktadır.

**Tablo 2.1. Dünya Geneline Yatırım Fonlarının Sayıları**

ÜLKELER	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Arjantin	229	224	226	219	211	186	186
Brezilya	1,601	1,760	2,097	2,452	2,755	2,805	2,859
Kanada	1,130	1,328	1,627	1,831	1,956	1,887	1,915
Şili	102	116	144	177	226	414	537
Amerika	7,314	7,791	8,155	8,305	8,244	8,126	8,044
Avusturya	704	693	760	769	808	833	840
Belçika	631	784	918	1,041	1,141	1,224	1,281
Danimarka	226	292	394	451	485	400	423
Finlandiya	114	176	241	275	312	249	280
Fransa	6,274	6,511	7,144	7,603	7,773	7,902	7,908
Almanya	793	895	987	1,077	1,092	1,050	1,041
Yunanistan	179	208	265	269	260	265	262
İrlanda	851	1,060	1,344	1,640	1,905	1,978	2,088
İtalya	703	816	967	1,059	1,073	1,012	1,142
Hollanda	334	348	494	----	680	593	542
Norveç	264	309	380	400	419	375	406
Polonya	38	62	77	94	107	112	130
Portekiz	189	214	195	202	170	160	163
Rusya	28	27	37	51	57	132	210
İspanya	1,866	2,150	2,422	2,524	2,466	2,471	2,559
İsveç	366	412	509	507	512	485	461
İsviçre	325	348	368	313	512	441	385
Türkiye	156	214	252	293	242	241	240
İngiltere	1,576	1,618	1,766	1,749	1,787	1,692	1,710
Hong Kong	712	832	976	952	942	963	1,013
Hindistan	97	155	234	297	312	350	394
Japonya	4,534	3,444	2,793	2,867	2,718	2,617	2,552
Kore	13,442	13,606	8,242	7,117	5,873	6,726	6,636
Yeni Zelanda	633	622	607	588	577	563	553
Filipinler	----	15	18	20	21	21	24
Tayvan	174	218	288	312	351	401	445
Güney Afrika	191	260	334	426	460	466	537
Dünya Toplamı	50,266	52,746	51,692	52,849	54,110	54,570	55,528

Kaynak: [http://www.ici.org/aboutfunds/factbook00\\_toc.html](http://www.ici.org/aboutfunds/factbook00_toc.html)

Yatırımcıların yatırım amacıyla bir araya gelip, fonlarını birleştirdikleri bir havuz yoluyla yatırımlarını gerçekleştirmeleri fikri Avrupa'da 1800'lü yıllarda ortaya çıkmıştır. İlk yatırım fonunun kuruluşu 1868 yılında Londra'da gerçekleşmiştir (Ceylan ve Korkmaz, 1995: 31).

Yatırım fonlarının Amerika’da gelişimi ise 1920’lerin başına rastlamıştır. 1924 yılında kurulan Massachusetts Investors Trust Fonu Amerika’nın ilk resmi yatırım fonu olmuştur. Sadece hisse senetlerine yatırım yapan ilk yatırım fonları 1920’li yıllarda finans dünyasında önemli bir yere sahip olmalarına karşın, borsalarda önemli bir etkiye sahip olamamışlardır. Ancak günümüzde yatırım fonları gelişmiş sermaye piyasalarında oldukça önemli bir yere sahiptirler. Örneğin, 1992’nin ilk yarısında ABD hisse senedi piyasasına yapılan toplam yatırımın %96’sı yatırım fonları tarafından gerçekleştirilmiştir. 1999 sonu itibariyle ABD’de 6,8 trilyon \$, dünya çapında ise 11 trilyon \$ düzeyinde aktif büyüklüğüne ulaşmıştır. (Kont, 2001: 1) Belediyeler ve yeni kurulan kamu kuruluşlarının finansmanında büyük rol oynayan bu fonlar aynı zamanda ABD hazine bonolarına yatırım yapmak yoluyla da kamu açığının finansmanına yardımcı olmuştur (Tevfik, 1995: 3).

1929’dan itibaren yatırım fonlarının büyümesi yavaşlamıştır. Yatırım fonlarının, piyasalara karşı yenilenen güven ile beraber tekrar gelişmeye başlaması 1960’ların sonlarını bulmuştur. 60’ların sonları itibari ile dünyada toplam yatırım fonu sayısı yaklaşık 270’i, varlık büyüklükleri ise 48 milyar dolar’ı bulmuştur. Günümüzde ise yatırım fonları, tasarruf tercihlerinin toplam dört kıtada ortalama %25’ini oluşturmaktadır. Ayrıca, toplam tasarruf oranının %18’lerde olduğu Amerika ve Avrupa’ya bakıldığında 2001 yılı itibariyle toplam yatırım fonu sayısının iki kıtada 43000’i bulunduğu, toplam yatırım fonu aktif değerinin ise 11 trilyon Dolar gibi çarpıcı düzeylere ulaştığı görülmektedir (Akçay, 1. Ulusal Yatırım Fonları Konferansı).

Yatırım fonlarının bazı ülkelerde portföy hacmi bakımından durumları yıllar itibariyle Tablo 2.2.’de gösterilmiştir.

**Tablo 2.2. Dünya Genelinde Yatırım Fonlarının Portföy Hacimleri  
(Milyon Dolar, Yıl Sonu İtibariyle)**

ÜLKELER	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Arijantin	6,930	6,990	7,425	3,751	1,021	1,916	2,355
Brezilya	118,687	117,758	148,538	148,189	96,729	171,596	220,586
Kanada	213,451	269,825	279,511	267,863	248,979	338,369	413,772
Şili	2,910	4,091	4,597	5,090	6,705	8,552	12,588
Amerika	5,525,209	6,846,33	6,964,667	6,974,951	6,390,360	7,414,401	8,106,873
Avusturya	57,447	56,254	56,549	55,211	66,877	87,982	103,709
Belçika	56,339	65,461	70,313	68,661	74,983	98,724	118,373
Danimarka	19,521	27,558	32,485	33,831	40,153	49,533	64,799
Finlandiya	5,695	10,318	12,698	12,933	16,516	25,601	37,658
Fransa	626,154	656,132	721,973	713,378	845,147	1,148,446	1,370,954
Almanya	190,520	237,312	238,029	213,662	209,168	276,319	295,997
Yunanistan	32,122	36,397	29,154	23,888	26,621	38,394	43,106
İrlanda	50,337	95,174	137,024	191,840	250,116	360,425	467,620
İtalya	439,701	475,661	424,014	359,879	378,259	478,734	511,733
Hollanda	80,120	94,539	93,580	79,165	84,211	93,573	89,749
Norveç	11,148	15,107	16,228	14,752	15,471	21,994	29,907
Polonya	506	762	1,546	2,970	5,468	8,576	12,014
Portekiz	22,574	19,704	16,588	16,618	19,969	26,985	30,514
Rusya	29	177	177	297	372	851	1,347
İspanya	238,917	207,603	172,438	159,899	179,133	255,344	317,538
İsveç	54,923	83,250	78,085	65,538	57,992	87,746	107,064
İsviçre	69,151	82,512	83,059	75,973	82,622	90,772	94,407
Turkey	231	812	1,291	3,170	6,002	14,157	18,112
İngiltere	277,551	375,199	361,008	316,702	288,887	396,523	492,726
Avustralya	295,403	371,207	341,955	334,016	356,304	518,411	635,073
Hong Kong	98,767	182,265	195,924	170,073	164,322	255,811	343,638
Hindistan	8,685	13,065	13,507	15,284	20,364	29,800	32,846
Japonya	376,533	502,752	431,996	343,907	303,191	349,148	399,462
Kore	165,028	167,177	110,613	119,439	149,544	121,663	177,417
Yeni	7,250	8,502	7,802	6,564	7,505	9,641	11,171
Filipinler	-----	117	108	211	474	792	952
Tayvan	20,310	31,153	32,074	49,742	62,153	76,205	77,328
Güney	12,160	18,235	16,921	14,561	20,983	34,460	54,006
Dünya	9,594,550	11,762,3	11,871,06	11,654,90	11,324,13	14,048,31	16,152,42

Kaynak: [http://www.ici.org/aboutfunds/factbook00\\_toc.html](http://www.ici.org/aboutfunds/factbook00_toc.html)



## 2.2. Yatırım Fonlarının Türkiye’de Gelişimi

Ülkemizde ilk Yatırım Fonu uygulaması 1979 yılının Haziran ayında başlamıştır. O tarihte “Meban Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş.” bünyesinde “Meban Yatırım Fonu” başlıklı kurulan bu fon ve bunların iştirak belgeleri üç dilim halinde piyasaya sürülerek tedavül edilmiştir (Tuncay, 1986: 38).

Meban Yatırım Fonu’nun iştirak belgelerinin satış ve geri alış bedelleri her ay gündelik gazetelerde kamuoyuna duyurulmuştur. 1980 yılında fonun iştirak belgeleri bir hayli değer artışı yapmıştır.

Yatırım fonları ile ilgili yasal düzenlemeler 28.07.1981 yılı ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’ nun 35-44.üncü maddeleri gereğince Türkiye’de yardımcı kuruluş olarak Menkul Kıymetler Yatırım Fonları’nın kurulması için yasal dayanak hazırlanmıştır. Daha sonra Sermaye Piyasası Kurulu 12 Aralık 1986 gün 19310 sayılı Resmi Gazete’de Seri 7 No 1 Tebliğ ile Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Belgelerinin ihracına ve Halka Arzına Dair Esaslar belirlemiştir. Böylece fonların kurulması ve çalışması için yasal ortam hazırlanmıştır.

Yatırım fonlarının daha sonraları gelişmesine öncülük eden İş Bankası “İş Yatırım” başlıklı fonunu kurmuş ve bunun katılma belgeleri 13 Temmuz 1987 günü piyasaya sürülmüştür. Bu tarihten itibaren Kasım 1988 sonuna kadar geçen 15 aylık süre içinde Türkiye’de 10 banka tarafından 17 Menkul Kıymet Yatırım Fonu kurularak çalışmaya başlanmıştır.

Türkiye’de ki 10 Banka tarafından kurulan 17 Yatırım Fonu ile bunlara ait katılma belgelerinin adları, bunların çıkış tarihleri, fon tutarları ve katılma belgelerinin çıkış değerleri Tablo 2. 3’de görülmektedir.

**Tablo 2.3. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Kuruluş Tarihine Göre Sıralaması (Kasım / 1988 sonu itibariyle)**

Sıra No	Kurucu Banka	Fonun Adı	Katılma Belgesi Çıkış Tarihi	Fon Tutarı (Milyar TL)	Katılma Belgesi Çıkış Değeri TL
1	Türkiye İş Bankası A.Ş.	İş Yatırım	13.07.1987	10	10,000
2	Uluslar arası Endüstri ve Ticaret Bankası	İnterfon 1	19.09.1987	5	10,661
3	Uluslar arası Endüstri ve Ticaret Bankası	İnterfon 2	14.12.1987	5	9,960
4	İktisat Bankası A.Ş.	İktisat Yatırım 1	16.09.1987	5	9,764
5	İktisat Bankası A.Ş.	İktisat Yatırım 2	10.02.1988	5	9,606
6	Garanti Bankası A.Ş.	Garanti Yatırım 1	22.10.1987	5	9,976
7	Eskişehir Bankası T.A.Ş.	Esbank Fon	16.11.1987	5	10,477
8	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Yatırım Fonu	02.11.1987	10	10,477
9	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Sektör Fonu	07.03.1988	7	9,785
10	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Hisse Fonu	07.03.1988	1	9,713
11	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Kamu Fonu	07.03.1988	5	9,795
12	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Likit Fonu	07.03.1988	10	9,693
13	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Karma Fonu	07.03.1988	5	9,828
14	Dışbank-Türk Ticaret Bankası A.Ş.	Dışbank Mavi Fon	28.06.1988	3	10,057
15	T. Tütüncüler Bankası	Tütümbank Fon	04.07.1988	5	11,021
16	T. Vakıflar Bankası A.O.	Vakıfbank Fon	09.05.1988	5	10,000
17	Chemical Mitsui Bank A.Ş.	Cembank (Mitsui) Fon	15.07.1988	2	40,000

Kaynak: Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğ ve Panel), İstanbul Araştırma Vakfı, s.89-90

Ayrıca özel kesime Sermaye Piyasasından yeterince fonlama imkanın bırakılmaması, özel sektör firmalarının tahvil ihraç etmeyi maliyetli ve riskli bulmaları ve yatırım fonlarının vadesiz mevduat niteliği de diğer nedenler arasında sayılabilir.

Bu tablodan görüleceği üzere ülkemizde faaliyet gösteren yatırım fonlarının portföy yapıları incelendiğinde, fonların ağırlıklı olarak hazine bonusu başta olmak üzere kamu menkul değerlerine yatırım yaptıkları anlaşılmaktadır. Bunun nedenlerinden biri fon yöneticisinin getirisi bilinmeyen ve değişiklik gösteren hisse senedi yerine risksiz ve yüksek getirili kamu menkul kıymetlerine yönelmeleridir.

Sonuç olarak Yatırım Fonlarının Sermaye Piyasası Kanununun yürürlüğe konulmasından (1982-1987) uzun bir süre sonra kurulmalarının başlıca nedenlerini (Tuncer, 1989: 47) aşağıdaki gibi sıralamıştır:

-İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın açılmamış olması gelmektedir. Borsa açılmadığından dolayı Menkul Değerler alım-satımları rayiç bedel üzerinden yapılmaktaydı.

-Sermaye Piyasası kurulunun katılma belgelerinin halka arzına ait tebliğin gecikmiş olması. Bu tebliğ ancak Aralık 1986 yılında yayımlanmış ve katılma belgelerinin halka arzı bundan sonra mümkün olabilmiştir.

Yatırım fonlarını tasarruf sahipleriyle tanıştıran kuruluş 13 Temmuz 1987 tarihinde "B tipi Likit Fonu" sunan Türkiye İş Bankası olmuştur. İş Bankası'nı Yapı Kredi Bankası, Garanti Bankası ve Esbank izlemiştir. Yatırım fonlarının sayısı hızla artmıştır. 1988 yılında 12 iken 1990 yılında 71'e, 1992 yılında 78'e, 1994'te 90'a yükselirken 1997 yılı Aralık ayında 156'ya ulaşmıştır. 2001 yılında 293'e yükselmiş ve fon portföy değerleri aynı yıl itibariyle 4 trilyon TL'ye ulaşmıştır. Önceleri sadece bankaların kurduğu yatırım fonları, daha sonra aracı kurumlar tarafından da oluşturulmaya başlamıştır. Türkiye'de Aracı Kurumlar arasında bu işin öncülüğünü ise Ata Menkul Kıymetler yaparak 1993 yılında "Atafon"u kurmuştur.

Bu arada bazı bankalar ilk aşamada yatırım fonlarını kurarken bunlara "Sürekli Fon" kapsamında süre tanımışlardır. 1987 yılından bu yana İktisat Bankası-1, İktisat Bankası-2, Finansbank-1, Vakıffon-1 süreleri doldurdıkları gerekçesiyle piyasadan çekilmişlerdir. En fazla yatırım katılma belgesine sahip olan banka toplam 18 yatırım fonuyla Yapı Kredi Bankası olmuştur. 1997 yılında 16 tanesi A tipi 11 tanesi B tipi olmak üzere 27 adet fon katılma belgesi piyasaya sürülmüştür. 2005 yılı sonu itibariyle ülkemizdeki yatırım fonlarının sayısı 126 adet A tipi ve 149 adet B tipi olmak üzere toplam 275'e yükselmiştir (SPK Aylık Bülteni, Aralık, 2005).

Bununla birlikte 2005 yılı sonunda ülkemizde yatırım fonları aktiflerinin Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'ya oranı yaklaşık %7,22 seviyesine ulaşmış durumdadır. (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) Bülteni, Ocak, 2006) Bu oran geçmiş yıllara göre önemli bir gelişme olarak kabul edilmekle birlikte söz konusu oranın Fransa'da %70, ABD'de %65 ve Yunanistan'da %25 düzeyinde olduğu düşünüldüğünde oldukça geride olduğumuz açıkça görülmektedir (Activeline Gazetesi, 01.12.2003).

1994 yılından günümüze kadar piyasaya sürülmüş yatırım fonlarının miktarları da Tablo 2.4.'de gösterilmiştir.

**Tablo 2.4. Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Konsolide Portföy Bilgileri (yıl sonu itibarıyla)**

Yıllar	A Tipi Yatırım Fonları(YTL)	B Tipi Yatırım Fonları(YTL)	Tüm Yatırım Fonları(YTL)
1994	3,105	24,775	27,880
1995	4,486	26,575	31,061
1996	17,956	100,467	118,424
1997	69,435	120,691	190,126
1998	71,879	275,185	347,064
1999	283,443	936,001	1,219,444
2000	520,294	1,417,318	1,937,611
2001	568,737	4,187,045	4,755,782
2002	434,884	8,383,074	9,346,672
2003	743,863	19,114,297	19,858,160
2004	780,370	23,663,404	24,443,774
2005	1,033,635	28,340,487	29,374,122

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu Aylık Bültenleri

### **3. YATIRIM FONLARININ YATIRIMCILARA SAĞLADIĞI AVANTAJLAR**

#### **3.1. Profesyonel Yönetim**

Yatırım fonlarının en önemli özelliği profesyonel yönetim hizmetinden yararlanmalarıdır. Profesyonel yönetim hizmetini veren yöneticiler, fonda toplanan paraları yatırım fonunun tüzüğünde belirtilen amaçlara uygun olarak değerlendirirken, piyasa şartlarına, şirketlere veya menkul kıymetlerin performanslarına ilişkin olarak yaptıkları kapsamlı analizlere dayanmaktadırlar. Ekonomik koşullar değiştiğinde ise, bu değişikliklere uyum sağlamak üzere yatırım kararlarını gözden geçirmektedirler. Oysa, bireysel bir yatırımcının çeşitli yatırım araçları arasında seçim yapması hem uzmanlık gerektirmesi nedeniyle zordur hem de zaman harcanmasını gerektirmektedir. Dolayısıyla, bireysel yatırımcılar, yatırım fonları aracılığıyla belli bir ücret karşılığında profesyonel yönetim hizmetinden yararlanmış olmaktadır. (Kılıç, 2002: 10)

#### **3.2. Riskin Dağıtılması**

Yatırım fonlarının bir başka özelliği riskin dağıtılması esasına göre yönetilmesidir. Riskin dağıtılması en basit anlatımla çok fazla ve değişik yapıda varlığın portföye alınması ile mümkün olmaktadır. Bu şekilde çeşitlendirilmiş portföy, bazı varlıklardan doğan kayıpların diğer varlıklardan elde edilen kazançlarla telafi edilmesini sağlayarak riskin azaltılmasına imkan tanımaktadır. Fon yöneticileri bu hizmeti profesyonelce yerine getirmektedirler. Oysa, yatırımcıların kendi başlarına böyle çeşitlendirilmiş bir portföyü oluşturmaları hem zor hem de pahalıdır. Böylece, yatırım fonları, büyük mali kurumlar ve zengin yatırımcılar için mevcut olan yatırım çeşitlendirmesi ve profesyonel yönetim imkanını küçük yatırımcılara da sunmuş olmaktadır. (Kılıç, 2002: 11)

#### **3.3. Çeşitlilik**

Yatırımcıların değişik risk ve getiri tercihlerine uygun olabilecek çok sayıda yatırım fonu tipi ve türü bulunmaktadır. Bu çeşitlilik, doğal olarak yatırımcılara risk ve getiri tercihlerine uygun bir yatırım imkanı sağlamaktadır.

### **3.4. Düşük Maliyet**

Yatırımcılar profesyonel yönetim karşılığında yatırım fonlarına bir komisyon veya ücret ödemektedirler. Ancak, ödenen bu komisyonlar üç sebepten dolayı düşük kalmaktadır. Birinci sebep, yatırım fonlarının ölçek ekonomilerinden faydalanmaları ile ilgilidir. Ölçek ekonomisi, fon portföyünün artması ile birlikte birim başına maliyetin düşmesi olarak tanımlanabilir. Yatırım fonları belli bir gidere katlanarak elde ettikleri bilgileri bu portföyün tamamı için kullandığından, birim başına maliyet düşük olmaktadır. İkincisi, yatırım fonlarının portföyünde bulunan varlıkların sayıca hem de hacim olarak büyük olması, alım ve satım işlemlerinde bireysel yatırımcılara göre daha düşük komisyon ödemelerine yol açmaktadır. Üçüncüsü ise, çok sayıda ve türde yatırım fonunun varlığı rekabeti de beraberinde getirmektedir. Bu da yatırımcıların düşük maliyetle profesyonel yönetim hizmetinden yararlanmalarını sağlamaktadır.

### **3.5. Likidite**

İleride bahsedileceği gibi yatırım fonları genellikle açık-uçludurlar. Bu özellikleri nedeniyle katılım belgesine sahip bir yatırımcı istediği anda katılım belgesini (fona) geri satabilme hakkına sahiptir. Dolayısıyla, diğer kurumsal yatırımcılardan farklı olarak yatırım fonları tasarruf sahibine katılma senetlerini her an geri alma garantisi vermektedir. (Karacabey, 1998: 32)

### **3.6. Rahatlık**

Yatırım fonları katılma belgelerinin telefon, Otomatik Vezne Makinesi (Automatic Teller Machine-ATM) ve internet aracılığı ile doğrudan fonun kurucusundan veya yetkili acentelerden alınıp satılabilme imkanının olması yatırımcılara büyük rahatlık sağlamaktadır. Yatırımcılar ayrıca, aylık ve yıllık mali tablolar, vergi bilgileri, 24 saat telefon hizmeti ve bilgisayarla fona ve kendi hesap bilgilerine ulaşma gibi fon tarafından sunulan hizmetlerden de faydalanmaktadırlar.

### **3.7. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma**

Yatırım fonları balgamında ölçek ekonomisi, kullanılan veya yönetilen fon miktarının artmasıyla birim fon başına maliyetlerin düşmesi olarak tanımlanabilir. Sermaye piyasaları mükemmel piyasalar olmadığı için, tam etkin bir piyasada

olacağı ileri sürülen özelliklerin bir çoğunun bu piyasalarda bulunması beklenemez. Örneğin bu piyasalarda işlem maliyetleri söz konusudur. Küçük yatırımcılar için bu maliyetler oran olarak oldukça önemli olabilirler. Ancak yatırım fonları yatırımlarını büyük miktarlarda yaptıkları için oran olarak bu maliyetler oldukça düşecektir. Benzer şekilde akılcı bir yatırım yapabilmek için gereken bilginin toplanmasının da bir maliyeti söz konusudur. Bu maliyet bireysel yatırımcı için önemli olabilirken, yatırım fonlarının portföy büyüklüğü düşünülünce bu maliyet gözardı edilebilecek bir miktar olarak karşımıza çıkacaktır. Küçük yatırımcıların bu bilgi toplama maliyetlerine katlandıkları düşünülse bile, elde edilen bilginin etkin kullanımı da büyük miktarda yatırım yapabilen yatırım fonları için daha kolay olacaktır. Çünkü yatırım fonları, bireysel yatırımcı için pahalı olabilecek danışmanlık ve portföy yöneticiliği hizmetlerini kolaylıkla elde edebilirler.

#### 4. YATIRIM FONLARININ HUKUKİ ÇERÇEVESİ

Yatırım fonu, ilk kez 30.7.1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) ile sermaye piyasasının yardımcı kuruluşu olarak Türk hukuk sistemine girmiştir. SPK, bu kanunun kendisine verdiği yetkiye dayanarak 12.12.1986 tarih ve 19310 sayılı Resmi Gazete’de, Seri:7, No:1 “Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği”ni yayımlayarak konuya ilişkin ilk kapsamlı düzenlemeyi yapmıştır (Ertaş,Tuncel ve Teker, 1997: 12).

Sermaye Piyasası Kanunu, Sermaye piyasalarındaki yeni gelişmelere cevap verilebilmesi amacıyla, Bankalar Kanunu’nun bir maddesinin değiştirilmesine ve 35 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin bazı maddelerinin yürürlükten kaldırılmasına dair 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı kanun (13.5.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır) ile yeniden düzenlenmiştir.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda, Menkul Kıymetler Yatırım Fonu kavramı, kuruluş izni, fon içtüzüğü, içtüzüğün tescili ve değiştirilmesi, fonun oluşması ve katılma belgelerinin halka arzı, katılma belgesi, yönetim ilkeleri, hesap raporu ve ilanı, bankanın iflası veya tasfiyesi, fonun sona ermesi ve denetime yetkililer 35 ve 45. maddeler arasında detaylı olarak açıklanmıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu’nda değişiklik yapan 3794 sayılı kanun ile yatırım fonlarının sadece temel çerçevesi çizilmiş; fonun kuruluşu, fonun asgari tutarı, fon türleri itibariyle portföylerde bulundurulabilecek kıymetleri ve portföy sınırlamaları, değerlendirme esasları, fon kârının tespiti ve dağıtımı ile fonun faaliyet ve yönetim ilkelerini, birleşmesini, sona ermesini ve tasfiyesini, fon içtüzüğünü, yönetim ve saklama sözleşmelerinin düzenlemesini, kapsamını, değiştirilmesini, tescil ve ilanını, katılma belgelerinin değerine, ihraç ve satın alma fiyatlarının hesaplanmasına ve ilanına, alım satım ilkelerine ilişkin esasları Sermaye Piyasası Kurulu’nun belirleyeceği belirtilmiştir (md.37-38).

SPK, 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı kanunun 37 ve 38. maddelerinde kendisine tanınan yetkiye dayanarak; 31.7.1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanan, Seri 7 No 2 “Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliği” çıkararak yatırım fonlarının işleyişine ilişkin esasları düzenlemiştir. Tebliğin düzenlendiği 1992 yılından 1996 yılı sonlarına kadar, Türk yatırım fonları bu



tebliğdeki hükümlere göre faaliyet göstermiş; ancak SPK yine 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı kanunun 37 ve 38. maddelerinde kendisine tanınan yetkiye dayanarak Seri 7 No.10 “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”ni düzenlemiş ve bu tebliğ 19.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. SPK daha sonra 24.07.1997 tarih ve 23059 sayılı Resmi Gazete’de yayımlandığı Seri 7 No.11 “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” ile söz konusu tebliğde bazı değişiklikler yapmıştır. Şu anda Türk yatırım fonları Seri 7 No.11 tebliğ ile değişik Seri 7 No.10 tebliğine göre faaliyet göstermektedir.

#### **4.1. Tanım**

3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda yatırım fonları şu şekilde tanımlanmaktadır.

Fon, kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inanlı mülkiyet esaslarına göre:

-Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulan ortaklıklara dahil hisse senetlerini, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri,

-Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapabilen, yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ve hisse senetleri,

-Ulusal ve uluslar arası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,

-SPK tarafından uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, futures, opsiyon ve forward sözleşmelerinden oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır (md. 4).

Bu tanımda 2499 sayılı kanundaki tanımdan farklı olmak üzere, yatırım fonlarının sadece menkul kıymet portföyü değil, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslar arası piyasalarda işlem gören altın ve kıymetli madenlerden oluşan bir portföy oluşturabilmeleri olanağı sağlanmıştır. Tanımda önemli bir diğer husus ise fonun “inanlı mülkiyet esasına” göre kurulmasıdır. 2499 sayılı Kanun’un

gerekçesinde inançlı mülkiyet esası konusunda şu görüşler yer almaktadır (SPK, Sermaye Piyasası Mevzuatı, 1994):

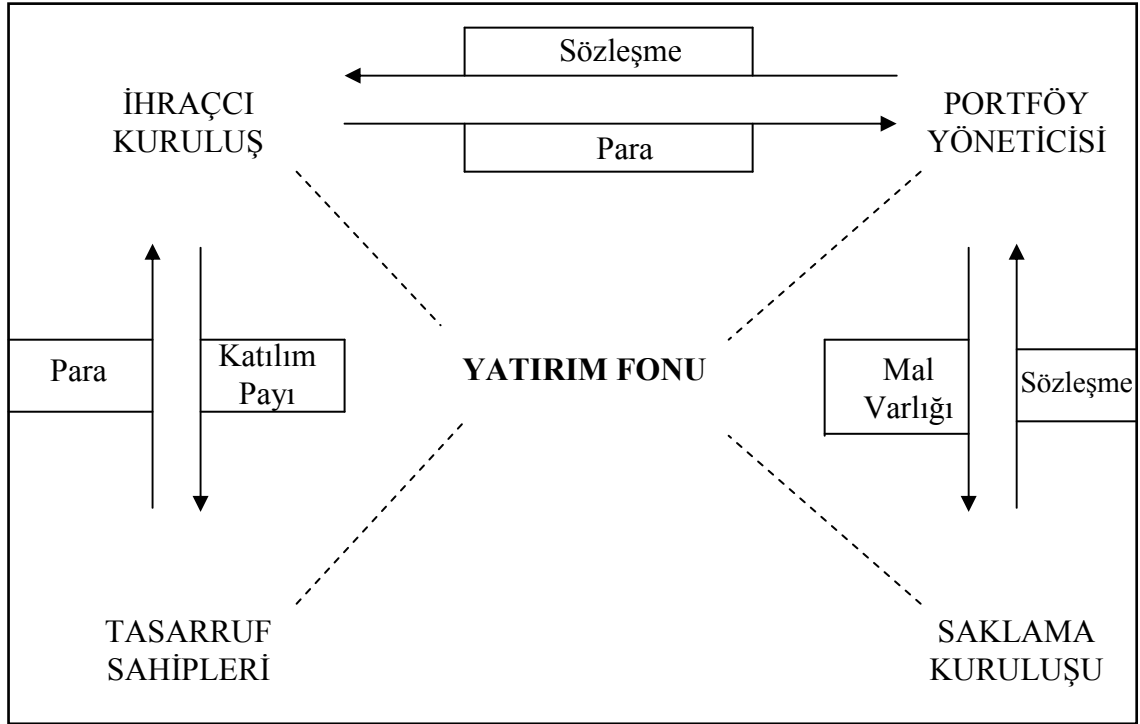
Yatırım fonları genel olarak dörtlü bir ilişki içinde vücut bulur. Bu ilişkinin tarafları kurucu, tasarruf sahipleri, fonu yönetecek menkul kıymet portföyü işletmekte uzman bir kuruluş ve fon varlığını saklayacak bir bankadır. Kurucu, bir yatırım fonu kurarak bu fona iştiraki sağlayan katılma belgelerini tasarruf sahiplerine arz eden ve fonun her türlü işlemlerinden dolayı ortaklara ve düzenleyici kurumlara karşı sorumlu olan kuruluştur. Tasarruf sahipleri, fona iştirak eden gerçek veya tüzel kişilerdir. Bu kişiler, anılan fonun sahip olduğu portföyü temsil eden hisseleri veya Türkiye'deki adıyla katılma belgelerini satın alarak fona ortak olmaktadır. Yönetici, kurucu tarafından atanan ve fonun varlıklarını fonun amaçlarına uygun olarak yönetmekle sorumlu olan kişidir. Saklama kuruluşu, fonun portföyündeki varlıkları saklamak ve bu varlıklara bağlı olarak ortaya çıkan faiz ve temettü gibi gelirleri tahsil etmekten sorumludur (Kılıç, 2002: 8).

Müşterek mülkiyet esasına göre fon teşkil edildiği hallerde, fon malvarlığı katılma belgesi sahiplerinin müşterek mülkiyetindedir. Ancak müşterek maliklerin her zaman taksim isteyebilecekleri prensibi (MK md. 627) dolayısıyla bazı istisnalara rağmen müşterek mülkiyet geçici işlemler için kabul edilmiş bir kurum olduğundan yatırım fonunun sürekliliği prensibi ile bağdaşmamaktadır. Diğer yandan müşterek mülkiyete dayalı yatırım fonlarında katılma belgesi sahipleri ile fon yöneticisi arasındaki ilişkiler vekalet akdi hükümlerine tabidir. Vekalet akdinde vekalet veren vekile talimat verebileceği gibi (BK md. 389) onu her zaman azledebilir. Oysa yatırım fonlarında katılma belgesi sahipleri hiçbir şekilde yönetime katılmazlar ve fon yöneticisine talimat vermezler. Ayrıca Borçlar Kanunu'nun 396'ncı maddesindeki vekilin her zaman azledilebileceği hükmü emredici bir hükümdür. Bu sebeple sözleşmeye aksi bir hüküm konulması mümkün değildir. Oysa yatırım fonu uygulaması mahiyeti itibarıyla katılma belgesi sahiplerinin yöneticiyi azledememesini gerektirir.

Bu sebeplerle uygulamada yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına dayandırılmaktadır. İnançlı mülkiyet esasında fona inançlı olarak fon yöneticisi maliktir. Tasarruf sahipleri muamelelerinin bir kısmını katılma belgesi olarak inançlı yöneticinin mülkiyetine verirler. Bu intikal bir inanç sözleşmesi (yatırım fonlarında

fon sözleşmesi, fon iç tüzüğü) ile sağlanır. Yönetici sözleşme çerçevesinde katılma belgeleri karşılığında aldığı paraların maliki olur, ancak bu paraları sözleşme çerçevesinde kullanmak zorundadır.

**Şekil 4.1. Yatırım Fonlarının İşleyişi**



**Kaynak:** Saim KILIÇ, Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi, İMKB Yayınları, No:95, Ankara, 2002, s.9.

#### 4.2. Yatırım Fonunun Kuruluşu

Yatırım fonu kurmaya ve yönetmeye yetkili kuruluşlar tebliğde belirlenmiş esaslara uymak, SPK'ca aranacak nitelikleri taşımak ve SPK'dan izin almak koşuluyla şunlardır:

- Bankalar,
- Aracı Kurumlar,
- Sigorta Şirketleri,

-Kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları (Sosyal Sigortalar Kurumu, Bağ-Kur, Emekli Sandığı, Ordu Yardımlaşma Kurumu gibi),

-506 sayılı Kanunun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş sandıklar.

Bu kuruluşların fon kurmalarına da bir limit getirilmiştir. Buna göre, bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketlerinin kurabilecekleri fonların, içtüzüklerinde belirtilen fon tutarlarının toplamı, SPK'ya gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarın 10 katını; diğer kuruluşlarda ise genel kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan öz kaynaklar toplamını aşamaz (md. 11). Fonların kuruluştaki asgari miktarları ise 100 milyar TL'den az olamaz (md. 20).

Fon yönetim işlemlerinin düzgün bir şekilde yürütülebilmesi için kurucu tarafından her fon için en az 3 kişiden oluşan bir fon kurulu oluşturulur ve bir de denetçi atanır (md. 12). Fon kurmak isteyen kuruluşun hazırlayacağı fon içtüzüğü taslağı ve tebliğin 16. maddesinde istenen bilgi ve belgelerle SPK'ya başvurması gereklidir (md. 15). Fon içtüzüğünde bulunması gereken bilgiler şunlardır (md.17):

- Fonun adı, türü ve tipi
- Kurucunun ünvanı, merkezi ve adresi,
- Saklayıcı kuruluşun ünvanı ve adresi,
- Fon tutarı, kaç paydan oluştuğu ve süresi,
- Avansın kurucu tarafından tahsis edilmesi ve geri alınması esasları ile avansa yürütülecek faizin hesaplama yöntemleri,
- Fon yönetiminde uygulanacak şekil,
- Fonun yatırım yapacağı varlıklar ve portföy yönetim ilkeleri,
- Katılma belgelerinin satış ve geri satın alınışına ilişkin usul ve esaslar,
- Portföyün yönetimine ve saklanmasına ilişkin esaslar,
- Portföyün değerlemesine ilişkin esaslar,
- Fon varlıklarından yapılabilecek harcamalara ilişkin esaslar,
- Fon gelir gider farkının katılma belgesi sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslar,

- Fona katılma ve fondan ayrılma şartları,
- Fonun tasfiye şekli.

Fon içtüzüğü, katılma belgesi sahipleriyle kurucu, saklayıcı ve yönetici arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre saklanmasını ve vekalet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşmedir (md.18). Kurul tarafından uygun görülen fon içtüzüğü notere onaylatılır ve yine Kurul tarafından izin belgesi verilir. Kurulca verilen izin belgesi tarihinden itibaren 6 iş günü içerisinde fon kurucusunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan olunur.

Kurucu Tebliğde belirtilen tutardan az olmamak koşuluyla iç tüzükte öngörülen fon tutarının %20'si kadar avans tahsis eder. Söz konusu avans ile fon portföyü oluşturulur ve katılma belgeleri kayda alınarak iç tüzükte belirtilen pay sayısına kadar halka arz yoluyla satılır.

Kurucu fon iç tüzüğünün tescilinden itibaren en fazla üç ay içerisinde gerekli koşulları sağlayarak katılma belgelerinin kayda alınması için bir dilekçe ve gerekli belgelerle Kurul'a başvurur. Kurul yapılan başvuruları, izahname ve sirkülerin, fon ve katılma belgeleriyle ilgili mevzuatın öngördüğü ve gerekli görülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak kamunun aydınlatılması esasları çerçevesinde inceler ve katılma belgelerini kayda alır.

Kurulca onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içerisinde kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve Türk Ticaret Gazetesi'nde ilan ettirilir. İzahnamenin tescilini takip eden 10 işgünü içerisinde sirküler Türkiye çapında yayın yapan en az iki günlük gazetenin Türkiye baskılarında ilan ettirilir. Katılma belgeleri, sirkülerin ilanını takiben, bu sirkülerdeki esaslar çerçevesinde ve belirtilen tarihten başlayarak, ilan edilen yer veya yerlerde Tebliğde belirtilen katılma belgelerinin fiyatları ve pay değerini hesaplama esaslarına göre hesaplanan fiyattan tasarruf sahiplerine sunulur (Tunaer, 2003: 25).

### 4.3. Yatırım Fonu Tutarının Artırılması

Fon tutarının artırılmak istenmesi halinde kurucu, fon tutarının ve pay sayısının artırılması amacıyla iç tüzük değişikliği ve arttırılacak tutarı temsil eden payların kayda alınması talebiyle Kurul'a başvurur. Fon iç tüzüklerinin ilgili maddesinde ihraç edilecek yeni katılma belgesi sayısı ile birlikte yeni fon tutarı belirtilir. Tutar artırımına ilişkin iç tüzük değişikliğinin Kurul'ca uygun görülmesi halinde, artırılan tutarı temsil eden katılma belgeleri kayda alınır. Katılma belgelerinin kayda alınmasını takiben Kurulca uygun görülen fon iç tüzüğü ve fon izahname ve sirküleri kanunda düzenlenmiş esaslara uygun olarak tescil ve ilan ettirilir.

Tutar artırımında yapılan artırım giderlerinin, yeni katılma belgelerinin temsil ettiği pay sayısına bölünmesiyle bulunan tutar, yeni katılma belgelerinin halka arz tarihinden itibaren her satışta birim pay değeri üzerine ilave edilerek tahsil edilir.

Artırım nedeniyle yapılan giderler kurucu tarafından ödenir. Bu giderler, satış anında tahsil edilerek her işlem günü akşamı kurucunun fondan alacakları hesabına aktarılır. Bu şekilde artırım giderleri en çok 30 gün içerisinde tahsil edilmek zorundadır. Bu süre içerisinde, zamanında tahsil edilemeyen artırım giderlerinden kurucu feragat etmiş sayılır.

### 4.4. Yatırım Fonu Katılma Belgeleri

Tebliğ'de, katılma belgesi, belge sahibinin, kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde olan bir senet olarak tanımlanmıştır. Söz konusu belgelerin kaydı değer olarak tutulması gerekmektedir. İç tüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbest alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonları katılma belgeleri menkul kıymet sayılmaktadır.

Fona iştiraki sağlayan katılma belgesinin fiyatı kurucu tarafından aşağıdaki prosedür takip edilerek hesaplanmaktadır (<http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf.htm>, 30.05.2002):

-Değerleme gününde portföyde bulunan varlıkların işlem gördükleri, alınıp satıldıkları borsalarda oluşan fiyatları dikkate alınarak fon portföy değeri hesaplanmakta,

-Fon portföy değerine fonun alacakları eklenmek ve borçları düşülmek suretiyle fonun toplam değeri belirlenmekte,

-Fon toplam değeri, değerlendirme gününde tedavülde olan pay sayısına bölünmek suretiyle birim katılma belgesi fiyatına ulaşılmaktadır.

Yukarıda belirtilen işlemlerin yapılması sırasında fonun portföyünde bulunan varlıklardan elde edilen faiz, temettü, alım satım kazancı ve günlük değer artışları aynı gün fona gelir olarak kaydedilmekte, dolayısıyla, katılma belgelerinin her gün için hesaplanan fiyatına yansıtılmaktadır. Böylece, belirli bir tarihte fondan ayrılan yatırımcı o güne kadar fonun kazancından (zararından) kendi payına düşen miktarı almış olmaktadır (Ertaş, Tuncel ve Teker, 1997: 16).

Anılan Tebliğ'e göre, A tipi fonlarda ve likit fonlar dışındaki B tipi fonlarda ileri fiyatlandırma uygulaması söz konusudur. İleri fiyatlandırma uygulaması, daha önce de belirtildiği üzere, en basit anlatımla, katılma belgesi alım satımlarının talimat alınmak suretiyle ve talimatın verilmesinden sonra hesaplanacak alım satım fiyatları üzerinden bilahare gerçekleştirilmesidir. Likit fonlar için söz konusu olan geriye doğru fiyatlamada ise, katılma belgesi alım satımlarının, alım satım talimatının verilmesi sırasında geçerli fiyat üzerinden anında gerçekleştirilmesidir.

#### **4.5. Yatırım Fonlarının Yönetimi ve İşleyişi**

Fon, daha öncede belirtildiği gibi kurucunun belirleyeceği bir yönetici (Sermaye Piyasası Kurulundan portföy yöneticiliği yetki belgesi alan kuruluşlar yönetici olabilir) ile yapılan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yönetici tarafından yönetilir (Ertaş, Tuncel ve Teker, 1997: 18). Yatırım fonunun mal varlığı, kurucunun Sermaye Piyasası Kanunu'ndan, Sermaye Piyasası Tebliği'nden ve fon içtüzüğünden doğan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve sorumluluğunu karşılaması dışında hiçbir amaçla kullanılamaz. Fon malvarlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez. Yatırım fonu yönetim ilkeleri aşağıda sıralanmıştır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 1998):

-Yönetici, yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetmek zorundadır. Yönetimindeki yatırım fonları veya diğer müşterileri arasında müşterilerden biri veya

yatırım fonlarından biri lehine diğerkleri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde bulunamaz.

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

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

-Borsada işlem gören varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. Yönetici, fon portföyüne hisse senedi alım satım işlemlerinde, işlemi gerçekleştiren aracı kuruluşun, fonu temsil eden müşteri numarasıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem yapmasını temin etmek zorundadır.

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

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

-Fon portföyünün önceden saptanmış belirli bir getiriye sağlayacağına dair yazılı veya sözlü garanti verilemez.

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



#### 4.6. Yatırım Fonlarının Birleştirilmesi, Sonlandırılması ve Tasfiyesi

Kurucunun iflası veya tasfiyesi halinde Sermaye Piyasası Kurulu, fonu uygun göreceği başka bir kuruluşa tasfiye amacıyla devreder. Saklayıcı kurumun iflası halinde, Kurucu fon varlığını Kurul'ca uygun görülecek başka bir kuruluşa devreder. Bundan başka, fon iç tüzüğünde öngörülmuş bir süre söz konusu ise bu sürenin sona ermesiyle, fon süresiz ise kurucunun Kurul'un uygun görüşünü aldıktan sonra 6 ay öncesinden feshi ihbar etmesi ya da kurucunun fon kurma koşullarını kaybetmesi halinde fon sona erer. Fon mal varlığı, fon iç tüzüğündeki ilkelere göre tasfiye edilir ve tasfiye bakiyesi katılma belgesi sahiplerine payları oranında dağıtılır. Fesih anından itibaren hiçbir katılma belgesi ihraç edilemez ve geri alınamaz.

Türkiye'de yatırım fonlarının gündeme gelmesinden bu yana sıkça rastlanan bir husus ise yatırım fonlarının birleştirilmesi olmuştur. Aynı kurucunun kurduğu fonlar kurucunun veya Kurul'ca gerekli görülen durumlarda Kurul'un talebi üzerine birleştirilebilir. Bu amaçla Kurucunun yönetimindeki ve birleşime konu olacak fonlardan, bünyesinde birleşilecek fon dışında kalan fonlara ilişkin iç tüzük maddesi değişikliği için Sermaye Piyasası Kuruluna başvurulur. Kurul'dan alınan uygun görüş ile iç tüzük değişikliği, kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan ettirilir. Ayrıca, yatırımcıların bilgilendirilmesi amacıyla, söz konusu değişiklikler ve değişikliklerin gerekçeleri Türkiye çapında yayın yapan en az iki adet günlük gazetenin Türkiye baskısında ilan edilir.

Kurucu, bünyesinde birleşilecek fonun fon tutarına ve pay sayısına ilişkin iç tüzük maddesi değişikliği ve birleşme sonucu çıkarılacak katılma belgelerinin yatırımcılara dağıtımını için Kurul'a bir dilekçe ve Tebliğde belirtilen diğer belgeler ile başvurur. Bünyesinde birleşilecek fon dışındaki fonların iç tüzük değişikliklerinin ticaret siciline tescili tarihinden itibaren, söz konusu fonların katılma belgelerinin satımı durdurulur. Kurul gerekli incelemeleri yaptıktan sonra, birleşme sonucu çıkarılacak katılma belgeleri Kurul kaydına alınır. Birleşme ile ilgili ilanlarda birleşme tarihi ve değiştirme oranının hesaplanma yöntemi ve süresi belirtilir (Tunaer, 2003: 28).

## 5. AVRUPA BİRLİĞİ BAĞLAMINDA YATIRIM FONLARI

### 5.1. Avrupa Birliği'nde Yatırım Fonlarının Yasal Durumu

Kollektif yatırım modellerine ilişkin Avrupa Birliği'nde (AB) temel düzenleme, Bakanlar Konseyi tarafından çıkarılan, 20.12.1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı “Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kollektif Yatırım Kuruluşlarına ilişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi”dir. Bu Direktif, üye ülkelerin bakanlarından oluşan ve en üst karar mercii olan AB Konseyi tarafından çıkarıldığı için, üye ülkeler açısından bağlayıcı niteliktedir. Bu nedenle, üye ülkelerin iç düzenlemelerini bu Direktif'e uygun hale getirmeleri gerekmektedir. (Okat, 2000: 6)

Direktif'in 1'inci maddesinde, üye ülkelerin kendi sınırları içinde bulunan “Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kollektif Yatırım Kuruluşlarına” (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities-UCITS) bu Direktif hükümlerinin uygulanacağı belirtilmektedir. (Okat, 2000: 6)

Direktif'in 1 ve 2'nci maddelerinde;

-Tek amacı halktan toplanan paralarla devredilebilir menkul kıymetlere, riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde kollektif yatırım yapmak olan,

-Açık uçlu olan (payları, pay sahiplerinin talebi üzerine geri satın alabilen),

-Ve payları halka arz suretiyle satılan,

kuruluşlar UCITS kapsamına alınmıştır.Bu tanım gereği aşağıdaki Kolektif Yatırım Kuruluş'ları ise Direktif kapsamı dışında bırakılmıştır (Okat, 2000: 7):

-Paylarını devredilebilir menkul kıymetler dışındaki varlıklara yatıran Kolektif Yatırım Kuruluş'ları (Örneğin, Gayrimenkul yatırım fonları (GMYF)),

-Her türlü kapalı uçlu Kolektif Yatırım Kuruluş'ları,

-Payları tahsisli satılan Kolektif Yatırım Kuruluş'ları,

-UCITS olma şartlarını taşımayan diğer Kuruluş Yatırım Kuruluş'ları.

## 5.2. AB Uygulamasının Ülkemiz Düzenlemeleri ile Karşılaştırılması

AB direktifi ile ülkemiz uygulamaları arasında 3 belirgin fark bulunmaktadır (Okat, 2000: 16-18).

İlk farklılık, fonların kuruluş şekli ile ilgilidir. AB düzenlemelerinde fonlar hem sözleşmeye dayalı olarak hem de tüzel kişiliği haiz şirketler olarak örgütlenirken, ülkemizde yatırım fonlarının tüzel kişiliği olmayan kuruluşlar olarak sadece sözleşme esasına göre kurulabilmektedir.

İkinci farklılık, fonun yönetimi ile ilgili olarak ortaya çıkmaktadır. AB düzenlemelerine göre fonların portföylerini yöneten kurumlar, fon yönetimi dışında başka bir işle uğraşamamaktadırlar. Ülkemizde ise, fon portföylerini yönetmeye portföy yöneticiliği belgesi almış aracı kurumlar ile portföy yönetim şirketleri yetkili kılınmış olup, bu kurumların mevzuat dahilinde fonların portföyleri dışında gerek bireysel ve gerekse kurumsal diğer portföyleri yönetmeleri mümkün bulunmaktadır.

Üçüncü farklılık ise, saklama kuruluşunun üstlendiği görev ile ilgilidir. AB düzenlemelerinde saklama kuruluşunun, fon varlığının muhafaza edilmesi, fonun maddi yönetimi ve fon işlemlerinin kurallara uygunluğunun denetimi olmak üzere üç işlevi bulunmaktadır. Türkiye’de ise saklama kuruluşuna bu işlevlerden ilk ikisi yüklenmiştir. Başka bir deyişle, Türkiye’deki saklama kuruluşlarının fon işlemlerinin kurallara uygunluğunu sağlama işlevi bulunmamaktadır. Bu işlev kurucu tarafından yerine getirilmektedir.

## 6. YATIRIM FONLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

Yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançların ve katılma belgesi sahiplerinin elde ettiği kazançların vergilendirilme sistemi aşağıda özetlenmiştir (<http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf.htm>,16.01.2002).

### 6.1. Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi

#### 6.1.1. Portföy İşletmeciliğinden Doğan Kazançların Vergilendirilmesi

##### 6.1.1.1. Kurumlar Vergisi Açısından

5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) 8. maddesi: (30.12.1993 tarih ve 21804 mükerrer yazılı Resmi Gazete’de yayımlanan 3946 sayılı Kanununun 30’uncu maddesiyle Değişen şekli)

- Portföyünün en az %25’i hisse senetlerinden oluşan menkul kıymetler yatırım fonları (döviz yatırım fonları hariç) ile aynı nitelikteki menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,

- (a) alt bendi dışında kalan menkul kıymetler yatırım fonları (döviz yatırım fonları hariç) ile menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,

- Risk sermayesi yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları,

- Gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları,

- **Ek: 4697 sayılı Kanununun 9 uncu maddesi ile) Emeklilik yatırım fonlarının kazançları (Bu kazançlar Gelir Vergisi Kanununun 94 üncü maddesine göre tevkifata tabi tutulmaz.),**

Bu bentte yer alan kazançlara ait istisnanın, bu kanununun 24’üncü maddesi ile Gelir Vergisi Kanununun (GVK) 94’üncü maddesi uyarınca tevkif suretiyle ödenecek vergiye şumülü yoktur. Kurumlar Vergisi Kanununun 24’üncü ve Gelir Vergisi Kanununun 94’üncü maddelerine göre tevkif edilen ve ödenen vergiler, sadece Gelir Vergisi Kanununun 94’üncü maddesininin 6 numaralı bendininin (a) alt bendine göre yapılan vergi tevkifatına mahsup edilir. Mahsup edilemeyen vergiler hiçbir şekilde iade edilmez.

Bu bentte yer alan %25 oranını %20'ye kadar indirmeye veya %100'e kadar artırmaya Bakanlar Kurulu (BKr) yetkilidir.

Başka bir deyişle, hem A hem de B tipi yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur.

#### **6.1.1.2. Gelir Vergisi Açısından**

Gelir Vergisi Kanunu'nun (GVK) 94. maddesi 6/a bendi uyarınca, portföyünün en az %25'i hisse senetlerinden oluşan A Tipi yatırım fonları % 0, B tipi yatırım fonları ise % 10 portföy işletmeciliği kazançları üzerinden gelir vergisi kesintisine tabi tutulmuştur.

#### **6.1.2. Katılma Belgesi Sahiplerinin Elde Ettiği Kazançların Vergilendirilmesi**

##### **6.1.2.1. Tam Mükellef Gerçek Kişiler**

Fon katılma belgesi kar payları, GVK'nın 75/1 maddesine göre menkul sermaye iradı sayılmaktadır. 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu (14.08.1998 tarih ve 23786 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 4444 Sayılı Kanuna 3'üncü madde ile eklenen Geçici 35. Madde uyarınca , 1.1.1999-31.12.2005 tarihleri arasında elde edilen ve tevkif suretiyle vergilendirilmiş bulunan Gelir Vergisi Kanununun 75. maddesinin 7,12 ve 14 numaralı bentlerinde yazılı menkul sermaye iratları, menkul kıymetler yatırım fonları katılma belgelerine ödenen kar payları veya bu fonların katılma belgelerinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında alım satımından elde edilen kazançlar ile Türkiye'de kurulu vadeli işlem ve opsiyon borsalarında yapılan işlemler sonucunda elde edilen kazançlar için yıllık beyanname verilmez. Diğer gelirler nedeniyle beyanname verilmesi halinde de bu gelirler beyannameye dahil edilmez. Ticari işletmeye dahil olan bu gelirler bu maddenin kapsamı dışındadır.

##### **6.1.2.2. Dar Mükellef Gerçek Kişiler**

Menkul kıymetler yatırım fonlarının katılma belgelerine ödenen kar paylarının GVK'nın 101/2 maddesi çerçevesinde münferit beyannameye dahil edilmesi gerekmemektedir.

### **6.1.2.3. Tam Mükellef Tüzel Kişiler**

A ve B tipi yatırım fonu kar payları Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) 29.07.1998 tarih ve 23417 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 4369 sayılı Kanun’la 25. maddesinde yapılan değişiklik ile kurumlar vergisi oranı, 1999 yılı kazançlarından uygulanmaya başlamak üzere %30 olarak belirlenmiş, asgari kurumlar vergisi uygulaması kaldırılmıştır.

### **6.1.2.4. Dar mükellef Tüzel Kişiler**

Dar mükellef kurumlarda, KVK’nun 24’üncü maddesine göre kar payı sağlayan bu kazanç ve iratlardan kurumlar vergisi kesintisi yapmak zorundadırlar.

### **6.1.3. Damga Vergisi Açısından**

Damga Vergisi Kanunu’na (DMK) göre fon iç tüzüklerinde (fon esas sözleşmesi) yer alan fon tutarının artırılmasına ilişkin maddenin tadil edilmesi işlemleri sırasında binde 7,5 oranında bir damga vergisi ödemektedirler. Ancak, 01.07.1964 tarihli ve 488 Sayılı Damga Vergisi Kanunu 30’uncu maddesinde; Bakanlar Kurulu elektronik ortamda gönderilenler ile Sermaye Piyasası Kanununun uygulanmasıyla ilgili olarak Sermaye Piyasası Kurulunca düzenlenmesi öngörülen kağıtların tabi olduğu damga vergisi nispet ve maktı tutarlarını ibraz yerleri itibariyle sifıra kadar indirmeye, indirilen nispet ve tutarlarını kanuni seviyeye kadar çıkarmaya ve bu nispet ve tutarlar dahilinde kağıtlar itibariyle farklı nispet ve tutarlar tespit etmeye yetkilidir.

### **6.1.4. Menkul Kıymetlerin Değerlendirilmesinde Borsa Rayici**

Vergi Usul Kanununun 279 uncu maddesinde 4369 sayılı Kanunla yapılan değişiklikle hisse senetleri ile portföyünün en az %51’i Türkiye’de kurulmuş bulunan şirketlerin hisse senetlerinden oluşan yatırım fonu katılma belgeleri dışında kalan menkul kıymetlerin borsa rayici ile değerlendirilmesi esası getirilmiştir. Söz konusu, madde uyarınca;

- Borsa rayici yoksa veya
- Borsa rayicinin muvazaalı olarak oluştuğu anlaşılırsa,

Borsa rayici yerine menkul kıymetin maliyet bedeline değerlendirilme gününe kadar oluşan gelir tutarının eklenmesi suretiyle bulunacak tutar esas alınacaktır.

Aynı Kanununun 263'üncü maddesinde borsa rayicinin oluşumunda normal temevvüçler (dalgalanma) dışında bariz kararsızlıklar görülen hallerde değerlemeye takaddüm eden 30 gün içindeki ortalama rayici borsa rayici olarak esas aldirmaya Maliye Bakanlığının yetkili olduğu belirtilmiştir.

Buna göre Maliye Bakanlığı'nca aksi yönde bir düzenleme yapılmadığı sürece borsada son muamele gününde oluşan rayiç esas alınmak suretiyle değerlendirilecektir. Ancak daha sonra yapılacak vergi incelemeleri ile borsada oluşturulan rayicin muvazaalı olduğu anlaşılırsa Vergi Usul Kanunu hükümleri çerçevesinde gerekli tarhiyatların yapılacağı açıktır.

### **6.2. Yabancı Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi**

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 2'nci maddesi kapsamında Türkiye'de münhasıran portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan dar mükellefiyete tabi yatırım fonları, kurumlar vergisi ve gelir vergisi uygulamaları açısından Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan yatırım fonu olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, yukarıda menkul kıymet yatırım fonları açısından verilen açıklamalar yabancı yatırım fonları içinde geçerliliğini korumaktadır.

### **6.3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi**

Gelişmiş ekonomilerde en üst düzeyde teşviklerle desteklenen bireysel emeklilik sisteminin, ülkemizde de teşvik edilmesi ve başarılı olması açısından vergi avantajları önem taşımaktadır. Ancak, sistemin yüksek gelir gruplarını kapsama alması halinde, sağlanan vergi avantajları, düşük gelirlere doğru bir gelir transferine yol açabilecektir.

Bireysel emeklilik sistemine vergi avantajı, 10.07.2001 tarih ve 24458 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 4697 sayılı "Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun" ile sağlanmıştır. Söz konusu avantaj, katkı paylarını, gelir ve aylıkları, emeklilik fonlarının değerlendirilmesi ve sistemle ilgili işlemleri kapsamaktadır. Bu kanuna göre, işverenlerin çalıştırdıkları ücretliler için emeklilik şirketine ödedikleri katkı payları, ticari kazançların hesabında gider olarak kaydedilebilecektir. Çalışanlar tarafından emeklilik şirketine ödenecek katkı payları katılımcıların brüt ücretlerinin %10'unu ve asgari ücretin brüt tutarını geçmemek kaydıyla gelir vergisi matrahından düşürülecektir. Katılımcı, sistemden 10 yıl ödeme

yapmadan ayrılması durumunda emeklilik hesabında oluşan birikim üzerinden %15 stopaj ödeyerek birikimlerini alırlar ([www.oyakemeklilik.com.tr/](http://www.oyakemeklilik.com.tr/) (04.07.2005)).

Bireysel Emeklilik Şirketleri ve Emeklilik Yatırım Fonları (EYF), kuruluş aşamasından itibaren, her türlü işlemlerinde damga vergilerinden istisna tutulmuşlardır. Diğer taraftan önemli bir vergi avantajı da kurumlar vergisi açısından sağlanmıştır. 4697 sayılı kanunla Kurumlar Vergisi Kanununda yapılan değişiklikle, hem kurumlar vergisinden müstesna tutulmuş, hem de gelir vergisi stopajı dışında bırakılmıştır.



## 7. YATIRIM FONLARINDA PERFORMANS DEĞERLEMESİ

### 7.1. Yatırım Fonlarında Performans Değerlemesinin Amaçları

Performans değerlendirilmesi, portföy yönetim sürecinin son aşamasıdır. Aynı zamanda yatırım fonlarını satın alacak tasarruf sahiplerinin en çok ilgilendikleri aşamadır. Çünkü gelecekte elde edecekleri getiri bu değerlendirmeye bağlıdır. Genel olarak yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesinin amaçları şunlardır (Şeremet, 2002: 65):

-Yatırım fonu yöneticileri, yönettikleri portföyün yönetilmeyen bir portföyden daha yüksek bir getiri sağladığını iddia ederler. Bu iddianın doğruluğunun kanıtlanması için, yönetilen portföylerin performanslarının belirlenmesi ve belirlenen değerlerinde yönetilmeyen portföylerle karşılaştırılması gerekir. Performans değerlendirilmesinin ilk amacı, bu karşılaştırmayı mümkün kılmaktır.

-Fonların değerlendirilmesinin ikinci amacı, yönetilen portföyleri birbirleriyle karşılaştırmaktır. Bu sayede yatırımcı en iyi portföye sahip yatırım fonunun seçebilmektedir.

-Yatırım fonlarını değerlendirmenin üçüncü amacı iç denetimdir. Bu yolla, yatırım fonu yöneticilerinin ne derece başarılı olduğu tespit edilir. Başarı yeterli görülmezse, bunun sebepleri araştırılır ve düzeltme yoluna gidilir.

-Fonların değerlendirilmesinin bir başka amacında, akademisyenlere üzerinde bilimsel çalışmalar yapabilecekleri veriler sağlamaktır. Yatırım fonlarının başka hiç bir yönetilen portföyün sahip olmadığı şekilde uzun dönemli ve kesiksiz veriye sahip olması akademisyenlerin portföy performansı konusunda yaptıkları hemen hemen bütün çalışmalarda bu verileri kullanmalarına neden olmuştur. Bunun yanında üstün performansa ilişkin elde edilebilecek herhangi bir kanıtın etkin Pazar hipotezinin çürütülmesini sağlayacağı gerçeği de bu çalışmalara olan ilgiyi arttırmıştır.

### 7.2. Portföy Performansı Kavramı

Her konuda alınan kararların uygulamaya konulduktan sonra elde edilen sonuçların değerlendirilmesi ve bir geri-besleme mekanizmasının sağlanması karar alma sürecinin başarısı için zorunludur. Bu açıdan, bir karar alma süreci olan yatırım sürecinin sonunda da bir değerlendirme yapıp, bir geri besleme mekanizmasının

oluşturulması kaçınılmaz olacaktır. Yatırım sürecinin başarısı (veya sonuçların değerlendirilmesi) yapılan yatırımdan beklenen amaçların (özellikle beklenen getirinin) elde edilip edilmediğinin değerlendirilmesi ile belirlenecektir (Karacabey, 1998: 71).

Portföy yönetimi dinamik bir süreç olup bu süreç (Ceylan ve Korkmaz, 1998: 16);

- Yatırım politikalarının belirlenmesi,
- Menkul kıymetlerin analizi,
- Portföyün oluşturulması,
- Portföyün performansının değerlendirilmesi,
- Portföyün revizyonu, olmak üzere beş aşamadan oluşmaktadır.

Yatırım politikasının belirlenmesi, yatırımcının durumunu yani yatırımcının yatırıma ayırdığı parasal miktarı, riske karşı tutumunu ve yatırımdan beklediği getiriyi açık bir şekilde ortaya koymayı amaçlayan aşamadır. Yatırımcının durumu incelenirken, yatırım sürecinin açıklanması, yatırım süresince ortaya çıkacak fon hareketlerinin tahmini gerekmektedir (İnselbağ, 1989: 2). Bu aşamada belirlenen politikalara göre portföyü oluşturacak menkul kıymet grubu yada grupları ortaya çıkacaktır.

Portföyü oluşturacak menkul kıymet grup ve grupları belirlendikten sonra, söz konusu grupların içerisinde yer alan menkul kıymetlerin analizinin yapılması gerekmektedir. Menkul kıymetlerin analizinde amaç, menkul kıymetlerin geleceğe ilişkin performanslarının menkul kıymetlerin iç ilişkilerini de kapsayacak şekilde belirlenmesidir (Sharpe, 1966: 120). Menkul kıymet analizinde yaygın olarak kullanılan yöntemler, temel ve teknik analizdir.

Fon portföyüne dahil edilecek menkul kıymetlerin analizinin ardından, menkul kıymetlerden hangilerinin portföye alınacağı ve yatırım içindeki ağırlıkları belirlenmektedir. Bu aşamada yapılan, bir önceki aşamada belirlenen bireysel menkul kıymet performans tahminlerini portföy performansları ile ilgili tahminlere dönüştürerek çok sayıdaki olasılık arasından etkin olanı seçmektir (Sharpe, 1966: 119-138). Bu noktada, Markowitz etkin portföy setini, beklenen getiri veri iken en

düşük varyansı veya varyans veri iken, en yüksek beklenen getiriye sağlayan menkul kıymet bileşimleri olarak tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeyle, risk birimi başına en yüksek getiriye yada getiri başına en düşük riski sağlayan portföy seçilecektir.

Fon portföylerinin yönetiminde sonraki aşama ise, oluşturulan portföyün ilgili dönemde nasıl bir performans sergilediğinin, getirinin yanı sıra riski de hesaba katarak veya başka bir deyişle getiriye riske göre düzelterek belirlenmesidir. Fonun performansını değerlendirmede, portföy yöneticisinin kısıtları mutlaka göz önünde bulundurulmalıdır. Özellikle yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcı portföylerini yönetenler ile yatırım ilke ve amaçlarını belirleyenler birbirinden farklıdır. Dolayısıyla portföy performanslarının karşılaştırılmasında bu kısıtların etkileri belirlenmelidir. Aynı şekilde dönem içi nakit akımları genellikle portföy yöneticisinin kontrolü altında değildir. Bu nedenle bu akımların etkileri de performans değerlendirilmesinde olanak dahilinde elimine edilmelidir. Bunun gerçekleştirilebilmesi için ise, performansı değerlendirilen fon portföyünün diğer portföylere oranla ne kadar iyi getiri sağlamış olduğunun yanı sıra, portföyün genel politikalarının da bilinmesi ve portföyün bu politikaları nasıl takip ettiğinin belirlenmesi de önemlidir.

Son aşama ise, belirli aralıklarla ilk üç aşamanın tekrarlanmasından ibarettir. Yani portföyün revize edilmesi aşamasıdır. Bu aşamada konjonktürel koşullardaki değişmeye ve gelişmelere göre portföyün tekrar gözden geçirilerek değiştirilmesi söz konusudur.

Performansın değerlendirilmesi sonucunda portföyün diğer bir portföye göre nasıl bir performans elde ettiği ile birlikte bu performansa neden olan etkenlerinde belirlenmesi gerekmektedir. Yatırımcı en azından gerçekleşen performansın şansa bağlı olduğunu mu yoksa fon portföy yönetiminin isabetli karar ve öngörülerinden mi kaynaklandığını bilmelidir (Elton ve Gruber, 1995: 630, alıntılan Karacabey, 1998: 73). Örneğin, yüksek performans iyi şanstın kaynaklanmışsa bunun bir sonraki dönemde devam etmesi beklenemez. Tam tersine düşük performans kötü şans olabileceği gibi portföy bileşiminin fazla değişmesi, yüksek yönetim ücretleri veya iyi yönetilememeye ile ilgili diğer maliyetlerden de kaynaklanabilir.

Portföy performansının ölçülmesi en basit biçimi ile iki boyuta sahiptir (Karacabey, 1998: 74-75):

-Getirilerin Ölçülmesi

-Riskin Ölçülmesi.

Kuşkusuz yatırımcı açısından temel değerlendirme unsuru portföyün getirisi olacaktır. Ancak özellikle performansın diğer portföylerle veya bir gösterge portföyle karşılaştırılmasında anlamlı sonuçlar elde edebilmek için karşılaştırılan portföylerin risk seviyelerinin aynı ya da benzer olması gerekmektedir. Dolayısıyla yapılması gereken, portföy getirisinin hesaplanması ve daha sonra aynı risk grubuna giren diğer portföylerin getirileri ile karşılaştırılmasıdır. Bu en basit şekliyle iki aşamada gerçekleşecektir. Önce her bir portföyün getirisi ve daha sonra riskleri hesaplanır, portföyler risk seviyelerine göre belirli gruplara ayrılır ve her bir grubun kendi içinde karşılaştırmalar yapılır. Bu yöntemi kullanarak yapılan çalışmaların en bilineni Friend, Blume ve Crockett tarafından yapılan çalışmalardır (Vuran, 2002: 59). Daha karmaşık , ancak daha kullanışlı ve akılcı sonuçlar üreten bir başka performans değerlendirme (ölçme) yaklaşımı ise, riske göre uyarlanmış (düzeltilmiş) getirinin hesaplanmasıdır. Bu yöntemi kullanarak yapılan çalışmaların en bilinenleri ise Treynor, Sharpe ve Jensen'in çalışmalarıdır. Farklı yöntemler kullanılsa da yapılan iş, “bir birim risk için elde edilmesi gereken getirinin belirlenmesi ve değerlendirilen portföyün riskine göre elde etmesi gereken getiri ile gerçekleşen getirinin karşılaştırılması” şeklinde özetlenebilir. Bu yaklaşıma uygun olarak geliştirilen performans ölçme yöntemleri neredeyse genel kabul görmüş yöntemler olarak nitelendirilebilir. Zaten farklı risk seviyelerindeki portföylerin bile karşılaştırılmasına olanak sağladığı düşünülürse, bu yaklaşıma uygun olarak geliştirilen yöntemlerin yatırımcılar açısından daha geçerli olacağını söylemek yanlış olmayacaktır. Hangi yaklaşıma ve hangi yöntemle göre performans ölçülürse ölçülsün, getirinin ölçülme yöntemleri riskin doğası ve ölçme yöntemleri üzerinde tam bir açıklık sağlanması üretilecek sonuçların sağlıklı olması açısından oldukça önemlidir.

### **7.3. Performans Değerlendirmede Getiri ve Riskin Hesaplanması**

#### **7.3.1. Getirinin Hesaplanması**

Getiri, en genel tanımıyla yapılan yatırımın yatırımcıya geri dönüşüdür. Menkul kıymetlerine yapılan yatırım yatırım sahibine; cari kazanç ve sermaye kazancı olmak üzere iki şekilde getiri sağlayabilir. Cari kazanç (current income), menkul kıymetlere yapılan yatırımdan elde edilen (veya edilmesi beklenen) temettü

veya faiz şeklinde olabilecek dönemsel nakit akışıdır. Sermaye kazancı ise, söz konusu menkul kıymete yapılan yatırımın değerinin artması ve menkul kıymet fiyatına bu artışın yansımalarıdır. Dolayısıyla, menkul kıymetin satın alındığı dönemdeki fiyatı ile yatırım süresi sonundaki fiyatı arasındaki pozitif fark menkul kıymetin sermaye kazancıdır (Civelek ve Durukan, 1998: 74-76).

Yatırım fonlarının getirilerinin hesaplanması, seçeneklerinin birbirleri ile karşılaştırılabilir olması bakımından büyük önem taşımaktadır. Hesaplanan getiri sayesinde özellikle aynı risk seviyesine sahip fonları birbirleri ile karşılaştırarak değerlendirme yapma imkanı doğmakta, buda yatırımcıya fonun performansı konusunda önemli bir bilgi sağlamaktadır (Akmüt, 1989: 42).

Bir portföyün yada fonun getirisi en basit şekilde dönem sonundaki değeri ile dönem başı değerinin farkının dönem başındaki değerine oranı olarak ifade edilebilir. Bu bağlamda herhangi bir portföyün veya yatırım aracının getirisi şu formülle hesaplanmaktadır (Karacabey, 1998: 75):

$$r_p = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$$

Formülde;

$r_p$  : fonun getirisini,

$V_t$  : fonun dönem sonundaki değerini,

$V_{t-1}$  : fonun dönem başındaki değerini, ifade etmektedir.

Bu formül yardımıyla yapılan bir hesaplama sonucunda elde edilecek olan değer, benzer şekilde yönetilen diğer fonların getirileri ile karşılaştırarak, değerlemesi yapılan fonun başarılı olup olmadığına karar verilir. Ancak fon performansının ölçülmesinde kullanılan bu yöntem riski göz ardı ederek sadece portföyün getirisini dikkate almaktadır. Eğer karşılaştırılan fonlar aynı risk düzeyinde ise karşılaştırma işlemi oldukça etkili ve kolay olacaktır. Aksi takdirde karşılaştırmada risk farkının da dikkate alınması zorunludur.

Yukarıdaki formül, portföy getirisini hesaplarken nakit giriş ve çıkışlarını hesaba katmamaktadır. Yatırımcının portföye nakit ilave edebileceği ya da portföyden nakit çekebileceği gerçeği portföy getirisinin ölçümünü

karmaşıklarıdır. Diğer bir şekilde, dönem içinde portföyün piyasa değerindeki yüzde değişim, o dönem içindeki portföy getirisinin doğru bir ölçüsü olmayabilir. Portföy getirilerinin doğru olarak ölçülmesinde nakit giriş ve çıkışlarının tam olarak ne zaman gerçekleştiğinin belirlenmesi önemlidir (Alexander, Sharpe ve Bailey, 1993: 388).

Birden fazla döneme ilişkin ve dönem içi nakit giriş ve çıkışlarını da göz önünde bulundurarak getiriye hesaplamada kullanılan iki temel yöntem vardır. Bunlar iç verim oranı ve zaman ağırlıklı getiri oranıdır.

İç verim oranı (Internal rate of return- IRR) kısaca nakit girişlerinin bugünkü değerini nakit çıkışlarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlanabilir ve şu formülle hesaplanır:

$$V_{t-1} = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{V_t}{(1+r)^{n+1}}$$

C: Nakit hareketlerini ifade etmektedir.

Zaman ağırlıklı getiri oranı (ZAGO) ise, bütün nakit akımlarının tekrar yatırıldığı varsayımı ile, değerlendirme dönemi için ilk portföyün bileşik büyüme oranını ölçer ve şu formülle hesaplanır:

$$r_p = \{(1+r_{p1})+(1+r_{p2})+\dots+(1+r_{pn})\}-1$$

Formülde, getiriye hesaplayacağımız dönemi her bir nakit hareketi olduğunda alt dönemlere ayırıp, alt dönemlerin getirileri ( $r_p = (V_t - V_{t-1}) / V_{t-1}$ ) formülüne göre hesaplanmak suretiyle ( $r_{pn}$ ) değerleri bulunacaktır. Daha sonra alt dönem getirileri yukarıdaki formülde yerine konularak değerlendirme dönemi için portföyün getirisi hesaplanacaktır.

Bazı durumlarda bu iki yöntem birbirlerinden oldukça farklı sonuçlar üretebilmektedir. Bu gibi durumlarda, iç getiri oranı yerine zaman ağırlıklı getiri oranının kullanılması daha uygundur. Çünkü iç getiri oranı yönteminde, getiri yöneticinin kontrolü olmayan nakit akışlarının hacim ve zamanlamasından çok fazla etkilenmektedir (Alexander, Sharpe ve Bailey, 1993: 490).

### 7.3.2. Riskin Hesaplanması

Risk, beklenen sonucu elde edememe durumuyla karşılaşma olasılığı şeklinde tanımlanabilir (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 1997: 29). Riskin finans yazınında sıkça rastlanan bir diğer tanımı ise, beklenen gelirden (getiri oranından) sapma olasılığıdır (Francis, 1991: 12). Yatırımcıların yapmış olduğu yatırımdan sağlayacağı verimin, beklenen verimin altına düşmesi veya üstüne çıkma olasılığı söz konusudur. İşte bu olasılık yatırımcı açısından yapmış olduğu yatırımın riskini oluşturmaktadır (Akgüç, 1989: 677). Örneğin, bir menkul kıymetin gerçekleşen getirisi, beklenen getiriden ne kadar büyük farklılık veya sapma gösteriyorsa, söz konusu menkul kıymetin riskinin o kadar yüksek olduğunu söyleyebiliriz (Bolak, 1991: 104).

Uygulamada kullanılan başlıca risk ölçütleri standart sapma, sistematik ve sistematik olmayan risk ölçütleridir.

#### 7.3.2.1. Standart Sapma

Yatırım fonu portföyleri için en yaygın kullanılan risk ölçütü standart sapmadır. Fonların standart sapması, içerdiği menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkinin yapısına da bağlıdır. Yatırım fonları için standart sapma aşağıdaki formülde olduğu gibi fonun aylık getirilerinin değişme oranı kullanılarak hesaplanmaktadır (Simons, 1998: 35).

$$\sigma = \sqrt{\sum (r_t - \bar{r}_o)^2 / (T - 1)}$$

Formülde;

$\sigma$ : standart sapmayı,

$T$ : standart sapmanın hesaplandığı dönemdeki ay sayısını,

$r_t$ : fonun aylık getirisini,

$\bar{r}_o$ : fonun aritmetik ortalama getirisini, ifade etmektedir.

#### 7.3.2.2. Sistemik ve Sistemik Olmayan Risk

Bir menkul kıymetin ürettiği nakit akımlarındaki dalgalanmalara neden olabilecek etkenleri, kontrol altında olan ve olmayan etkenler olarak ikiye ayırmak mümkündür. Başka bir ifadeyle yatırımcıların yatırımlarında karşı karşıya kaldıkları

riskler ortaya çıkış nedenlerine ve etkilerine göre ayırma tabi tutulabilir. Söz konusu bu riskler yatırımcının riski kontrol altına alabilme ve sınırlayabilme olanağının olup olmamasına göre “Sistemik Risk” ve “Sistemik Olmayan Risk” olmak üzere iki ana gruba ayrılabilir (Yörük, 2000: 17).

Sistemik risk, menkul kıymete veya onun ilgili olduğu işletmeye dışsal olan unsurlardan kaynaklanır ve yatırımcı tarafından sistemik riskin kontrol edilmesi mümkün değildir. Sistemik riskin faktörleri, piyasada işlem gören tüm menkul kıymetleri ve menkul kıymetlerin ilgili olduğu işletmeleri aynı anda etkiler. Ancak bu tanımdan, her menkul kıymet için aynı ağırlıkta sistemik riskin söz konusu olduğu sonucu çıkarılmamalıdır. Her menkul kıymetin veya menkul kıymetin ilgili olduğu işletmenin sistemik risk unsurları ile etkileşiminden kaynaklanan, farklı risk ağırlığı vardır (Özçam, 1997: 9). Sistemik riskin kaynakları; piyasa riski (market risk), faiz oranı riski (interest rate risk), satın alma gücü riski (purchasing power risk), kur riski (Exchange rate risk), politik risk (political risk)dir.

Sistemik olmayan risk ise, toplam riskin menkul kıymete veya söz konusu menkul kıymetin ihraççısı olan işletmenin içinde bulunduğu endüstri koluna bağlı olan kısmıdır. Doğrudan bir menkul kıymeti, işletmeyi ve endüstri kolunu ilgilendiren olayların meydana gelme olasılığı, sistemik olmayan riskin derecesini belirlemektedir (Ugan, 1997: 54). Yönetim hataları, grevler, teknolojik gelişmeler, yeni buluşlar, tüketici tercihlerinde değişimler gibi etkenler menkul kıymetin veriminde sistemik olmayan değişimlere neden olabilmektedir. Yatırımcının sistemik olmayan risk kaynakları üzerinde sınırlı olmakla birlikte doğrudan kontrol olanakları bulunmaktadır. Sistemik olmayan risk, yatırımcı açısından portföy riskinin yatırımların çeşitlendirilmesi ile giderilebilecek kısmı olarak da nitelenebilmektedir. Sistemik olmayan riskin kaynakları; iş riski (business risk), finansal risk veya ödememe riski (financial risk or default risk), yeniden yatırmama veya vade riski (reinvestment risk), likidite riski (liquidity risk) ve yönetim riski (management risk)dir.

Sistemik risk, portföy ile piyasa getirisi arasındaki korelasyon ilişkisinden kaynaklanırken sistemik olmayan risk, portföyün kendi getirisinin değişkenliğinden kaynaklanmaktadır. Bu iki riskin farkı, portföydeki menkul kıymet sayısına farklı tepki vermeleri noktasında önem kazanmaktadır. Sistemik olmayan risk,



çeşitlendirme yoluyla azaltılabilmekte ve hatta çok iyi çeşitlendirilmiş portföy için ihmal dahi edilebilmektedir. Buna karşın sistematik riski azaltmak mümkün değildir ve yatırımcı bu riske katlanmak zorundadır. Çok iyi çeşitlendirilmiş bir portföyün sistematik olmayan riski, sistematik risk düzeyine kadar indirilebilmektedir. Dolayısıyla etkin çeşitlendirilmiş portföyler için önemli olan risk çeşidi sistematik risktir.

Sharpe (1963) tarafından geliştirilen piyasa modelinde risk şu şekilde formüle edilmektedir.

Toplam Risk = Sistematik Risk + Sistematik Olmayan Risk

$$\sigma^2(\bar{r}_p) = \beta_p^2 \sigma^2(\bar{r}_m) + \sigma^2(e_p)$$

Formülde;

$\sigma^2(\bar{r}_p)$ : Toplam Riski, (portföy getirisinin varyansı veya getirinin standart sapmasının karesi alınarak bulunur)

$\beta_p^2 \sigma^2(\bar{r}_m)$ : Sistematik riski,

$\beta_p$  (Beta): Portföy getirisinin piyasaya olan duyarlılığını,

$\sigma^2(\bar{r}_m)$ : Piyasa getirisinin varyansını,

$\sigma^2(e_p)$ : Sistematik olmayan riski, ifade etmektedir.

Formülden de anlaşılacağı üzere, portföy getirisinin piyasa riskine olan duyarlılığı, yani sistematik risk esas olarak  $\beta$  (Beta) ile ölçülmektedir. Beta bire eşitse portföyün piyasa ile aynı oynaklığa sahip olduğu, birden büyükse portföy getirisinin piyasanınkinden daha değişken olduğu, birden küçük ise portföy getirisinin piyasadan daha az değişkenliğe sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Sistematik riski ölçen Betanın hesaplanması için CAPM modelinden esinlenerek portföyün risksiz faiz oranını aşan getirileri ile piyasanın risksiz faiz oranını aşan getirileri arasında  $r_{p,t} - r_{f,t} = \alpha_p + \beta_p(r_{m,t} - r_{f,t}) + e_{p,t}$  şeklinde bir doğrusal regresyon kurulmaktadır. Bu doğrusal regresyon eğimi betayı vermektedir (Simons, 1998: 42).

#### 7.4. Yatırım Fonu Performansının Değerlendirilmesi Yöntemleri

Yatırımcıların, yatırım fonlarına yatırım yapıp yapmama kararı, büyük ölçüde söz konusu fonun performansına bağlıdır. Yatırımcılar gelecekteki performansına güvendikleri yatırım fonlarına yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Gelecekteki performansı bugünden kesin olarak bilmek mümkün değildir. Ancak oldukça gerçekçi tahminler yapmak olanaklıdır. Geleceğe ilişkin performans tahminleri fonların geçmişte göstermiş olduğu performansa dayandırılmaktadır. Geçmiş dönemlerde gösterilen performansın gelecekte de devam edeceği varsayılmaktadır.

Yatırım fonu performansının değerlendirilmesi yıllardan beri gerek akademik çevreler gerek uygulamacılar açısından büyük önem taşımış ve ilgi görmüştür. Uygulamacılar yatırım fonu performansının değerlendirilmesi sonucu elde edilen bulgulara göre daha etkin kaynak tahsisi amaçlarken, akademisyenler yatırım fonu performansının değerlendirilmesine daha çok “Etkin Pazar Teorisi – EPT” nin geçerliliğinin araştırılması açısından önem vermişlerdir (Henriksson ve Merton, 1981: 514-533). Ortaya çıkan sonuçların bir kısmı etkin piyasa hipotezinin geçerliliği ile bağdaşmakta, bir kısmı ise bağdaşmamaktadır. Etkin piyasa hipotezi ile bağdaşan bulguların elde edildiği araştırmalarda, yüksek maliyetlerle gerçekleştirilen işlemlerin ve ödenen ücretlerin kendilerini karşılamadığı çünkü fiyatların mevcut bilgiyi olduğu gibi yansıtmadığı sonucuna varılmıştır. Etkin piyasa hipotezi ile bağdaşmayan bulguların elde edildiği çalışmalara bakıldığında da işlem maliyetlerinin ve ödenen ücretlerin karşılanması amacı için yeni bilgilere ulaşmada ve onları iyi değerlendirmede başarı sağladıkları düşünülmektedir. Bu sonuçlar bilginin maliyeti olmadığı varsayımı ile hareket eden değiştirilmiş yeni etkin piyasa hipotezi ile bağdaşmaktadır.

Yatırım fonlarının ilk sistematik analizi Friend, Brown ve Vickers tarafından 1962 yılında yapılmıştır (Vuran, 2002: 44). Bu çalışmada 152 yatırım fonunun 1953-1958 yılları arasındaki performansı incelenmiştir. Çalışma yatırım fonlarının bu beş yıllık dönemde ortalama % 12,4 getiri sağladığını ortaya koymuştur. Aynı dönem için belirlenen performans ölçütünün sağladığı % 12,6’lık getiri oranı karşısında daha düşük getiri sağlayarak başarısız oldukları ortaya konulmuştur.

Mossin (1966), Linner (1965) ve Sharpe (1964) tarafından gerçekleştirilen “Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (CAPM)” riskli varlıkların

fiyatlandırılmasında sık olarak kullanılan bir model olmuştur. CAPM'ni kullanarak Treynor (1965), Sharpe (1966) ve Jensen (1968) yatırım fonlarının performanslarını değerlendiren, tek parametreden oluşan ve kendi adları ile anılan üç farklı değerlendirme modeli geliştirmişlerdir.

Smith ve Tito 1969 yılında, 1958-1967 dönemini kapsayan çalışmalarında, yatırım fonlarının söz konusu dönemdeki performanslarını ölçmekten çok portföy performansı değerlendirme yöntemlerinin etkinliğini sınamayı amaçlamışlardır.

Carlson 1970 yılında, 1948-1967 yılları arasında kapsayan dönemde 82 ABD yatırım fonunun performansını değerlendirmiştir. Çalışmada performans ölçümünün yanı sıra, yatırım fonlarının performansının ölçümünde karşılaştırma kriteri olarak kullanılan Pazar endekslerinin etkinlikleri ve performans ölçümü yapılan sürenin yatırım fonlarının performansları üzerindeki etkileri de incelenmiştir.

Bunların yanında McDonald (1974), Fifth (1977), Guy (1978), Kim (1978), Ippolito (1989), Blake, Elton ve Gruber (1993), Horst, Nijman ve Roon (1998), Detzler (1999), Dahlquist, Engström ve Söderlind (2000), Engström (2000) tarafından yapılan çalışmalarda yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının performanslarının yanı sıra, performanslarını etkileyen faktörler de performansla ilişkilendirilerek incelenmiştir.

#### **7.4.1. Standart Sapmayı (Toplam Riski) Esas Alan Yöntemler**

##### **7.4.1.1. Sharpe Ölçütü**

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

Basit endeks modeline göre, getiriler şu iki nedenden dolayı dalgalanma göstermektedir. Bunlardan ilki makro olaylardır. Örneğin, enflasyon, reeskont ve faiz olaylarındaki beklenmeyen değişimler makro olaylara örnek verilebilir. İkincisi ise, işletmenin kendisi ile ilgili mikro olaylardır. Bunların dışında endüstri olayları dediğimiz, o endüstrideki işletmelerin büyük bir kısmını etkileyen, fakat genel

ekonomiyi ve Pazar portföyünü o ölçüde etkilemeyen üçüncü grup faktörler de vardır. Bu tür olaylar, menkul kıymetlerin ve portföylerin getirilerinde artık denilen sapmalara neden olur. Ancak tekli indeks modelinde bu artıkların mikro olaylardan kaynaklandığı varsayılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 1998: 289):

Sharpe yaklaşımının temel varsayımları şöyle sıralanabilir (Bolak, 1991: 211):

-Herhangi bir finansal varlığın pazardan bağımsız getirisi ile pazara bağlı getiri arasındaki korelasyon ve dolayısıyla kovaryans “0”dır.

-Herhangi iki finansal varlığın pazardan bağımsız getirileri arasındaki korelasyon ve kovaryans “0”dır. Finansal varlıklar arasındaki etkileşim, finansal varlıkların Pazar portföyüyle olan ilişkileri ile temsil edilebilir.

-Yeterince çeşitlendirmeye giderek sistematik olmayan risk kaldırılabilir.

-Bunlara bağlı olarak yeterince çeşitlendirilmiş herhangi bir portföyün riski yalnızca beta katsayısıyla ifade edilebilir.

Sharpe portföy performansını değerlendirirken risk ölçütü olarak toplam riski yani getirilerin standart sapmasını, gösterge olarak ise sermaye piyasası doğrusunu esas almıştır. Sharpe oranı, orjini risksiz getiri olan portföyün, sermaye piyasası doğrusunun eğimine eşit olduğunu savunmaktadır. (Sharpe: 119) Sharpe oranı, risk priminin fonun standart sapmasına bölünmesiyle hesaplanır ve şu şekilde formüle edilir (Kılıç, 2002: 69):

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{\bar{r}_\delta - \bar{r}_f}{\sigma_\delta}$$

Formülde;

$\bar{r}_\delta$  : Fonun getirilerinin aritmetik ortalamasını,

$\bar{r}_f$  : Hazine bonusu getirisinin aritmetik ortalamasını,

$\sigma_\delta$  : Fonun getirilerinin standart sapmasını, ifade etmektedir.

Formülde pay, fonun geçmiş ortalama getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkı, başka bir deyişle yatırımcının riske katlanması karşılığında elde ettiği risk primini ifade etmektedir. Payda ise, ortalama getirinin standart sapmasını veya

toplam riski göstermektedir. Dolayısıyla Sharpe oranı, risk primi başına ödülü vermektedir.

Bu oran, esasen Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (Capital Asset Pricing Model – CAPM) bağlamında, Sermaye Piyasası Doğrusu'nun (Capital Market Line – CML) eğimi ile doğrudan ilgilidir. Risksiz faiz oranından Pazar portföyüne doğru geçen CML'nin eğimi şöyledir:

$$\text{Eğim}_{\text{CML}} = \left[ \frac{r_m - r_f}{\sigma_{r_m}} \right]$$

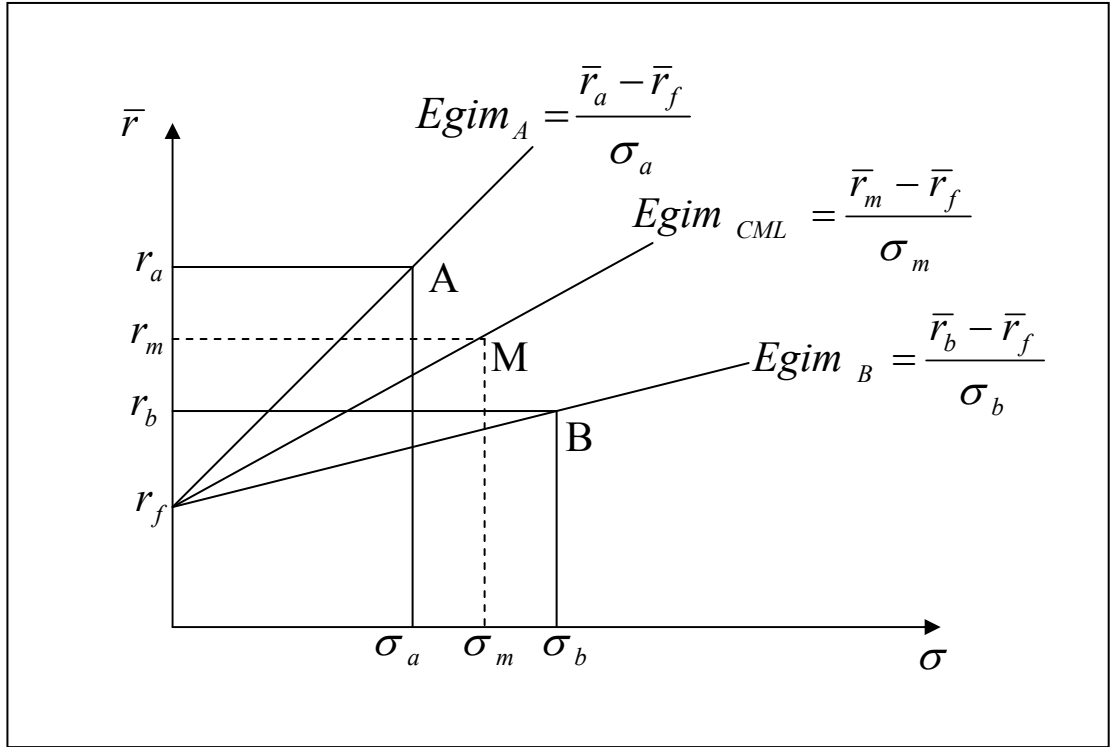
Bu formülü piyasa ( $r_m$ ) yerine herhangi bir A fonu açısından aşağıdaki gibi yeniden yazdığımızda, Sharpe oranına ulaşılmaktadır:

$$\text{Eğim}_{\text{Fon A}} = \left[ \frac{r_d - r_f}{\sigma_d} \right]$$

Bu yöntemle göre, Şekil de görüldüğü gibi eğim ne kadar dik ve hesaplanan oran ne kadar büyük ise, fonun performansı da o kadar iyi olmaktadır.

Şekilde yatay eksen toplam riski, dikey eksen ise getiri oranını göstermektedir. Söz konusu doğru eğer CML'nin üzerinde yer alırsa (Fon A gibi) değerlendirilen fonun pazara göre daha üstün performans gösterdiği, eğer CML'nin altında yer alırsa (Fon B gibi) pazara göre daha düşük performans gösterdiği söylenmektedir.

Şekil 7.1. Şarpe Oranı



**Kaynak:** SHARPE, F. W., s.124, alıntılayan KILIÇ, Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi, İMKB Yayınları, No:95, Ankara, 2002, s.55.

#### 7.4.1.2. $M^2$ Performans Ölçütü (Modigliani Yöntemi)

Sharpe oranının akademik çalışmalarda çok kullanışlı olduğu fakat yorumlanmasının ortalama bir yatırımcının anlayamayacağı kadar zor olduğu görüşü Franco Modigliani ve Leah Modigliani tarafından da paylaşılmıştır. Daha iyi bir performans ölçüsü geliştirmek için Leah Modigliani dedesi Franco Modigliani (Nobel Ödülü sahibi) ile birlikte bütün fonları aynı risk seviyesine getirerek elmalarla elmaları karşılaştırmaya imkan sağlayan yeni bir yöntem geliştirmişlerdir.  $M^2$  performans ölçütü olarak da adlandırılan yöntemde Sharpe oranında olduğu gibi risk ölçütü olarak standart sapma (toplam risk) kullanılmakta ve sermaye piyasası doğrusuna dayanmaktadır. F. Modigliani ve L. Modigliani, risk karşılaştırması yapmak için S&P 500 endeksinin standart sapmasını kullanmışlardır. Ancak başka endekslerde kullanılabilir.  $M^2$  yöntemi, belirli bir getiri ve risk seviyesindeki bir yatırım fonunun eğer riski piyasa riskine eşit olsaydı kazanacağı getiriyi ifade

eder. Dolayısıyla Sharpe oranında olduğu gibi, en yüksek  $M^2$  ölçütüne sahip yatırım fonu en başarılı fondur.  $M^2$  ölçütü aşağıdaki gibi formüle edilmektedir (Modigliani, 1997: 45-54):

$$M^2 = r_f + \frac{\bar{r}_\theta - \bar{r}_f}{\sigma_\theta} \times \sigma_{rm}$$

Formülde;

$r_f$ : Hazine bonosu getirilerinin aritmetik ortalamasını,

$\bar{r}_\theta$ : Fonun getirilerinin aritmetik ortalamasını,

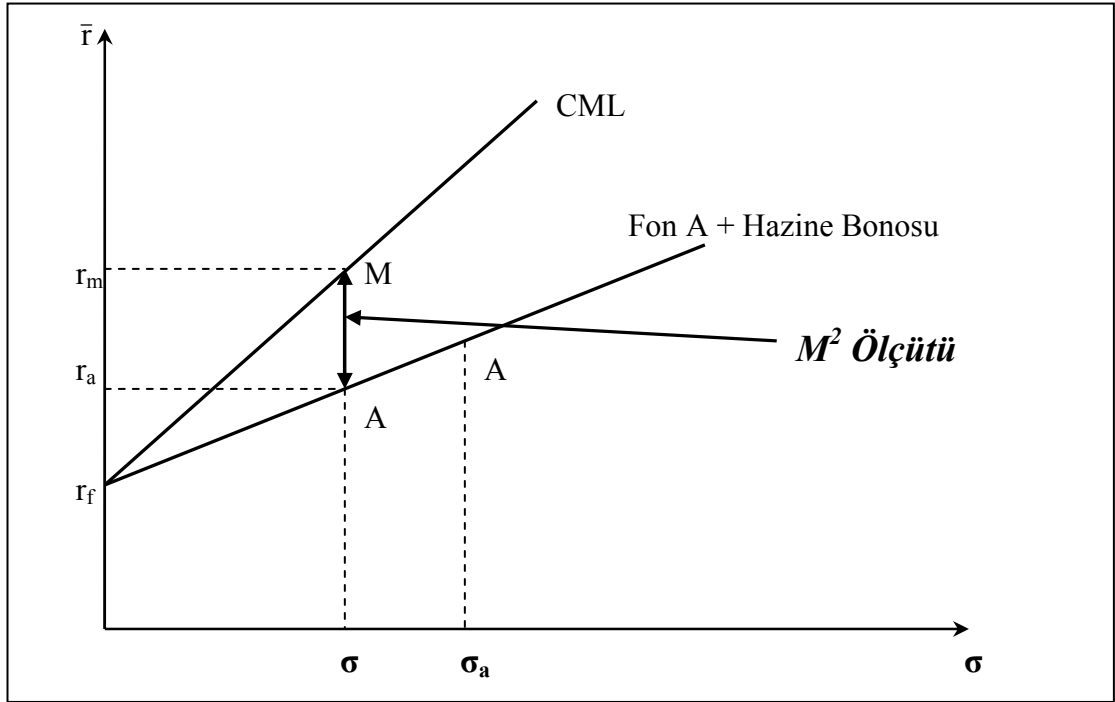
$\bar{r}_f$ : Hazine bonosu getirisinin aritmetik ortalamasını,

$\sigma_\theta$ : Fonun getirilerinin standart sapmasını,

$\sigma_{rm}$ : Piyasa endeksinin standart sapmasını ifade etmektedir.

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

Formül yardımıyla hesaplanan  $M^2$  ne kadar büyükse, fonun performansı o kadar yüksek demektir. Bu bağlamda  $M^2$  performans ölçütünün grafiksel gösterimi şekil 7.2.'de gösterilmektedir.

Şekil 7.2.  $M^2$  Performans Ölçütü

**Kaynak:** BODİE vd., s. 756, alıntıl原因 KILIÇ, Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi, İMKB Yayınları, No:95, Ankara, 2002, s. 57.

#### 7.4.2. Sistematik Riski (Beta) Esas Alan Yöntemler

##### 7.4.2.1. Treynor Ölçütü

Riski de getiri oranı ile birlikte inceleyen ilk portföy performans ölçütü Jack Treynor tarafından geliştirilmiştir. Treynor, portföy değerlendirmesinde en önemli sorunlardan birinin portföy riskini ölçmek olduğunu tespit etmiştir. Treynor riskin, iki bileşeni olduğunu belirtmiş ve bunları, pazardaki dalgalanmadan kaynaklanan risk ve portföydeki bazı varlıklara özgü dalgalanmalardan kaynaklanan risk biçiminde tanımlamıştır. Bu risklerden ilkinin (pazardaki dalgalanmaları) tanımlamak için Treynor, portföyün getiri oranı ile Pazar portföyünün getiri oranı arasındaki ilişkiyi tanımlayan “karakteristik doğrusu”nu kullanmıştır. Karakteristik doğrusunun eğimi, portföy getirilerinin Pazar getirilerine göre dalgalanma derecesini ölçer. Portföyün beta katsayısı bu eğime eşittir. Karakteristik doğrusundan sapmalar, portföyün pazara göre kendine özgü riski olduğunu gösterir. Bu kendine özgü



portföy riski, portföydeki hisse senetlerinin kendilerine özgü risklerine bağlı olarak ortaya çıkar. Eğer portföy uygun bir şekilde çeşitlendirilmemiş ise, bu hisse senetlerine ait riskler ortadan kaldırılabılır. Bu nedenle karakteristik doğrusundan sapmalar, portföy yöneticilerinin uygun çeşitlendirme yapma kabiliyetinin bir göstergesi olmaktadır. Portföyün pazarla korelasyonu ne kadar yüksekse, sistematik olmayan riski o kadar azdır ve portföy de o kadar iyi çeşitlendirilmiştir. Treynor bu ilişkiyi dikkate alarak Treynor indeksi (1965) adı altında bir performans ölçütü geliştirmiştir. Treynor indeksi aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Treynor, 1965: 63-75):

$$\text{Treynor İndeksi} = \frac{\bar{r}_\theta - \bar{r}_f}{\beta_\theta}$$

Formülde;

$\bar{r}_\theta$ : Fonun getirilerinin aritmetik ortalamasını,

$\bar{r}_f$ : Hazine Bonosu getirisinin aritmetik ortalamasını,

$\beta_\theta$ : Fonun getirilerinin sistematik riskini (Beta), ifade etmektedir.

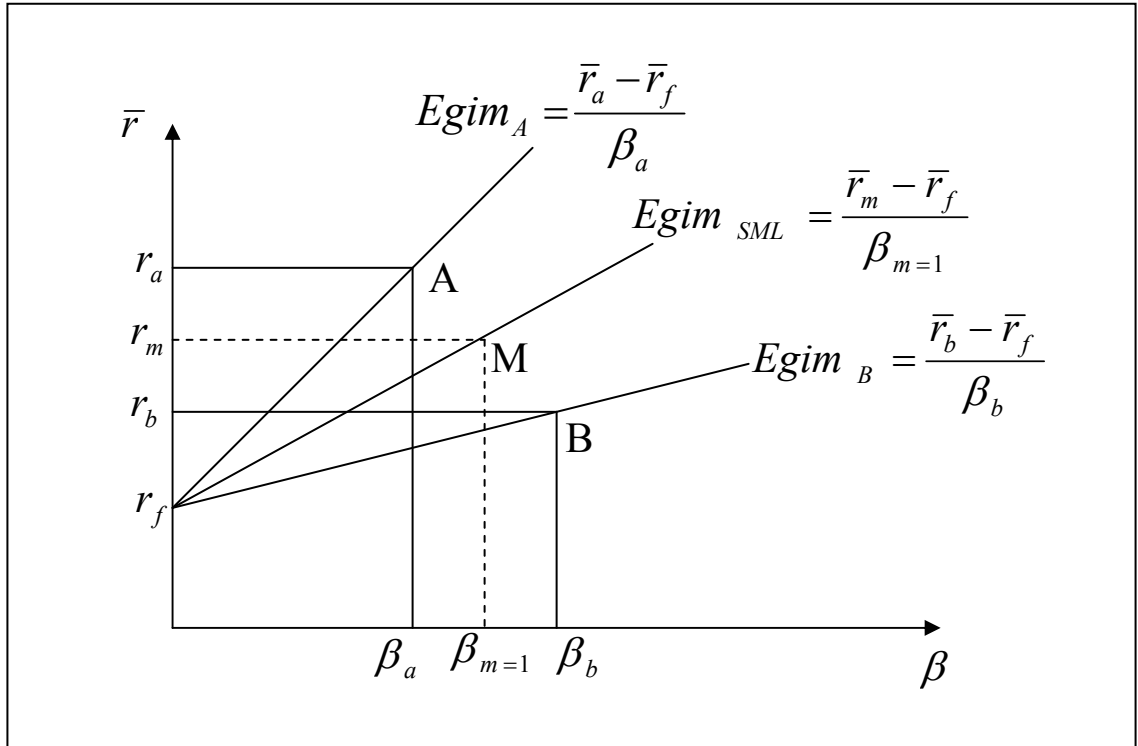
Formülde pay, Sharpe oranında olduğu gibi fonun geçmiş ortalama getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkı, payda ise ortalama getirinin betasını veya sistematik riskini göstermektedir. Dolayısıyla Treynor indeksi “sistematik risk birimi başına ödülü” vermektedir.

Bu oran gerçekte CAPM bağlamında Menkul Kıymet Piyasa Doğrusunun (Security Market Line-SML) eğimi ile doğrudan ilgilidir. Formül piyasa yerine herhangi bir A fonu için yazdığımızda şu şekilde ortaya çıkmaktadır.

$$\text{Eğim}_{\text{Fon A}} = \left[ \frac{r_\theta - r_f}{\beta_\theta} \right]$$

Bu ölçüte göre, Şekil 7.3.’de görüldüğü gibi eğim ne kadar büyük ise, fonun performansı da o kadar iyi olmaktadır.

Şekil 7.3. Treynor İndeksi



**Kaynak:** BODIE vd., s.760, alıntılayan KILIÇ, Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi, İMKB Yayınları, No:95, Ankara, 2002, s.59.

Treynor indeksi yukarıdaki şekilde görülen SML ve ilgili fonun doğrularının karşılaştırılması ile elde edilmektedir. Şekilde yatay eksen sistematik riski (beta), dikey eksen ise getiri oranını göstermektedir. Söz konusu doğru eğer SML’nin üzerinde yer alırsa (Fon A gibi) değerlendirilen fonun pazara göre daha üstün performans gösterdiği, eğer SML’nin altında yer alırsa (Fon B gibi) pazara göre düşük performans gösterdiği söylenmektedir.

#### 7.4.2.2. Jensen Ölçütü

Treynor ve Sharpe’nin endeks modelleri portföy risklerine göre nispi bir performans sıralamasına olanak sağlamaktadır. Jensen ise, riski dikkate alarak nispi performans ölçüsü yerine mutlak performans ölçüsü geliştirmeye çalışmıştır. Bir başka deyişle, portföy performansı için bir takım standartlar geliştirmiştir. Herhangi bir portföyün gerçek getirisinin semaye piyasası doğrusundan sapma derecesi olarak tanımlanan ve herhangi bir portföy için karakteristik doğru denklemi, getiriler

üzerinde yürütülecek bir regresyon analizi ile belirlendiğinde hesaplanan alfa katsayısı portföy performansının göstergesi olacaktır. (Elton ve Gruber, 1996: 137-139) Jensen alfası olarak bilinen bu standart, akademik çalışmalarda çok fazla kullanılmakta ve risk ölçümü konusunda yoğunlaşmaktadır (Grinblatt ve Titman, 1992: 1977-1983):

Dr. Michael C. Jensen (1968) “Fark Eden Getiriler” adıyla da anılan yöntemini Sharpe (1965), Linter (1965) ve diğerleri tarafından geliştirilen Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeline (CAPM) dayandırmıştır. CAPM modelinde fonun beklenen getirisi;  $(r_{a,t}-r_{f,t})=(r_{m,t}-r_{f,t})\beta_a+e_{a,t}$  formülü ile hesaplanmaktadır.

Bu formülün sol tarafı, risk primi olup,  $(r_{m,t}-r_{f,t})\beta_a$  ile hata payı toplamına eşittir. Bu formülü yönetilen bir portföye uyguladığımızda yöneticinin iyi bir tahminci olup olmadığını anlayabiliriz. Eğer yönetici iyi bir tahmin yeteneğine sahipse, portföy aynı risk seviyesinde normal risk priminden daha fazla kazanacaktır. Dolayısıyla, böyle bir tahmin yeteneğinin formülde yer alabilmesi için bir sabit sayıya ihtiyaç bulunmaktadır. Alfa olarak adlandırılan bu sabit sayı formülde şu şekilde yer alacaktır (Jensen, 1968: 394):

$$(r_{\partial,t} - r_{f,t} = \alpha_{\partial} + (r_{m,t} - r_{f,t})\beta_{\partial} + u_{a,t})$$

Bu formülde yer alan yeni hata payı  $u_{a,t}$ 'nin beklenen değeri sifıra eşittir. Portföy yöneticisi hisse senetleri piyasasını doğru tahmin edebiliyorsa, portföy kendi sistematik düzeyine uygun getiriden daha fazla ortalama getiri elde edebiliyorsa sabit sayı alfa pozitif olacaktır. Portföye alınan hisse senetleri tesadüfî olarak seçilip elde tutuluyorsa alfa sifıra eşit olacaktır. Portföyün getirisi risk priminin altında olursa, portföy yöneticisi tesadüfî seçime dayanan al ve tut stratejisi kadar bile getiri elde edemiyorsa alfa negatif olacaktır. (Karan, 2001: 678) Dolayısıyla, aşağıda yeniden formüle edilen alfa değeri ne kadar yüksek ve pozitif ise, fonun performansı da o kadar yüksek demektir.

$$\alpha = \bar{r}_{\partial,t} - \left[ \bar{r}_{f,t} + (\bar{r}_{m,t} - \bar{r}_{f,t})\beta_{\partial} \right]$$

Formülde;

$\bar{r}_{\partial}$  : Fonun getirilerinin aritmetik ortalamasını,

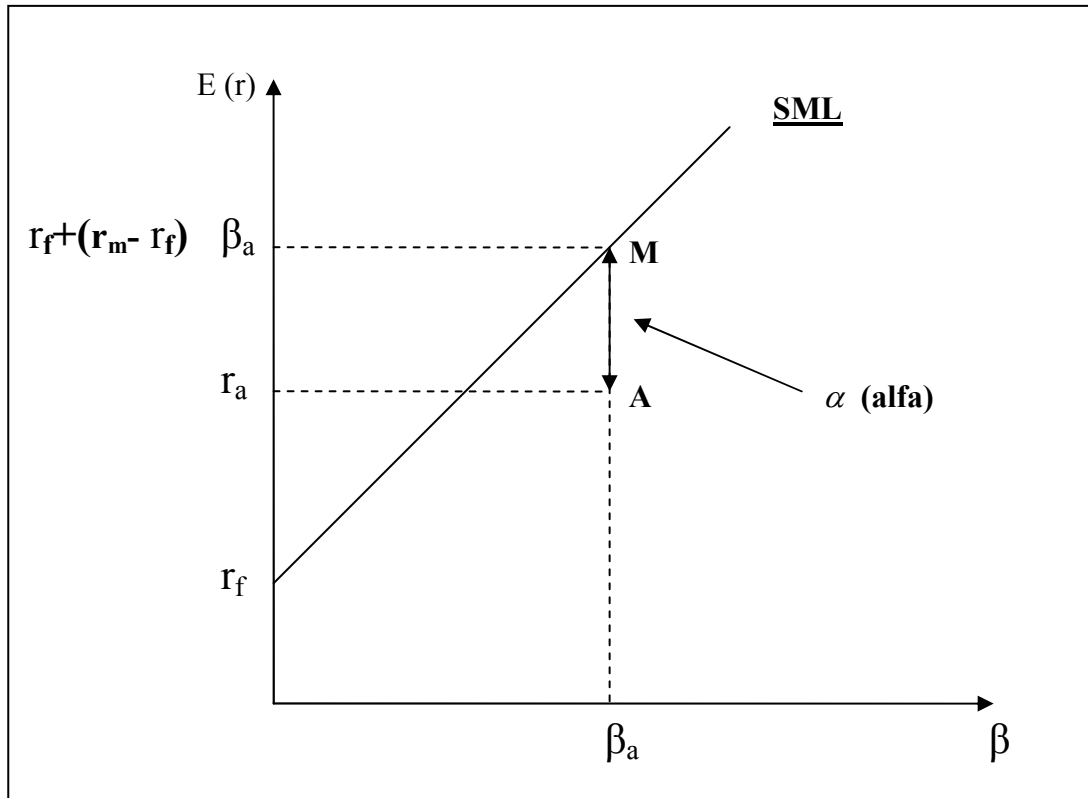
$\bar{r}_f$  : Hazine Bonosu getirisinin aritmetik ortalamasını,

$\bar{r}_m$  : Piyasa endeksinin ortalama getirisini,

$\beta_o$  : Fonun getirilerinin sistematik riskini (Beta), ifade etmektedir.

Formüle göre alfa, şekil 7.4’de görüldüğü gibi fonun gerçekleşen ortalama getirisi ile SML’e göre teorik olarak olması gereken getirisi arasındaki farkı, başka bir deyişle fon ile SML arasındaki dikey uzaklığı temsil etmektedir.

**Şekil 7.4. Jensen Ölçütü**



**Kaynak:** JENSEN, s.389-416, alıntılardan KILIÇ, Türkiye’deki Yatırım , Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi, İMKB Yayınları, No:95, Ankara, 2002, s. 61.

### 7.4.2.3. Değerleme Oranı

Jensen alfası ve Treynor indeksi, fonların sadece sistematik riskini dikkate alarak performans ölçümü yapmakta, dolayısıyla sistematik olmayan riski (spesifik risk) göz ardı etmektedir. Değerleme oranı, aşağıdaki formülde görüldüğü gibi fonun alfasını fonun sistematik riskine bölerek bu düzeltmeyi yapmaktadır (Kılıç,2002: 78).

$$\text{Fon A için Değerleme Oranı} = \frac{\alpha_{\hat{c}}}{\alpha_{ep}}$$

Formülde;

$\alpha_{\hat{c}}$  : Fonun Jensen alfası,

$\alpha_{ep}$  : Fonun sistematik olmayan riskinin karekökünü, ifade etmektedir.

Formülde hesaplanan oran ne kadar büyük ise fonun performansı da o oranda yüksek kabul edilmektedir.

Değerleme oranı da tıpkı Jensen indeksinde olduğu gibi herhangi bir fon grubunun kendi arasındaki karşılaştırmasından ziyade fonun gösterge endeksine göre üstün veya düşük olup olmadığını ortaya koymaya çalışmaktadır. Diğer taraftan bir fonun sistematik olmayan riski ne kadar düşük olur ise Değerleme oranı Jensen indeksine o ölçüde yakın sonuçlar vermektedir. Sistematik olmayan riski yüksek fonlarda ise iki yöntem arasında sonuçlar açısından ciddi farklılıklar ortaya çıkmaktadır.

## **8. TÜRK SERMAYE PİYASASINDA A TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLEMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA**

### **8.1. Uygulamanın Amacı**

Yatırım fonları, tüm dünyada sermaye piyasaları içerisinde önemli bir fonksiyona ve paya sahip iken ülkemizde henüz kurumsal yatırım anlayışının yerleşmemiş olması ve tasarrufların gereken düzeylerde olmaması gibi değişik nedenlerle istenilen büyüklüğe ulaşamamıştır. Bununla birlikte yatırım fonları ile ilgili bu güne kadar çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların bir kısmı ise yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesine ilişkindir. Yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi ve performans sonuçlarının kamuoyuna açıklanması yatırımcılar için önemli bir bilgi kaynağıdır. Her ne kadar performans değerlendirme çalışmaları geçmiş dönemlere ait verilerin değerlendirilmesine ilişkin olsa ve gelecekteki durumu kesin olarak yansıtmasa da fonların geçmişte sergilemiş olduğu performans yatırımcılara gelecek dönemler hakkında da fikir vermektedir.

Çalışmamızda, Türkiye'deki A tipi yatırım fonlarının belli bir dönem aralığındaki performans değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Performans değerlendirmeden kasıt, fonları portföy dağılımlarına göre dahil oldukları fon grubu içerisinde kendi aralarında ve ayrıca piyasa ile kıyaslayarak sıralamaktır.

### **8.2. Uygulamanın Kapsamı ve Dönemi**

Uygulamaya mümkün olduğu kadar çok sayıda fon dahil edilmeye ve veri seti geniş tutulmaya çalışılmıştır. Çalışmamızın başlangıç zamanı olan Ocak 1998'de Sermaye Piyasasında 74 adet A tipi yatırım fonu işlem görmekteydi. Ancak zamanla bazı fonların ismi değişmiş, bazı fonların portföy yapıları değişmiş, bazıları başka bir fona devredilmiş ya da başka bir fonla birleştirilmiş, bazı aylarda bazı fonlar işlem görememiş ya da tamamen sonlandırılmıştır. Bununla birlikte yeni fonlar da kurulmuştur. Çalışmamızın bitiş zamanı olan Aralık 2000'de ise Sermaye piyasasında 150 adet A tipi yatırım fonu işlem görmüştür.

Bu çerçevede yukarıdaki kısıtlar dikkate alınarak, Ocak 1998'den Aralık 2000 tarihine kadar geçen 36 aylık dönemde kesintisiz olarak işlem gören, ismi ve

portföy türü değişmeyen, devredilmeyen, sonlandırılmayan 52 adet A tipi yatırım fonu analiz kapsamına alabilmiştir. (EK 1).

### 8.3. Uygulamannın Yöntemi

Uygulamada, 52 adet A tipi yatırım fonunun Ocak1998 – Aralık 2000 arası 36 aylık getiri verileri kullanılmıştır. Bu veriler SPK Aylık Bültenlerinden derlenmiş ve ay sonu birim fiyatlarına göre getirileri hesaplanmıştır.

Verilerin analizinde daha önce ayrıntılı bir şekilde anlatılan Sharpe Oranı yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemin formülünde yer alan değişkenlerin nasıl hesaplandığı aşağıda açıklanmaktadır.

#### 8.3.1. A Tipi Yatırım Fonlarının Aylık Getirileri

Çalışma kapsamına alınan 52 adet A tipi yatırım fonunun aylık getirileri aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır (EK 2).

$$r_p = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$$

$r_p$  : A tipi yatırım fonunun getirisi

$V_t$  : A tipi yatırım fonunun ay sonu birim fiyatı

$V_{t-1}$  : A tipi yatırım fonunun önceki ay sonu birim fiyatı

#### 8.3.2. Risksiz Getiri

Risksiz getiri olarak yatırım fonlarının yapısına uygun makul veriler kullanılabilir. Literatürde risksiz getiri olarak 3 ay vadeli Hazine Bonosu (HB) faizlerinin aylık getirisinin kullanılması genel kabul görmektedir. Ancak pratikte hazinenin ay içerisinde birçok kez borçlanması ve borçlanmanın da değişik vadeli olması sebebiyle 3 ay vadeli hazine bonusu ihaleleri düzenli olarak gerçekleşmemektedir.

Çalışmada, risksiz faiz oranı olarak alınan Hazine Bonosu faizlerinin aylık getirileri aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır (EK 3).

$$R_f = \left[ (1 + R_{f_y})^{1/12} - 1 \right]$$

$R_f$  : Hazine Bonosu aylık getirisi

$R_{fy}$ : Hazine Bonosunun yıllık bileşik faiz oranı

### 8.3.3. Piyasa Gösterge Endeksi

Analizlerde piyasa endeksi olarak kullanılacak olan Piyasa Gösterge Endeksi (PGE) veya Pazar portföyünün söz konusu fonları amacı ve portföy yapısı bakımından en iyi şekilde temsil etmesi gerekmektedir.

Çalışmada, Piyasa Gösterge Endeksi olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Ulusal 100 endeksi kullanılmaktadır. İMKB Ulusal 100 Endeksinin aylık getirilerinin hesaplanması için aşağıdaki formül kullanılmıştır.

$$r_p = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$$

$r_p$ : Endeksin aylık getirisi

$V_t$ : Endeksin ay sonu değeri

$V_{t-1}$ : Endeksin önceki ay sonu değeri

### 8.3.4. Standart Sapma

Standart Sapmayı esas alan Sharpe Oranı yönteminde kullanılan ve çalışmamızın “Getiri ve Riskin Hesaplanması” bölümünde açıklanmış olan Standart Sapma değerleri,  $\sigma = \sqrt{\sum (r_t - \bar{r}_o)^2 / (T - 1)}$  formülü kullanılarak Excel programında hesaplanmıştır (EK 3).

## 8.4. Türkiye’deki A Tipi Yatırım Fonlarına İlişkin Performans Sonuçları

A tipi yatırım fonları portföy dağılımları dikkate alınarak dahil oldukları fon grubu içerisinde kendi aralarında ve ayrıca PGE ile kıyaslanarak gruplar halinde ayrı ayrı sıralandırılmıştır. 31 adet Değişken Fon, 13 adet Karma Fon, 6 adet Hisse Senedi Fonu, 1 adet İştirak Fonu, 1 adet Özel Fon olmak üzere toplam 52 adet fon için yapılan performans sıralaması ve sonuçlara ilişkin değerlendirmeler aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmaktadır. Ayrıca aşağıda her fon grubunun PGE ile karşılaştırılmaları yapılmış karşılaştırma sonuçlarına göre PGE’den daha üstün performans gösteren fonlar ilgili tablolar içerisinde italik yazılmak suretiyle



vurgulanmıştır. Analizde kullanılan tüm veriler ile sharpe oranı yönteminin sonuçları EK 3’de detaylı olarak verilmiştir.

#### 8.4.1. A tipi Yatırım Fonlarının Getiri-Risk Değerleri ve PGE ile Karşılaştırılması

Analizin başlangıcında A tipi yatırım fonlarının toplu olarak getiri ve risk değerlerinin PGE’nin getiri ve risk değerleri ile karşılaştırılması genel olarak A tipi yatırım fonlarının piyasaya göre getiri ve risk anlamında nasıl değerlere sahip olduğunu görmemize ve genel bir performans değerlemesi yapmamıza yardımcı olacaktır. Bu bağlamda tablo 8.1.’de 52 adet A tipi yatırım fonu ile PGE’nin toplu getiri ve risk değerleri sunulmuştur.

**Tablo 8.1. A Tipi Yatırım Fonlarının ve PGE'nin Getiri ve Risk Değerleri**

	<b>GETİRİ %</b>	<b>RİSK</b>
	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma
PGE	0,4907	1,8885
A tipi Yat. Fonu(52 Adet)		
Minimum Değer	0,56	7,24
Maksimum Değer	84,14	478,54
Ortalama Değer	5,84	20,52

Tablodaki verilere göre 52 adet A tipi yatırım fonunun ortalama getirisi PGE’nin getirisinden daha yüksektir. Teoride de ancak getiri yüksek olması durumunda risk yüksek olabilir. Başka bir ifadeyle yüksek risk ancak yüksek getiri söz konusu olduğunda kabul edilebilecek bir durumdur. Yaptığımız uygulama ile teori uyum içerisindedir.

#### 8.4.2. Sharpe Yöntemine Göre Performans Sonuçları

Sharpe Oranı, standart sapmayı esas alan yöntemlerden biridir. Daha öncede belirtildiği gibi, toplam riskin bir birimine karşılık gelen artık getiri miktarını ölçer ve bu oran ne kadar büyükse, yatırım fonunun performansı o kadar iyi, Sharpe oranı ne kadar küçükse fonun performansının kötü olduğu anlamına gelmektedir. Sharpe oranı aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır.

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{\bar{r}_\theta - \bar{r}_f}{\sigma_\theta}$$

$\bar{r}_\theta$  : A tipi yatırım fonlarının getirilerinin aritmetik ortalaması

$\bar{r}_f$ : Hazine bonosu getirisinin aritmetik ortalaması

$\sigma_\theta$ : A tipi yatırım fonlarının getirilerinin standart sapması

Formülde pay, fonun geçmiş ortalama getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkı, başka bir deyişle yatırımcının riske katlanması karşılığında elde ettiği risk primini ifade etmektedir. Payda ise, ortalama getirinin standart sapmasını veya toplam riski göstermektedir.

Değişken fonların tablo 8.2.'de yer alan sıralamasında, 31 adet değişken fon içerisinde hiçbirisi PGE'den daha yüksek performans gösterememiştir. En yüksek performansı Global Menkul Değerler A tipi Değişken Fon, En düşük performansı ise Esbank A tipi Değişken Fon göstermiştir. Bunun yanında 31 adet değişken fonun 8 adeti pozitif, 23 adeti negatif sharpe oranına sahiptir. Bu sebepten dolayı değişken fonların sharpe oranlarının ortalaması negatif gerçekleşmiştir. Değişken fonların ortalamasının PGE'den oldukça düşük olması ilgili dönemde genel olarak piyasaya göre düşük bir performansa sahip olduklarını ifade etmektedir.

Bir portföyün performansı yöneticinin ileriye tahmin etme kabiliyetine bağlıdır. Fon yöneticisi ilk olarak yanlış (düşük) değerlendirildiğine inandığı menkul kıymetleri seçmesi ve bunları portföyüne dahil etmesi gerekir. Daha sonra pazarın gelecek hareketlerini tahmin ederek bu hareketlere göre portföy bileşimini tekrar gözden geçirmesi gerekecektir. Pazarın yükselmesi beklentisine sahipse pazara duyarlılığı yüksek menkul kıymetleri, aksi takdirde pazara duyarlılığı düşük menkul kıymetleri portföyüne dahil etmesi gerekir.

Değişken fonların genel olarak düşük performans göstermesi, portföy yöneticisinin piyasa koşullarındaki değişimleri iyi gözlemleyememesi, seçicilik ve zamanlama yeteneğinin yetersiz olması ile açıklanabilir. Çünkü bu fonların yapısını oluştururken herhangi bir kısıt yoktur.

**Tablo 8.2. Değişken Fonların Sıralaması**

<b>DEĞİŞKEN FONLAR</b>				
<b>Sıra</b>	<b>A Tipi Değişken Yatırım Fonları</b>	<b>YF Ort.Get. %</b>	<b>YF Std.Sp.</b>	<b>Sharpe Oranı</b>
1	GLOBAL MEN.DEĞ.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,93	10,40265169	<b>0,17</b>
2	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,96	12,86238408	<b>0,14</b>
3	KOÇBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,89	14,36515084	<b>0,05</b>
4	İNTERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,75	11,69174869	<b>0,05</b>
5	COMM.UNION SİG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,69	10,6659308	<b>0,05</b>
6	NUROL MENKUL KIY. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,54	10,76838013	<b>0,03</b>
7	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,49	11,32202531	<b>0,02</b>
8	TOPRAKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,35	10,95230815	<b>0,01</b>
9	TEB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,10	9,288658385	<b>-0,01</b>
10	BANKEKSPRES A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,05	11,55643429	<b>-0,01</b>
11	İŞ YATIRIM MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,05	8,949662801	<b>-0,02</b>
12	TAIB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,97	9,480626169	<b>-0,03</b>
13	STRATEJİ MENKUL DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,87	12,0168604	<b>-0,03</b>
14	T.KALKINMA BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,65	14,52954226	<b>-0,04</b>
15	ORDU YARD.KURUMU A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,68	11,84166641	<b>-0,04</b>
16	AKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,56	12,75956172	<b>-0,05</b>
17	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,62	9,145546017	<b>-0,06</b>
18	YATIRIM FİNANSMAN A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,43	10,12666502	<b>-0,08</b>
19	BANKKAPİTAL A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,05	13,09690189	<b>-0,09</b>
20	T.İŞ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,40	7,792014069	<b>-0,10</b>
21	TEKFEN YAT.VE FİN. BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,88	11,18757633	<b>-0,12</b>
22	ALFA MENKUL KIYMET.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,80	9,025850323	<b>-0,16</b>
23	HAK MENKUL KIY.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,27	10,69619862	<b>-0,18</b>
24	PAMUKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,56	13,89155418	<b>-0,19</b>
25	İKTİSAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,98	16,09245613	<b>-0,20</b>
26	ALTERNATİF BANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,74	11,32633653	<b>-0,22</b>
27	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,16	9,122339531	<b>-0,22</b>
28	EGEBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,87	9,770170337	<b>-0,24</b>
29	FİNANSBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,74	12,37104136	<b>-0,28</b>
30	ŞEKERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,04	10,21411489	<b>-0,31</b>
31	ESBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,56	11,82428784	<b>-0,39</b>
	<b>Ortalama Değer</b>			<b>-0,08</b>
	<b>Piyasa Gösterge Endeksi</b>			<b>0,4907026</b>

Karma fonların tablo 8.3.'de yer alan sıralamasında 13 adet karma fon içerisinde hiçbirisinin PGE'den yüksek performans gösteremediği görülmektedir. Bunun yanında 13 adet karma fondan 3 adeti pozitif, 10 adeti ise negatif sharpe oranına sahiptir. Karma fonların ortalamasının PGE'den düşük olması ilgili dönemde piyasaya göre daha düşük bir performansa sahip olduklarını ifade etmektedir.

**Tablo 8.3. Karma Fonların Sıralaması**

<b>KARMA FONLAR</b>				
<b>Sıra</b>	<b>A Tipi Karma Fonlar</b>	<b>YF Ort.Get. %</b>	<b>YF Std.Sp.</b>	<b>Sharpe Oranı</b>
1	İNTER YATIRIM A TİPİ KARMA FON	6,37	10,98398	<b>0,105513</b>
2	İNTERBANK A TİPİ KARMA FON	5,80	10,56628	<b>0,056614</b>
3	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	5,40	8,442896	<b>0,022317</b>
4	SÜMERBANK A TİPİ KARMA FON	5,08	13,30738	<b>-0,00922</b>
5	TACİRLER MENKUL DEĞ. A TİPİ KARMA FON	4,94	13,54232	<b>-0,0198</b>
6	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	4,67	10,02003	<b>-0,0532</b>
7	KENTBANK A TİPİ KARMA FON	4,18	14,1557	<b>-0,07221</b>
8	EGE GİYİM SAN. BANK. A TİPİ KARMA FON	4,34	9,985061	<b>-0,08653</b>
9	OSMANLI BANKASI A TİPİ KARMA FON	4,49	7,235728	<b>-0,09955</b>
10	GEDİK MENKUL KIY.A TİPİ KARMA FON	3,70	13,58091	<b>-0,11117</b>
11	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ KARMA FON	4,11	8,785674	<b>-0,12536</b>
12	EVGİN MEN.DEĞ.A TİPİ KARMA FON	3,65	11,17587	<b>-0,13935</b>
13	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ KARMA FON	1,45	18,66892	<b>-0,20096</b>
	<b>Ortalama Değer</b>			<b>-0,05638</b>
	<b>Piyasa Gösterge Endeksi</b>			<b>0,490703</b>

Hisse Senedi Fonlarının tablo 8.4.'de yer alan sıralamasında 6 adet hisse senedi fonundan hiçbirisi PGE'den yüksek performans gösterememiştir. Bu durumda fonların sharpe oranı ortalama değeri de PGE'den düşük olmuştur. Bunun yanında 6 adet hisse senedi fonundan 2 adeti pozitif, diğer 4 adeti negatif sharpe oranına sahiptir. En yüksek performansı Ata Menkul Kıymetler A Tipi Hisse Senedi Fonu göstermiş, en düşük performansı ise Tekstil Bank A Tipi Hisse Senedi Fonu göstermiştir.

Hisse senedi fonlarının başarısızlığı, portföylerinde diğer fonlara oranla daha az iç borçlanma senedi buldurmaları, bununla birlikte ağırlıklı olarak buldukları hisse senedinin fiyatlarının ilgili dönemde düşük olması ile açıklanabilir. Yani fonlar aldıkları ek riske karşı ek getiri elde edememişlerdir. İlgili dönemde hisse senedi fonlarının başarısızlığı ortalama getirideki düşüklükte de kendisini açıkça ortaya koymaktadır.

**Tablo 8.4. Hisse Senedi Fonlarının Sıralaması**

<b>HİSSE SENEDİ FONLARI</b>				
<b>Sıra</b>	<b>A Tipi Hisse Senedi Yatırım Fonları</b>	<b>YF Ort. Get. %</b>	<b>YF Std. Sp.</b>	<b>Sharpe Oranı</b>
1	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	84,14	478,5416924	<b>0,164944</b>
2	İNTER YATIRIM A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	5,34	13,19535536	<b>0,009853</b>
3	T.VAKIFLAR BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	4,74	17,79651822	<b>-0,02617</b>
4	KOÇBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	3,43	12,69421107	<b>-0,14007</b>
5	T.İŞ BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	2,84	11,62809544	<b>-0,20337</b>
6	TEKSTİL BANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	2,81	11,63206338	<b>-0,20603</b>
	<b>Ortalama Değer</b>			<b>-0,06681</b>
	<b>Piyasa Gösterge Endeksi</b>			<b>0,490703</b>

Tablo 8.5.'de ilgili dönemde kesintiye uğramayan tek iştirak fonu olan Türkiye İş Bankası A Tipi İştirak Fonunu görülmektedir. Fon negatif sharpe oranına sahip olup, PGE'den daha düşük bir performans göstermiştir.

**Tablo 8.5. İştirak Fonu**

<b>İŞTİRAK FONU</b>				
<b>Sıra</b>	<b>A Tipi İştirak Yatırım Fonu</b>	<b>YF Ort. Get. %</b>	<b>YF Std. Sp.</b>	<b>Sharpe Oranı</b>
1	T.İŞ BANKASI A TİPİ İŞTİRAK FONU	3,86	14,9949201	<b>-0,0897986</b>
	<b>Ortalama Değer</b>			<b>-0,0897986</b>
	<b>Piyasa Gösterge Endeksi</b>			<b>0,4907026</b>

Tablo 8.6.'da çalışma kapsamına alınabilen tek özel fon olan ABN Ambro Bank NV Alarko A Tipi Özel Fon görülmektedir. Fonun Sharpe Oranı PGE'den daha düşüktür. Bunun yanında özel fon pozitif Sharpe oranına sahiptir.

**Tablo 8.6. Özel Fonlar**

<b>ÖZEL FON</b>				
<b>Sıra</b>	<b>A Tipi Özel Fon</b>	<b>YF Ort. Get. %</b>	<b>YF Std. Sp.</b>	<b>Sharpe Oranı</b>
1	ABN AMBRO BANK NV. ALARKO A TİPİ ÖZEL FON	5,46	7,09203647	<b>0,0360743</b>
	<b>Ortalama Değer</b>			<b>0,0360743</b>
	<b>Piyasa Gösterge Endeksi</b>			<b>0,4907026</b>

## GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Günümüzde gelişmiş sermaye piyasalarında yatırım fonları küçük yatırımcılar için en popüler yatırım aracı haline gelmiştir. Bu durum fonların sayılarını artırarak, seçim sürecini karmaşık bir hale getirmiştir. Bu durum karşısında yatırımcılar öncelikle kendi risk ve getiri tercihlerine uygun bir fon seçmeyi istemektedirler. Bu seçimi yaparken de aynı zamanda söz konusu fonların geçmiş performansları ile ilgilenmektedirler. Çünkü her ne kadar geçmiş dönemlere ait performans sonuçları gelecekteki bir performansın garantisi olmasa da o fonun iyi yönetilip yönetilmediği noktasında önemli bir fikir vermektedir.

Türkiye’de yatırım fonlarının performanslarının ölçülmesine ve bunların yatırımcılara açıklanmasına ilişkin olarak özel nitelikte herhangi bir standart belirlenmemiştir. Bu durum, Türkiye’de faaliyet gösteren yatırım fonlarının geçmiş performanslarını istedikleri biçimde hesaplayıp açıklamalarına yol açarak fonlar arasında haksız rekabete ve yatırımcıların bundan zarar görmesine yol açmaktadır. Bu nedenle yatırım fonlarının performanslarını ölçmeye yönelik çalışmalara ülkemizde gerek duyulmaktadır.

Çalışmamıza önce yatırım fonları tanımlanarak başlanmıştır. Yatırım fonlarının tarihsel gelişiminde ise dünyada ortaya çıkışı, Türkiye’deki gelişimi anlatılmaya çalışılmıştır. Daha sonra yatırım fonlarının özelliklerine göre ayrıntılı bir sınıflandırılması yapılmıştır. Portföy oluşturacak ve yönetebilecek, yeterli fona ve bilgiye sahip olmayan küçük yatırımcılara yatırım fonlarının sağladığı avantajlarla çalışmamıza devam edilmiştir. Yatırım fonlarının hukuki kuruluşu, fon tutarının artırılması, yatırımcıların elinde bulundurdukları katılma belgelerinin özellikleri, yatırım fonlarının yönetimi, vergilendirilmesi, birleştirilmesi, sonlandırılması ve tasfiyesi gibi önemli ve yatırımcı için yararlı konulara da değinilmiştir.

İzleyen bölümlerde Avrupa Birliğinde yatırım fonlarının yasal durumu ve ülkemiz düzenlemeleri ile karşılaştırılmasına yer verilmiştir. Literatürde ve uygulamada yaygın olarak kullanılan genel kabul görmüş performans değerlendirme yöntemleri ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Açıklanan performans değerlendirme yöntemlerinden yararlanarak Türkiye’deki A tipi yatırım fonlarının Ocak 1998-Aralık 2000 dönemine ilişkin üç yıllık performansı hesaplanmıştır. Performans

değerleme yöntemlerinden biri olan ve Standart Sapmayı esas alan yöntemlerden Sharpe Ölçütü kullanılmıştır. Sharpe ölçütüne göre çıkan sonuçlar Piyasa gösterge endeksi ile karşılaştırılıp piyasaya göre pozitif mi, yoksa negatif mi bir performans gösterdiği değerlendirilmiştir. Çalışmanın sonunda ise, yatırım fonları portföy yapılarına göre gruplandırılarak, kendi aralarında sıralandırılmıştır. Böylece hangi grubun daha iyi performans gösterdiği de tespit edilebilmiştir.

Uygulama sonucunda ilgili dönemde, uygulama kapsamına alabildiğimiz 52 adet A tipi yatırım fonundan hiçbirisinin Sharpe oranı Piyasa Gösterge Endeksinden daha yüksek değildir. Bunun yanında sadece 14 adet yatırım fonu pozitif Sharpe oranına sahiptir.

Araştırma sonucunda görülen yatırım fonlarının kötü performansı, birkaç nedene dayandırılabilir. Bunlar ,yatırım fonu endüstrisinin yetersizliği, bankaların endüstrideki yoğunluğu, Devlet iç borçlanma senetlerinin ağırlığı, performans değerlemesine ve sunuşuna ilişkin sorunlar olarak sıralanabilir. Sıralanan bu nedenleri biraz daha detaylandırarak olursak;

Yatırım fonu endüstrisinin yetersizliği: Türkiye’de yatırım fonları ile ilgili ilk yasal düzenleme 1981 yılında yapılmış olmakla birlikte, 1987 yılına kadar bir gelişme sağlanamamıştır. 1987 yılında toplam yatırım fonu sayısı ancak 17 ve yatırım fonlarının toplam portföy hacmi 53.000 YTL’ydi. Aralık 2005 tarihi itibarıyla yatırım fonlarının sayısı 275’e ve toplam portföy hacmi yaklaşık 29,374,122 YTL’ye ulaşmıştır. Bu geçen sürede Türkiye’deki fon endüstrisinde gerek yatırım fonu sayısı bakımından ve gerekse yatırım fonunun portföy büyüklüğü bakımından meydana gelen artış önemli olmakla birlikte, diğer ülkelerdeki fon endüstrisi ile karşılaştırıldığında, yetersiz düzeyde kaldığı anlaşılmaktadır.

Mali piyasalardaki gelişmeleri yakından takip edecek, piyasalar ve kurumlar hakkında gerekli veri ve bilgi toplayıp bunları analiz edebilecek zaman, bilgi ve tecrübeye sahip olmayan, ancak tasarruflarını bu piyasalarda değerlendirmeyi düşünen bireysel yatırımcılar, profesyonel portföy yöneticiliği yapan bir kuruluş aracılığıyla yatırım yapmak isteyeceklerdir. Bireysel yatırımcı belirli bir kuruluşa başvurduğunda, kuşkusuz dikkat edeceği nokta yönetilen, pay almayı düşündüğü portföy ile kendi risk tercihlerini ve buna bağlı olarak getiri beklentilerini karşılamaktır. (Ünal, 1995: 81) Kısacası yatırımcıların kendilerine özgü beklentileri

ve tercihleri vardır ve her bir yatırımcı bu beklenti ve tercihlerine uygun olan bir yatırım fonuna yatırım yapmak isteyecektir. Bu beklenti ve tercihleri karşılamak için uygun fon portföyleri oluşturmak, fon çeşitlerini artırmak gereklidir. Gelişmiş sermaye piyasalarında, bu anlayışın bir sonucu olarak, yatırım fonu aileleri portföy anlayışları farklı bir çok değişik fon ürününe sahiptir.

Türkiye’de fon çeşitliliğinde de bir yetersizlik söz konusudur. Daha önce de açıklandığı üzere Türkiye’de fonlar iki tipte (A ve B) ve sınırlayıcı nitelikte olmamakla birlikte 12 türde faaliyette bulunmaktadır. Fon türleri diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yeterli olmasının yanı sıra, bunlardan değişken ve likit fonların toplam fonlar içindeki payı % 88’den fazladır. Dolayısıyla gerçek anlamda bir fon çeşitliliğinden bahsetmek mümkün değildir.

Bankaların endüstrideki yoğunluğu: Türkiye’deki yatırım fonu endüstrisine ilişkin önemli bir özellik, kurucu olarak bankaların sistemdeki ağırlığıdır. Bunun iki temel sebebi bulunmaktadır: İlk olarak, 30.07.1981 tarih ve 17416 sayılı resmi gazetede yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu yatırım fonunu kurma iznini sadece bankalara vermektedir. Kanunun gerekçesinde, bankalar için “küçük tasarruflular nezdinde alışılmış ve güven kazanmış kurumlar” betimlemesi yapılması kanun hazırlanırken bu yetkinin neden sadece bankalara verildiği konusunda gerekli açıklığı sağlamaktadır. Kanunun hazırlandığı dönemlerde yaşanan banker krizi vb. ekonomik olaylar bu hükmü biraz haklı gibi gösterse de, bu hükmün zararları da oldukça önemli olmuştur. Yatırım fonları bir çok yatırımcı için vadesiz ancak vadeli kadar yüksek getiri sağlayan bir mevduat türü olarak algılanmıştır. Bankalar da, yatırım fonlarına mevduat toplarken katlandıkları maliyetlere katlanmadan kaynak yaratabilecekleri yeni bir araç olarak bakmışlardır. Sermaye Piyasası Kanununda 1992 yılında yapılan değişiklikle Aracı Kurumlar, Sigorta Şirketleri ve Yardımlaşma Kurumlarına da yatırım fonu kurma izni verilmiştir. İkincisi ve en önemlisi, bankaların genel olarak Türkiye’nin mali sistemindeki ağırlığı ile ilgilidir. (Karacabey, 1998: 62) Örneğin, global olarak bankaların mali sistemdeki hakimiyeti % 30 iken, Türkiye’de bu oran % 94 seviyesindedir. (Canevi, 2002). Yatırım fonu endüstrisi de mali sistemin bir parçası olduğundan bu yapı, yatırım fonları sistemine aynen yansımış bulunmaktadır.



Devlet iç borçlanma senetlerinin ağırlığı: Türkiye’de yatırım fonları endüstrisinin bir başka önemli özelliği, toplam portföy içinde kamu kesimi menkul kıymetlerin ağırlığıdır. Daha önce belirtildiği üzere, genel olarak dünya uygulamasına bakıldığında, fon portföyünün büyük bir bölümünü hisse senedi fonları oluşturmaktadır. Bizde ise hisse senedi yoğun olan A tipi fonlarda bile devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) ağırlıktadır. B tipi fonlara baktığımızda ise bu fonların portföy bileşimlerinde devlet ağırlığı % 90 civarındadır. Hisse senetlerine, özel sektör tahviline veya finansman bonosuna kayda değer bir yatırım yapılmadığı dikkate alınırsa bu fonların tek işlevlerinin devlet borçlanma ihtiyacını karşılamak olduğu söylenebilir.

Performans değerlemesine ve sunuşuna ilişkin sorunlar: Yatırım fonları küçük yatırımcılar için en popüler yatırım aracı haline gelmiştir. Bu durum fonların sayılarını artırarak, seçim sürecini karmaşık bir hale getirmiştir. Fon yatırımcılarının başvurabileceği en önemli referans kaynağı, yatırımlarının geleceğe dönük belirsizliğini önemli ölçüde azaltan yatırım fonları değerlendirme ölçütleridir. Bu ölçütler, aynı zamanda fonlarının mevcut durumunu görmek isteyen fon yöneticileri için de önem taşımaktadır.

Türkiye’de yatırım fonlarının performanslarının ölçülmesine ve bunların yatırımcılara açıklanmasına ilişkin olarak özel nitelikte herhangi bir standart belirlenmemiştir. Bu durum, Türkiye’de faaliyet gösteren yatırım fonlarının geçmiş performanslarını istedikleri biçimde hesaplayıp açıklamalarına yol açarak fonlar arasında haksız rekabete ve yatırımcıların bundan zarar görmesine yol açmaktadır. Genel düzenlemeler arasına serpiştirilmiş bazı maddelerde belirlenen ilkeler ise gelişmiş ülkelerde uygulanan performans ölçüm ve sunum standartları ile karşılaştırıldığında yetersiz kalmaktadır. Daha önceden de bahsedildiği üzere, performans ölçüm ve sunum standartları sadece verilecek ilan ve reklamı değil, aynı zamanda performans hesaplamasına esas teşkil eden veri tabanının oluşturulmasını, bu hesaplama dayalı olarak performans hesaplamasının nasıl yapılacağını, performans sonuçları açıklanırken kamuya açıklanması gereken bilgileri ve bu standartlara uygunluk amacıyla yapılan bağımsız denetimi kapsamaktadır. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerinde yer alan ve performans sunumuna ilişkin olan bazı ilkeler de, standart olmaktan çok “yasaklama” mahiyetindedir.

Diğer taraftan, SPK web sayfasında performans karşılaştırmasına ilişkin olarak yatırımcıları bilgilendirmeyi hedefleyen açıklamalar da yatırımcıları gerçek anlamda korumaktan ve bilgilendirmekten uzaktır. Örneğin, bu bilgilendirmede fonların karşılaştırması sırasında yatırımcılara fonların risklerinin ne olduğuna bakılması konusunda herhangi bir uyarı bulunmamaktadır.

Dolayısıyla, global yatırım performans standartlarının Türkiye'ye uyarlanması ya da Türkiye'ye özgü olarak geniş çaplı bir performans standardı oluşturulması hem yatırımcıların korunması ve hem de yatırım fonları arasında adil bir rekabet ortamının yaratılması açısından gerekli görülmektedir.

Tüm bu nedenlerin yanında, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik istikrarsızlığın neden olduğu öngörememe ve yatırım fonu yönetimindeki yetersizlik de yatırım fonlarının kötü performans göstermelerine katkıda bulunmuştur. Ancak burada en önemli faktörlerden biri de, risksiz olarak kabul ettiğimiz ve ölçüme temel teşkil eden hazine bonosu faiz oranlarının çok yüksek olmasıdır. Gelişmiş ülkelerde en düşük faizle borçlanan devletin, ülkemizde ancak yüksek faiz düzeylerinde borçlanabilmesi de yatırım fonu performanslarının kötü çıkmasında etkili olmuştur.

Bu şartlar altında yatırım fonu yöneticiliği yapan kişilerin, portföy yönetimi sistemine uygun şekilde davranmaları, piyasa hakkında daha iyi karar verebilme, piyasanın ani dönüşlerini önceden kestirebilme ve değeri düşük kalmış kıymetleri seçebilme konusundaki başarılarını artırmak için Araştırma-Geliştirme konusuna daha fazla önem vermeleri gerekmektedir. Özellikle hiçbir kısıtlama olmamasına rağmen çeşitlendirme açısından oldukça yetersiz bulunan yatırım fonları bu konuya daha fazla önem vermelidirler.

## KAYNAKÇA

### Tezler ve Araştırma Raporları

- AKGÜN, A., **Yatırım Fonlarının Performans Değerlemesi: Türkiye Üzerine Bir Çalışma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniv. S.B.E., Ankara, 1993.
- ALICI, A., **Endeks Fonlar ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 1998.
- AYDEMİR, P., **Performance Evaluation of Turkish Mutual Funds**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Orta doğu Teknik Üniv., S.B.E., Ankara, 1992.
- İNSELBAĞ, I., **Portföy Yönetimi**, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1989.
- KARACABEY, A. A., **A Tipi Yatırım Fonlarının Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**, Yayınlanmış Doktora Tezi, Ankara Üniv., S.B.E., Ankara, 1998.
- VURAN, B., **Türkiye’de Yatırım Fonları ve Performans Değerlendirmesi ile İlgili Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniv., S.B.E., İstanbul, 2002.
- OKAT, Y. Ö., **Kolektif Yatırım Modellerine İlişkin AT ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Kolektif Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları**, SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2000.
- SARITAŞ, H., **Yatırım Fonlarının Performans Değerlemesi: Alternatif Bir Yatırım Aracı Olarak Endeks Fonları**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniv., S.B.E., İzmir, 2001.
- SOYDEMİR, S., **Yatırım Fonları**, SPK/AGD Araştırma Raporu, No:42, Ankara, 1985.
- ŞEREMET, M. M., **Yatırım Fonlarında Performans Değerlendirilmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniv., S.B.E., İstanbul, 2002.
- TUNAER, B. M., **Türkiye’de Yatırım Fonlarının Getirileri Açısından Karşılaştırılması ve Performanslarının Değerlendirilmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniv., S.B.E., İzmir, 2003.

### Kitaplar

- AKGÜÇ, Ö., **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 1998.
- AKMUT Ö., **Sermaye Piyasası Analizleri Ve Portföy Yönetimi**, Ankara, 1989.
- BOLAK, M., **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Yayınları, İstanbul, 1991.
- CEYLAN, A. ve T. KORKMAZ, **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Ekin Kitabevi, 3. Baskı, Bursa, 1998.
- CEYLAN, A., **Finansal Teknikler**, Ekin Kitabevi, 3. Baskı, Bursa, 1998.

- CEYLAN, A., VE T. KORKMAZ, **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Ekin Kitabevi, 3. Baskı, Bursa, 1998.
- CİVELEK, M. A. VE DURUKAN M. B., **Investments**, Dokuz Eylül Ün. Yayınları, İzmir, 1998.
- ERTAŞ, V., K. TUNCEL VE B. TEKER, **Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması**, SPK Yayınları, No:103, Ankara, 1997.
- GHANDHI J., “Investment Companies And The Development Of Capital Markets”, **The Role, Regulation And Operation Of Investment Companies**, SPK Yayınları, No:12, Ankara, 1988.
- GÜNAL, V., **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar ve Kurumlar)**, İMKB Yayınları, No:1, İstanbul, 1997.
- İKTİSADİ ARAŞTIRMA VAKFI YAYINLARI, **Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğ ve Panel)**, İktisadi Araştırma Vakfı Yayını, İstanbul, 1989.
- KARAN M. B., **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Hacettepe Ün. Finansal Araştırmalar Merkezi Yayınları, No:1, Ankara, 2001.
- KILIÇ, S., **Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İMKB Yayınları, No:95, Ankara, 2002.
- ÖZÇAM, M., **Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi**, SPK Yayınları, No:104, Ankara, 1997.
- TEVFİK, G., **Dünya’da ve Türkiye’de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama**, Türkiye İş Bankası Yayınları, No:342, Ankara, 1995.
- TUNCER, S., **Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Fonu**, İktisadi Araştırma Vakfı Yayını, İstanbul, 1989.
- ÜNAL, T., **Gelişmekte Olan Piyasalar ve Kurumsal Yatırımcılar**, İMKB Yayınları, No:7, İstanbul, 1995.
- YÖRÜK, N., **Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi**, İMKB Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2000.

### **Makaleler**

- ALEXANDER, G. J., W. F. SHARPE VE J. V. BAILEY, **Fundamentals Of Investments**, 2.ed., Prentice Hall, New Jersey, 1993.
- DÖNMEZ, Ç. A., “Türkiye’de Yatırım Fonlarının Gelişmesi İçin Bir Uygulama Önerisi: Borsa Fonları (Exchange Traded Funds)”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Eylül-Ekim, 2002.
- ELTON, E. J. VE M. J. GRUBER, **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**, 5. ed., John & Sons, 1995.
- FRANCIS J. VE S. ARCHER, **Portfolio Analysis**, 2. ed., Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1991.

- GRINBLATT M. VE S. TITMAN, “The Persistence Of Mutual Fund Performance”, **The Journal Of Finance**, December, 1992.
- HENRIKSSON, R. D. Ve R. C. MERTON, “On Market Timing And Investment Performance. II. Stastical Prodecures For Evaluating Skills”, **Journal Of Business**, Vol.54, No.4, 1981.
- ....., “Market Timing And Mutual Fund Performance: An Emprical Investigation”, **Journal Of Business**, Vol. 57, No.1, 1984.
- JENSEN, M., “Performance Of Mutual Funds In The Period 1945-1964”, **Journal Of Finance**, XXIII, Mayıs, 1968.
- KONT, B., “Dünya’da ve Türkiye’de Yatırım Fonları”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Ocak-Şubat 2001, No:16.
- MODİGLIANİ, L., “Risk – Adjusted Performance: How to Measure It and Why”, Presantation at NYSSA, Nisan 1997.
- SHARPE, W. F., “Capital Asset Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk”, **The Journal Of Finance**, XIX, No:3, September, 1964.
- ....., “Mutual Fund Performance”, **Journal of Business**, January, 1966.
- ....., Adjusting For Risk In Portfolio Performance Measurement”, **Journal Of Portfolio Management**, Winter, 1975.
- SIMONS, K., “Risk – Adjusted Performance of Mutual Funds”, **New England Economic Review**, September – October, 1998.
- SOYDEMİR, S., “Kurumsa Yatırımcı Olarak Yatırım Fonları ve Ortaklıkları”, **İşletme ve Finans**, Sayı: 85-86, 1993.
- TREYNOR, J. L., “How To Rate Management Of Investment Funds”, **Harvard Business Review**, XLIII, January-February, 1965.
- TUNCAY, A., “Bir Yatırım Fonu Öyküsü”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Kasım, 1986.
- UGAN, G., “Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasalarında Sistemik Risk Yönetimi”, **İMKB Dergisi**, Nisan-Mayıs-Haziran, 1997.

### **Diğer Kaynaklar ve İnternet Siteleri**

- ACTİVE LİNE, “Yatırım Fonu Portföyleri Toplamı Milli Gelirin Yüzde 5’i Düzeyinde”, **Activeline Gazetesi**, (01.12.2003).
- AKÇAY, C., “Kriz Dönemlerinde Yatırım Fonları”, **1. Ulusal Yatırım Konferansı**, Ekim 2001, <http://www.kyd.org>, (11.12.2002).
- Hazine Müsteşarlığı İç borç İstatistikleri, <http://www.hazine.gov.tr/stat/borc.htm>.
- [http://www.ici.org/aboutfunds/factbook00\\_toc.html](http://www.ici.org/aboutfunds/factbook00_toc.html) (23.05.2006).
- <http://www.oyakemeklilik.com.tr>
- <http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf.html> (30.05.2006).
- İMKB, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Devlet İç Borçlanma Senetleri Endeksleri,

<http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>

SPK, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, <http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf.html> , (25.05.2006).

TSPAKB, **Sermaye Piyasasında Gündem**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Bülteni, [http://www.tspakb.org.tr/indekx\\_tur.html](http://www.tspakb.org.tr/indekx_tur.html)

### **Mevzuat ve Süreli Yayınlar**

Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu

Damga Vergisi Kanunu

Gelir Vergisi Kanunu

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Aylık Bültenler

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Yıllık Rapor

Kurumlar Vergisi Kanunu

Sermaye Piyasası Kanunu

Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bültenler

Sermaye Piyasası Kurulu, Haftalık Bültenler

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Aylık Bültenler

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği

**EKLER**

**EK 1: ÇALIŞMA KAPSAMINA ALINAN A TİPİ YATIRIM  
FONLARININ LİSTESİ**



<b>EK1: ÇALIŞMA KAPSAMINA ALINAN A TİPİ YATIRIM FONLARI</b>	
<b>SIRA</b>	<b>YATIRIM FONUNUN ADI</b>
1	ABN AMBRO BANK NV. ALARKO A TİPİ ÖZEL FON
2	GLOBAL MEN.DEĞ.A TİPİ DEĞİŞKEN FON
3	İŞ YATIRIM MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON
4	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON
5	T.İŞ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON
6	TEB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON
7	TAIB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON
8	COMM.UNION SİG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON
9	NUROL MENKUL KIY. A TİPİ DEĞİŞKEN FON
10	TOPRAKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON
11	İTERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON
12	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON
13	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON
14	BANKEKSPRES A TİPİ DEĞİŞKEN FON
15	YATIRIM FİNANSMAN A TİPİ DEĞİŞKEN FON
16	KOÇBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON
17	STRATEJİ MENKUL DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON
18	ALFA MENKUL KIYMET.A TİPİ DEĞİŞKEN FON
19	ORDU YARD.KURUMU A TİPİ DEĞİŞKEN FON
20	AKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON
21	TEKFEN YAT.VE FİN. BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON
22	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON
23	T.KALKINMA BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON
24	BANKKAPİTAL A TİPİ DEĞİŞKEN FON
25	HAK MENKUL KIY.A TİPİ DEĞİŞKEN FON
26	EGEBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON
27	ALTERNATİF BANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON
28	ŞEKERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON
29	PAMUKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON
30	FİNANSBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON
31	İKTİSAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON
32	ESBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON
33	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON
34	KENTBANK A TİPİ KARMA FON
35	GEDİK MENKUL KIY.A TİPİ KARMA FON
36	İTER YATIRIM A TİPİ KARMA FON
37	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ KARMA FON
38	SÜMERBANK A TİPİ KARMA FON
39	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ KARMA FON
40	OSMANLI BANKASI A TİPİ KARMA FON
41	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ KARMA FON
42	EGE GİYİM SAN. BANK. A TİPİ KARMA FON
43	İTERBANK A TİPİ KARMA FON
44	EVGİN MEN.DEĞ.A TİPİ KARMA FON
45	TACIRLER MENKUL DEĞ. A TİPİ KARMA FON
46	İTER YATIRIM A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU
47	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU
48	T.VAKIFLAR BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU
49	KOÇBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU
50	TEKSTİL BANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU
51	T.İŞ BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU
52	T.İŞ BANKASI A TİPİ İŞTİRAK FONU

**EK 2: A TİPİ YATIRIM FONLARININ OCAK 1998- ARALIK  
2000 DÖNEMİNE AİT AYLIK GETİRİLERİ (%)**

**EK 2: A TİPİ YATIRIM FONLARININ OCAK 1998 - ARALIK 2000 DÖNEMİNE AİT AYLIK GETİRİLERİ (%)**

(EK 2: Sayfa 1/12)							
Sıra	Fon Adı	Oca.98	Şub.98	Mar.98	Nis.98	May.98	Haz.98
1	ABN AMBRO BANK NV. ALARKO A TİPİ ÖZEL FON	4,41	0,00	9,72	12,31	6,19	5,55
2	GLOBAL MEN.DEĞ.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,16	-3,92	18,62	15,10	7,96	6,33
3	İŞ YATIRIM MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,49	1,37	5,14	14,35	1,74	7,80
4	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	11,39	1,23	5,49	16,81	4,28	3,69
5	T.İŞ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,64	-2,41	4,88	12,43	5,06	4,60
6	TEB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,99	3,62	5,72	12,22	5,92	5,39
7	TAIB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,87	0,94	7,32	18,69	4,40	2,75
8	COMM.UNION SİG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,14	-5,93	2,03	19,82	-2,70	16,65
9	NUROL MENKUL KIY. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,05	1,63	7,67	10,19	-2,87	6,85
10	TOPRAKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,53	-2,13	7,43	17,59	1,07	5,21
11	İTERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,38	0,88	6,86	11,80	4,35	6,67
12	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	15,14	0,12	5,42	15,58	2,79	7,33
13	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,47	0,18	7,04	13,28	6,50	5,12
14	BANKEKSPRES A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,46	-12,12	-1,48	12,63	-1,60	1,34
15	YATIRIM FİNANSMAN A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,75	2,08	4,95	12,47	1,67	5,67
16	KOÇBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,11	1,55	6,69	12,92	2,32	5,82
17	STRATEJİ MENKUL DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10,32	1,56	8,19	15,37	3,51	6,16
18	ALFA MENKUL KIYMET.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,68	0,41	3,49	16,23	-2,79	3,88
19	ORDU YARD.KURUMU A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,76	-1,62	2,46	10,72	4,87	9,01
20	AKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-2,91	3,18	6,94	15,81	1,55	2,55
21	TEKFEN YAT.VE FİN. BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,33	-6,87	4,04	25,31	3,18	6,12
22	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-2,37	-14,97	8,00	11,29	-0,23	6,69
23	T.KALKINMA BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,14	-1,11	6,41	12,31	-1,87	6,19
24	BANKKAPİTAL A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7,50	0,20	7,00	6,90	0,03	3,95
25	HAK MENKUL KIY.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,67	-4,41	6,11	10,79	4,05	4,64

(EK 2: Sayfa 2/12)							
Sıra	Fon Adı	Oca.98	Şub.98	Mar.98	Nis.98	May.98	Haz.98
26	EGEBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,62	-11,63	6,84	12,19	0,82	4,18
27	ALTERNATİF BANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,03	-2,40	4,90	13,55	0,20	3,89
28	ŞEKERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,15	-4,80	3,10	14,22	0,86	4,73
29	PAMUKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,68	-3,23	8,37	14,60	0,26	7,79
30	FINANSBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,60	-13,82	2,56	10,97	0,74	6,36
31	İKTİSAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,60	-5,91	0,43	19,09	2,35	6,69
32	ESBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,13	-7,48	7,23	12,80	1,07	7,50
33	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	4,47	-2,49	8,32	11,20	4,59	7,40
34	KENTBANK A TİPİ KARMA FON	-0,09	-8,93	5,94	26,80	2,91	4,37
35	GEDİK MENKUL KIY.A TİPİ KARMA FON	6,20	-1,31	4,55	10,27	1,48	1,91
36	İNTER YATIRIM A TİPİ KARMA FON	5,74	4,14	7,71	13,79	4,90	5,95
37	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ KARMA FON	8,67	-2,37	7,67	13,61	5,15	8,50
38	SÜMERBANK A TİPİ KARMA FON	5,06	-6,51	6,83	15,64	2,32	7,87
39	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ KARMA FON	4,70	0,67	6,34	17,54	0,22	7,07
40	OSMANLI BANKASI A TİPİ KARMA FON	3,78	0,35	7,34	11,41	2,92	4,03
41	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	1,46	3,25	6,82	15,05	4,05	5,72
42	EGE GİYİM SAN. BANK. A TİPİ KARMA FON	0,79	1,22	4,99	11,12	0,47	12,17
43	İNTERBANK A TİPİ KARMA FON	5,11	2,18	6,66	11,59	4,42	5,91
44	EVGİN MEN.DEĞ.A TİPİ KARMA FON	4,28	-3,88	4,40	14,33	2,31	7,32
45	TACİRLER MENKUL DEĞ. A TİPİ KARMA FON	5,65	-2,40	4,76	14,40	7,67	8,00
46	İNTER YATIRIM A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	4,90	0,00	12,31	15,08	5,10	5,84
47	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	2,33	0,00	1,77	27,92	-3,73	7,22
48	T.VAKIFLAR BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	1,95	0,00	-3,90	19,41	1,51	9,94
49	KOÇBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	3,24	0,00	3,88	15,77	5,76	3,00
50	TEKSTİL BANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	4,53	0,00	-8,62	7,99	-1,43	4,83
51	T.İŞ BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	-1,26	0,00	-11,03	14,65	1,02	6,51
52	T.İŞ BANKASI A TİPİ İŞTİRAK FONU	1,26	-6,30	-0,15	18,54	-0,86	4,66

(EK 2: Sayfa 3/12)							
Sıra	Fon Adı	Tem.98	Ağu.98	Eyl.98	Eki.98	Kas.98	Ara.98
1	ABN AMBRO BANK NV. ALARKO A TİPİ ÖZEL FON	4,48	-8,89	-0,11	0,74	10,54	6,61
2	GLOBAL MEN.DEĞ.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,77	-15,01	2,62	2,19	11,29	9,58
3	İŞ YATIRIM MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,17	-13,75	1,22	2,04	7,35	5,30
4	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,64	-5,34	3,41	3,54	12,56	7,15
5	T.İŞ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,86	-12,30	2,36	1,67	8,82	6,33
6	TEB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,68	-13,09	-0,36	2,52	9,27	6,10
7	TAIB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,58	-25,21	-3,15	4,46	11,37	9,78
8	COMM.UNION SİG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,23	-11,76	-2,15	0,33	11,25	15,39
9	NUROL MENKUL KIY. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,61	-13,65	-3,35	5,94	12,37	1,64
10	TOPRAKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,31	-15,36	-2,92	2,91	9,81	8,18
11	İTERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,69	-9,94	1,27	2,46	5,84	5,40
12	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,23	-24,14	2,40	2,53	5,44	8,26
13	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,20	-12,89	0,58	1,78	11,25	8,54
14	BANKEKSPRES A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,74	-15,60	2,60	2,91	21,83	10,82
15	YATIRIM FİNANSMAN A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,34	-11,22	1,80	2,35	8,06	5,14
16	KOÇBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,46	-16,70	-3,03	-2,74	7,03	1,70
17	STRATEJİ MENKUL DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,41	-9,31	-1,93	2,67	5,49	5,46
18	ALFA MENKUL KIYMET.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,82	-17,78	2,33	3,63	10,29	4,90
19	ORDU YARD.KURUMU A TİPİ DEĞİŞKEN FON	14,16	-17,23	-0,69	2,68	4,79	6,36
20	AKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,86	-35,75	-7,27	0,92	8,20	4,09
21	TEKFEN YAT.VE FİN. BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,36	-33,90	-8,59	2,97	9,50	31,12
22	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,58	-12,27	-5,90	0,49	9,81	5,75
23	T.KALKINMA BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,43	-24,94	-2,01	1,62	8,06	3,31
24	BANKKAPİTAL A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,86	-15,54	-2,77	-9,31	6,14	5,69
25	HAK MENKUL KIY.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,44	-19,22	-0,03	0,48	7,37	6,45

(EK 2: Sayfa 4/12)							
Sıra	Fon Adı	Tem.98	Ağu.98	Eyl.98	Eki.98	Kas.98	Ara.98
26	EGEBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,08	-22,13	-7,93	-8,53	20,44	-2,82
27	ALTERNATİF BANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,86	-15,20	-0,89	-0,56	9,22	1,63
28	ŞEKERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,34	-27,04	-5,54	-0,20	4,79	1,32
29	PAMUKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,48	-29,63	-5,32	-2,77	17,11	6,35
30	FINANSBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,75	-7,76	0,55	-2,59	15,66	5,25
31	İKTİSAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10,18	-49,08	-13,34	-9,52	-2,94	10,32
32	ESBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,26	-34,97	-6,63	-10,29	8,07	5,47
33	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	3,68	-21,09	-5,08	2,49	9,38	5,18
34	KENTBANK A TİPİ KARMA FON	4,19	-21,37	-2,39	-0,55	-5,30	-4,64
35	GEDİK MENKUL KIY.A TİPİ KARMA FON	1,90	-28,84	-8,81	7,05	2,42	2,28
36	İNTER YATIRIM A TİPİ KARMA FON	5,09	-10,48	1,99	2,56	7,88	4,26
37	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ KARMA FON	1,64	-26,12	1,47	0,37	6,80	6,20
38	SÜMERBANK A TİPİ KARMA FON	5,35	-23,51	0,46	1,31	0,03	8,23
39	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ KARMA FON	2,89	-20,18	1,99	3,36	10,02	-0,95
40	OSMANLI BANKASI A TİPİ KARMA FON	4,84	-10,09	0,18	3,70	9,58	7,48
41	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	5,36	-10,15	0,93	4,54	8,22	8,42
42	EGE GİYİM SAN. BANK. A TİPİ KARMA FON	3,74	-20,54	-0,11	-0,27	14,08	3,80
43	İNTERBANK A TİPİ KARMA FON	5,91	-10,50	1,89	3,34	7,58	6,29
44	EVGİN MEN.DEĞ.A TİPİ KARMA FON	3,64	-25,16	0,97	3,03	2,08	0,37
45	TACİRLER MENKUL DEĞ. A TİPİ KARMA FON	5,85	-24,00	-2,96	-1,06	10,81	3,42
46	İNTER YATIRIM A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	6,64	-21,76	-5,45	-3,32	7,24	2,95
47	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	2,85	-32,50	-5,40	-2,55	9,56	3,85
48	T.VAKIFLAR BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	4,94	-32,73	-4,33	-3,04	9,47	2,85
49	KOÇBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	2,67	-26,48	-12,51	-1,28	9,70	1,77
50	TEKSTİL BANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	0,30	-21,88	-3,52	-4,63	6,08	2,07
51	T.İŞ BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	-0,68	-22,56	-9,54	-2,78	7,85	2,32
52	T.İŞ BANKASI A TİPİ İŞTİRAK FONU	4,33	-25,80	-8,45	-6,75	5,23	9,25

<b>(EK 2: Sayfa 5/12)</b>							
<b>Sıra</b>	<b>Fon Adı</b>	<b>Oca.99</b>	<b>Şub.99</b>	<b>Mart.99</b>	<b>Nis.99</b>	<b>May.99</b>	<b>Hazin-99</b>
1	ABN AMBRO BANK NV. ALARKO A TİPİ ÖZEL FON	4,97	15,97	11,79106	8,40	3,30	3,11
2	GLOBAL MEN.DEĞ.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,27	21,29	8,808507	10,04	3,41	2,76
3	İŞ YATIRIM MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,11	19,11	13,17855	7,11	3,34	0,41
4	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,01	24,62	7,906293	16,11	-2,29	7,53
5	T.İŞ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,61	17,73	7,764972	8,04	4,34	1,32
6	TEB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,79	17,17	15,67689	10,07	6,44	0,05
7	TAIB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,07	13,33	18,80891	4,07	4,22	-1,20
8	COMM.UNION SİG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7,78	14,81	8,720383	12,66	5,44	1,01
9	NUROL MENKUL KIY. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,89	16,31	11,61675	2,62	-2,08	-0,43
10	TOPRAKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,46	17,34	3,548072	9,58	3,00	0,71
11	İNTERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7,26	18,92	7,088349	9,10	5,69	-2,10
12	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,45	16,91	11,60869	8,02	4,41	1,33
13	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,08	19,55	10,31837	10,90	5,59	0,15
14	BANKEKSPRES A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7,99	22,85	16,96113	6,75	4,30	2,51
15	YATIRIM FİNANSMAN A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,68	15,31	12,07027	7,57	4,17	0,65
16	KOÇBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,90	24,95	12,80351	6,38	3,49	-0,16
17	STRATEJİ MENKUL DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,44	16,24	15,68235	8,77	6,60	0,57
18	ALFA MENKUL KIYMET.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7,01	17,92	14,15286	7,68	3,65	1,03
19	ORDU YARD.KURUMU A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,04	10,52	13,37535	8,29	4,88	-0,05
20	AKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,46	27,53	14,59016	8,35	2,53	0,48
21	TEKFEN YAT.VE FİN. BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-13,08	18,23	10,89074	8,22	4,04	3,50
22	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,61	24,54	2,025764	8,30	3,32	-1,35
23	T.KALKINMA BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,76	20,23	14,25801	5,75	3,36	-3,60
24	BANKKAPİTAL A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,27	21,20	8,514675	-15,42	-1,04	1,11
25	HAK MENKUL KIY.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,99	13,44	9,357525	4,63	0,09	-0,20

<b>(EK 2: Sayfa 6/12)</b>							
<b>Sıra</b>	<b>Fon Adı</b>	<b>Oca.99</b>	<b>Şub.99</b>	<b>Mar.99</b>	<b>Nis.99</b>	<b>May.99</b>	<b>Hazin-99</b>
26	EGEBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,57	25,69	10,83622	6,51	14,05	5,34
27	ALTERNATİF BANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-1,80	21,20	10,58643	5,11	3,51	0,47
28	ŞEKERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-4,06	18,75	5,446131	0,59	1,33	0,17
29	PAMUKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-2,13	30,81	10,21993	9,73	2,54	-7,59
30	FINANSBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,46	20,17	9,119821	9,55	2,66	3,75
31	İKTİSAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	9,10	19,17	6,910739	3,96	-3,90	-2,59
32	ESBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-2,87	11,11	9,004599	3,72	3,26	-8,64
33	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	5,58	22,55	-95,7862	10,80	4,43	-2,65
34	KENTBANK A TİPİ KARMA FON	1,10	14,99	13,17506	-2,14	-2,99	-9,77
35	GEDİK MENKUL KIY.A TİPİ KARMA FON	1,73	28,04	8,330193	7,76	4,16	-12,80
36	İNTER YATIRIM A TİPİ KARMA FON	7,71	21,29	11,16157	11,20	4,89	-1,18
37	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ KARMA FON	3,49	17,97	12,80234	8,04	5,59	1,06
38	SÜMERBANK A TİPİ KARMA FON	7,22	22,28	9,525334	6,44	5,97	1,85
39	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ KARMA FON	4,64	20,34	10,64652	9,36	3,50	1,94
40	OSMANLI BANKASI A TİPİ KARMA FON	5,45	19,11	9,256711	4,67	4,90	0,46
41	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	5,47	16,86	9,66099	8,45	5,43	-1,18
42	EGE GİYİM SAN. BANK. A TİPİ KARMA FON	1,49	17,97	10,89482	6,05	2,98	-2,41
43	İNTERBANK A TİPİ KARMA FON	7,35	18,67	10,26411	8,85	4,71	-1,13
44	EVGİN MEN.DEĞ.A TİPİ KARMA FON	4,49	19,77	11,97887	11,43	-0,53	-4,62
45	TACİRLER MENKUL DEĞ. A TİPİ KARMA FON	1,73	18,91	12,26007	5,56	3,33	-1,55
46	İNTER YATIRIM A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	4,70	29,60	2873,815	9,83	6,83	-6,68
47	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	0,36	33,77	8,959167	15,79	0,29	2,39
48	T.VAKIFLAR BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	-1,69	41,12	17,01948	14,86	-1,02	-7,09
49	KOÇBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	3,48	30,03	11,18637	13,55	2,22	-5,23
50	TEKSTİL BANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	3,05	26,09	14,50996	7,61	0,78	-2,27
51	T.İŞ BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	7,07	28,76	8,549439	10,43	3,03	-0,97
52	T.İŞ BANKASI A TİPİ İŞTİRAK FONU	-3,93	29,49	-849,675	3,93	7,51	-9,02



<b>(EK 2: Sayfa 7/12)</b>							
<b>Sıra</b>	<b>Fon Adı</b>	<b>Tem.99</b>	<b>Ağu.99</b>	<b>Eyl.99</b>	<b>Eki.99</b>	<b>Kas.99</b>	<b>Ara.99</b>
1	ABN AMBRO BANK NV. ALARKO A TİPİ ÖZEL FON	10,46	0,08	8,61	5,77	12,06	27,58
2	GLOBAL MEN.DEĞ.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	17,04	-0,72	9,98	9,36	21,07	43,53
3	İŞ YATIRIM MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10,74	-0,04	8,66	8,35	16,05	35,40
4	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	9,63	-1,38	9,39	8,61	17,76	63,37
5	T.İŞ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	9,11	-1,65	8,30	6,35	11,21	29,57
6	TEB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,49	2,36	9,25	6,56	13,62	40,05
7	TAIB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7,27	-1,65	10,46	6,37	7,38	39,73
8	COMM.UNION SİG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10,03	-6,69	13,62	8,26	17,40	41,75
9	NUROL MENKUL KIY. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	9,33	-5,21	14,53	2,23	18,13	49,64
10	TOPRAKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	9,88	-1,17	7,76	7,73	15,64	55,07
11	İNTERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	11,78	-2,16	7,38	10,21	27,15	56,16
12	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	11,61	-0,06	7,57	6,35	5,42	33,14
13	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,93	1,02	9,52	6,87	13,16	56,36
14	BANKEKSPRES A TİPİ DEĞİŞKEN FON	14,49	-3,46	9,20	11,11	23,06	38,32
15	YATIRIM FİNANSMAN A TİPİ DEĞİŞKEN FON	11,24	-2,47	10,32	7,39	14,76	46,38
16	KOÇBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10,72	-1,74	9,95	6,49	16,05	76,20
17	STRATEJİ MENKUL DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	12,93	-2,95	17,55	5,31	34,19	29,93
18	ALFA MENKUL KIYMET.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	11,11	-0,61	7,41	6,43	13,63	32,28
19	ORDU YARD.KURUMU A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,32	0,19	9,41	5,73	8,90	58,02
20	AKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	9,63	-2,07	11,20	5,01	16,35	49,24
21	TEKFEN YAT.VE FİN. BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,61	1,49	7,92	4,88	7,78	27,54
22	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	9,86	-4,35	11,42	4,53	21,20	-
23	T.KALKINMA BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,16	0,05	8,51	5,85	10,64	75,28
24	BANKKAPİTAL A TİPİ DEĞİŞKEN FON	15,91	1,46	8,08	7,96	15,46	55,74
25	HAK MENKUL KIY.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7,38	-0,32	7,55	4,61	13,43	35,60

(EK 2: Sayfa 8/12)							
Sıra	Fon Adı	Tem.99	Ağu.99	Eyl.99	Eki.99	Kas.99	Ara.99
26	EGEBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,62	2,40	6,01	4,27	12,98	15,91
27	ALTERNATİF BANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7,23	-22,83	10,91	6,79	20,18	34,26
28	ŞEKERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7,76	-4,24	9,38	7,23	16,70	26,16
29	PAMUKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,65	-6,20	16,52	3,54	28,00	26,57
30	FINANSBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10,12	-0,92	8,87	4,00	10,60	19,62
31	İKTİSAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7,71	-8,98	3,92	5,28	5,20	57,43
32	ESBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7,35	-13,52	7,80	3,52	10,65	21,66
33	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	7,48	-0,40	14,44	5,08	20,87	29,82
34	KENTBANK A TİPİ KARMA FON	3,18	-3,10	20,59	11,38	34,28	57,14
35	GEDİK MENKUL KIY.A TİPİ KARMA FON	6,17	-0,18	11,89	4,29	13,42	56,52
36	İNTER YATIRIM A TİPİ KARMA FON	12,92	-1,66	10,94	9,13	20,43	51,77
37	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ KARMA FON	10,44	-0,14	8,33	9,61	9,05	24,57
38	SÜMERBANK A TİPİ KARMA FON	12,75	0,03	14,86	7,05	12,78	62,87
39	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ KARMA FON	9,58	-1,67	10,81	10,03	12,64	27,41
40	OSMANLI BANKASI A TİPİ KARMA FON	8,62	-2,71	9,63	6,92	14,17	24,18
41	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	8,57	-2,19	10,47	6,16	15,43	38,59
42	EGE GİYİM SAN. BANK. A TİPİ KARMA FON	9,07	-3,73	12,91	7,14	17,56	35,81
43	İNTERBANK A TİPİ KARMA FON	12,05	-2,73	7,80	10,23	13,26	55,52
44	EVGİN MEN.DEĞ.A TİPİ KARMA FON	15,17	-3,99	8,66	8,57	11,44	44,58
45	TACİRLER MENKUL DEĞ. A TİPİ KARMA FON	7,78	-1,50	9,06	5,74	10,06	64,49
46	İNTER YATIRIM A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	13,86	-7,49	10,10	4,77	32,18	45,19
47	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	10,56	-7,57	16,67	10,51	22,64	63,56
48	T.VAKIFLAR BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	9,57	-7,06	16,21	8,45	32,37	67,82
49	KOÇBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	13,07	-7,06	13,49	6,82	23,23	28,69
50	TEKSTİL BANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	2,03	-4,77	14,54	8,04	13,78	24,65
51	T.İŞ BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	8,48	-1,12	7,48	5,23	15,20	42,07
52	T.İŞ BANKASI A TİPİ İŞTİRAK FONU	7,21	2,24	11,99	8,44	18,62	60,46

<b>(EK 2: Sayfa 9/12)</b>							
<b>Sıra</b>	<b>Fon Adı</b>	<b>Oca.00</b>	<b>Şub.00</b>	<b>Mar.00</b>	<b>Nis.00</b>	<b>May.00</b>	<b>Haz.00</b>
1	ABN AMBRO BANK NV. ALARKO A TİPİ ÖZEL FON	12,72	1,28	5,33	8,80	-2,65	-1,99
2	GLOBAL MEN.DEĞ.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	12,95	0,20	7,06	11,19	-4,83	-1,25
3	İŞ YATIRIM MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	11,08	-3,43	4,36	11,74	-7,67	-0,26
4	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	24,86	1,12	0,03	11,55	-5,45	-3,51
5	T.İŞ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	11,79	-3,18	1,06	8,09	-8,61	-0,52
6	TEB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10,90	-1,62	5,20	7,53	-5,86	-2,70
7	TAIB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,90	6,82	8,14	12,64	0,97	-3,46
8	COMM.UNION SİG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	16,00	-1,73	-0,45	10,13	-5,52	1,55
9	NUROL MENKUL KIY. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	14,06	-1,18	1,61	14,57	-5,06	-1,77
10	TOPRAKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,16	-0,71	2,97	5,64	-3,91	-2,28
11	İNTERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	9,32	-1,40	-1,67	9,60	-9,82	-2,38
12	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,71	-0,68	3,22	5,62	0,00	-3,50
13	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,71	-1,61	3,58	9,90	-7,83	-3,75
14	BANKEKSPRES A TİPİ DEĞİŞKEN FON	25,23	-6,76	7,40	6,57	-12,88	-5,22
15	YATIRIM FİNANSMAN A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,24	-5,08	-0,88	12,26	-7,28	-4,22
16	KOÇBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	9,41	-1,05	5,24	8,76	-7,65	-0,72
17	STRATEJİ MENKUL DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,42	-3,89	1,96	23,50	-11,62	-5,44
18	ALFA MENKUL KIYMET.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	9,30	-7,18	0,97	5,65	-8,26	0,39
19	ORDU YARD.KURUMU A TİPİ DEĞİŞKEN FON	14,92	-2,48	0,89	10,38	-7,99	-0,32
20	AKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	14,44	-2,94	2,08	12,65	-2,61	-3,64
21	TEKFEN YAT.VE FİN. BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,51	-2,27	3,47	7,86	-3,54	0,09
22	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10,02	-0,18	1,34	12,33	-9,13	-3,17
23	T.KALKINMA BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,56	-2,24	2,73	9,81	-8,16	-2,72
24	BANKKAPİTAL A TİPİ DEĞİŞKEN FON	15,29	-16,65	1,20	16,50	-10,47	-3,01
25	HAK MENKUL KIY.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,16	0,82	-4,56	22,96	-7,25	-3,42

<b>(EK 2: Sayfa 10/12)</b>							
<b>Sıra</b>	<b>Fon Adı</b>	<b>Oca.00</b>	<b>Şub.00</b>	<b>Mar.00</b>	<b>Nis.00</b>	<b>May.00</b>	<b>Haz.00</b>
26	EGEBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,80	-0,68	1,91	11,47	-4,72	-1,38
27	ALTERNATİF BANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8,53	-7,72	4,42	15,34	-10,04	-4,46
28	ŞEKERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7,76	-8,06	4,89	10,51	-7,89	-2,36
29	PAMUKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	19,29	-10,55	-6,26	13,40	-17,55	-9,01
30	FINANSBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	13,99	-4,24	-1,79	15,99	-20,08	-2,64
31	İKTİSAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	13,15	-6,15	0,46	19,77	-10,65	-4,32
32	ESBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	12,01	-13,71	0,14	14,76	-7,47	-7,19
33	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	14,72	-1,97	7,27	11,56	-9,81	-5,90
34	KENTBANK A TİPİ KARMA FON	16,64	-1,23	10,02	9,48	-6,38	-5,60
35	GEDİK MENKUL KIY.A TİPİ KARMA FON	12,51	-12,78	3,77	14,10	0,00	-6,53
36	İNTER YATIRIM A TİPİ KARMA FON	18,29	-4,66	2,56	8,89	-8,49	-2,01
37	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ KARMA FON	5,17	-0,46	3,22	5,87	-3,70	0,50
38	SÜMERBANK A TİPİ KARMA FON	6,56	-2,44	1,76	7,31	-7,92	-3,30
39	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ KARMA FON	5,60	-0,52	2,46	6,32	-4,35	-0,15
40	OSMANLI BANKASI A TİPİ KARMA FON	1,83	4,69	2,43	8,43	-5,69	-1,21
41	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	6,84	0,32	3,35	7,01	-4,97	-0,25
42	EGE GİYİM SAN. BANK. A TİPİ KARMA FON	13,63	-4,98	7,96	5,61	-4,51	-5,11
43	İNTERBANK A TİPİ KARMA FON	8,78	-3,34	6,18	9,80	-5,53	-0,06
44	EVGİN MEN.DEĞ.A TİPİ KARMA FON	16,22	-4,55	0,64	4,66	-6,33	-5,34
45	TACİRLER MENKUL DEĞ. A TİPİ KARMA FON	17,89	-1,85	1,58	10,60	-7,41	-3,42
46	İNTER YATIRIM A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	12,04	-0,60	-2,14	17,22	-11,47	-3,48
47	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	10,92	-7,61	1,78	20,24	-15,90	-6,46
48	T.VAKIFLAR BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	9,94	-10,20	-1,72	16,78	-12,83	-5,61
49	KOÇBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	12,47	-8,00	0,29	16,17	-13,94	-8,46
50	TEKSTİL BANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	28,40	-10,31	-4,77	16,95	0,00	-13,72
51	T.İŞ BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	5,80	-10,20	2,31	7,65	-10,33	-3,72
52	T.İŞ BANKASI A TİPİ İŞTİRAK FONU	15,69	-7,66	-0,88	13,38	-6,44	-11,00

<b>(EK 2: Sayfa 11/12)</b>							
<b>Sıra</b>	<b>Fon Adı</b>	<b>Tem.00</b>	<b>Ağu.00</b>	<b>Eyl.00</b>	<b>Eki.00</b>	<b>Kas.00</b>	<b>Ara.00</b>
1	ABN AMBRO BANK NV. ALARKO A TİPİ ÖZEL FON	0,58	-1,33	-3,29	10,94	-8,60	11,23
2	GLOBAL MEN.DEĞ.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-1,67	0,22	-4,68	11,23	-11,58	6,26
3	İŞ YATIRIM MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,30	-2,68	-2,32	9,20	-13,24	11,09
4	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-2,40	-0,45	-6,13	9,82	-15,18	5,20
5	T.İŞ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-1,10	-3,17	-1,21	7,29	-9,36	10,75
6	TEB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,75	-0,58	-6,92	13,52	-16,63	6,39
7	TAIB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,35	-2,28	-3,45	7,98	-6,75	8,39
8	COMM.UNION SİG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-1,50	-1,59	-5,09	10,09	-10,65	0,54
9	NUROL MENKUL KIY. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,96	2,19	-5,22	10,88	-8,60	13,91
10	TOPRAKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,22	-1,31	-5,05	9,88	-6,64	11,17
11	İNTERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,64	-2,08	-3,54	9,18	-14,34	6,41
12	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,96	-2,02	-1,44	8,79	-14,88	10,11
13	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,33	-0,94	-5,52	10,72	-15,55	5,89
14	BANKEKSPRES A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,76	-4,41	-3,71	7,65	-12,41	4,20
15	YATIRIM FİNANSMAN A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-2,71	-4,18	-6,37	10,24	-15,24	5,74
16	KOÇBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,82	-2,70	-4,73	10,32	-8,55	11,51
17	STRATEJİ MENKUL DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-6,72	-5,48	-12,72	17,90	-28,31	1,41
18	ALFA MENKUL KIYMET.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-2,59	-1,11	-2,54	5,58	-15,23	5,10
19	ORDU YARD.KURUMU A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,50	0,88	-6,09	6,95	-19,43	1,44
20	AKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,20	-1,35	-7,80	14,18	-8,91	10,09
21	TEKFEN YAT.VE FİN. BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,32	-0,50	-3,14	5,10	-5,10	7,02
22	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-2,14	-3,26	-6,46	13,95	-14,11	6,10
23	T.KALKINMA BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,34	-0,21	-6,07	8,59	-14,34	9,00
24	BANKKAPİTAL A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,57	-0,40	-3,23	12,23	-14,82	6,66
25	HAK MENKUL KIY.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-1,69	-3,63	-11,91	14,70	-26,11	8,87

<b>(EK 2: Sayfa 12/12)</b>							
<b>Sıra</b>	<b>Fon Adı</b>	<b>Tem.00</b>	<b>Ağu.00</b>	<b>Eyl.00</b>	<b>Eki.00</b>	<b>Kas.00</b>	<b>Ara.00</b>
26	EGEBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,13	-1,53	-10,59	6,02	-16,28	0,39
27	ALTERNATİF BANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-4,19	-6,40	-11,62	18,10	-17,08	3,69
28	ŞEKERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-2,16	-2,92	-7,65	14,46	-21,98	9,02
29	PAMUKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-4,68	-4,98	-11,92	12,11	-27,76	2,39
30	FINANSBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-7,41	-8,01	-15,93	21,20	-39,85	-12,80
31	İKTİSAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-3,65	-7,31	-7,96	16,47	-20,96	0,38
32	ESBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-3,70	-2,75	-10,33	20,80	-25,79	7,03
33	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,93	-2,64	-5,79	11,82	-14,49	8,10
34	KENTBANK A TİPİ KARMA FON	-1,05	-1,59	-3,17	8,62	-12,68	1,30
35	GEDİK MENKUL KIY.A TİPİ KARMA FON	-3,97	-2,17	-6,66	11,52	-15,58	7,62
36	İNTER YATIRIM A TİPİ KARMA FON	0,53	-1,95	-2,99	8,59	-11,37	8,02
37	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ KARMA FON	1,54	-3,04	-3,61	10,00	-17,56	9,34
38	SÜMERBANK A TİPİ KARMA FON	-1,89	-5,22	-8,79	11,23	-14,08	12,96
39	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ KARMA FON	-0,60	-0,55	-2,67	6,59	-13,55	7,32
40	OSMANLI BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,33	-1,08	-4,01	8,20	-13,01	11,08
41	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,24	-1,05	-3,28	9,35	-9,55	8,98
42	EGE GİYİM SAN. BANK. A TİPİ KARMA FON	-2,10	-2,33	-7,05	10,49	-13,19	8,42
43	İNTERBANK A TİPİ KARMA FON	-1,27	-0,05	-3,21	8,19	-8,98	3,99
44	EVGİN MEN.DEĞ.A TİPİ KARMA FON	-0,30	-3,87	-6,30	8,62	-14,11	5,01
45	TACİRLER MENKUL DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-3,66	-3,03	-7,74	15,57	-15,86	9,13
46	İNTER YATIRIM A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	-2,35	-2,45	-8,36	12,86	-17,34	16,80
47	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	-5,29	-4,52	-9,61	24,24	-30,60	-2,27
48	T.VAKIFLAR BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	-1,45	-4,17	-10,28	16,23	-27,42	7,27
49	KOÇBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	-0,71	-4,29	-12,46	14,91	-20,01	2,66
50	TEKSTİL BANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	2,03	-1,08	-7,40	13,03	-23,14	13,37
51	T.İŞ BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	-2,05	-4,73	-6,68	11,67	-12,14	3,41
52	T.İŞ BANKASI A TİPİ İŞTİRAK FONU	0,33	0,44	-9,95	11,86	-22,75	5,73

**EK 3: A TİPİ YATIRIM FONLARININ ORTALAMA  
GETİRİLERİ, STANDART SAPMALARI, HAZİNE BONOSU  
ORTALAMA GETİRİLERİ, PİYASA GÖSTERGE ENDEKSİ  
ORTALAMA GETİRİLERİ VE SHARPE YÖNTEMİNE GÖRE  
PERFORMANS SONUÇLARI**

**EK 3: ATİPİ YATIRIM FONLARININ ORTALAMA GETİRİLERİ, STANDART SAPMALARİ, HAZİNE BONOSU ORTALAMA GETİRİLERİ, PİYASA GÖSTERGE ENDEKSİ ORTALAMA GETİRİLERİ VE SHARPE YÖNTEMİNE GÖRE PERFORMANS SONUÇLARI**

(EK 3: Sayfa 1/2)						
Sıra	Fon Adı	YF Ort.Get. (%)	YF Std.Sp.	HB Ort.Get. (%)	PGE Ort.Get. (%)	Sharpe
1	ABN AMBRO BANK NV. ALARKO A TİPİ ÖZEL FON	5,462435	7,09203647	5,206594601	4,90702605	0,03607432
2	AKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,557592	12,7595617	5,206594601	4,90702605	-0,050864
3	ALFA MENKUL KIYMET.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,8029808	9,02585032	5,206594601	4,90702605	-0,1555104
4	ALTERNATİF BANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,7428746	11,3263365	5,206594601	4,90702605	-0,2175213
5	BANKEKSPRES A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,0511422	11,5564343	5,206594601	4,90702605	-0,0134516
6	BANKKAPİTAL A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,0491351	13,0969019	5,206594601	4,90702605	-0,0883766
7	COMM.UNION SİG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,693378	10,6659308	5,206594601	4,90702605	0,04563909
8	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,9556209	12,8623841	5,206594601	4,90702605	0,13597994
9	EGEBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,871849	9,77017034	5,206594601	4,90702605	-0,2389667
10	ESBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,5644613	11,8242878	5,206594601	4,90702605	-0,3925931
11	FİNANSBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,7408732	12,3710414	5,206594601	4,90702605	-0,2801479
12	GLOBAL MEN.DEĞ.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	6,9289012	10,4026517	5,206594601	4,90702605	0,16556419
13	HAK MENKUL KIY.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,2718213	10,6961986	5,206594601	4,90702605	-0,1808842
14	İKTİSAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1,9813682	16,0924561	5,206594601	4,90702605	-0,2004185
15	İNTERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,7505277	11,6917487	5,206594601	4,90702605	0,04652282
16	İŞ YATIRIM MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,0510124	8,9496628	5,206594601	4,90702605	-0,0173841
17	KOÇBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,8907796	14,3651508	5,206594601	4,90702605	0,04762811
18	NUROL MENKUL KIY. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,543479	10,7683801	5,206594601	4,90702605	0,03128459
19	ORDU YARD.KURUMU A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,6822349	11,8416664	5,206594601	4,90702605	-0,0442809
20	PAMUKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,5624921	13,8915542	5,206594601	4,90702605	-0,1903389
21	STRATEJİ MENKUL DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,8725339	12,0168604	5,206594601	4,90702605	-0,0277993
22	ŞEKERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2,0372413	10,2141149	5,206594601	4,90702605	-0,3102915
23	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,6223436	9,14554602	5,206594601	4,90702605	-0,0638837
24	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,4891667	11,3220253	5,206594601	4,90702605	0,02495773



(EK 3: Sayfa 2/2)						
Sıra	Fon Adı	YF Ort. Get.	YF Std.Sp.	HB Ort.Get.(%)	PGE Ort.Get. (%)	Sharpe Or.
25	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,160579	9,12234	5,2065946	4,907026048	-0,224286
26	T.İŞ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,403446	7,792014	5,2065946	4,907026048	-0,103073
27	T.KALKINMA BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,649587	14,52954	5,2065946	4,907026048	-0,038336
28	TAIB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,967661	9,480626	5,2065946	4,907026048	-0,025202
29	TEB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,098418	9,288658	5,2065946	4,907026048	-0,011646
30	TEKFEN YAT.VE FİN. BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	3,878832	11,18758	5,2065946	4,907026048	-0,118682
31	TOPRAKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5,352382	10,95231	5,2065946	4,907026048	0,0133111
32	YATIRIM FİNANSMAN A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4,433749	10,12667	5,2065946	4,907026048	-0,076318
33	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ KARMA FON	1,454824	18,66892	5,2065946	4,907026048	-0,200963
34	EGE GİYİM SAN. BANK. A TİPİ KARMA FON	4,342598	9,985061	5,2065946	4,907026048	-0,086529
35	EVGİN MEN.DEĞ.A TİPİ KARMA FON	3,649252	11,17587	5,2065946	4,907026048	-0,139349
36	GEDİK MENKUL KIY.A TİPİ KARMA FON	3,69683	13,58091	5,2065946	4,907026048	-0,111168
37	İNTER YATIRIM A TİPİ KARMA FON	6,365547	10,98398	5,2065946	4,907026048	0,105513
38	İNTERBANK A TİPİ KARMA FON	5,804799	10,56628	5,2065946	4,907026048	0,0566145
39	KENTBANK A TİPİ KARMA FON	4,184422	14,1557	5,2065946	4,907026048	-0,072209
40	OSMANLI BANKASI A TİPİ KARMA FON	4,486286	7,235728	5,2065946	4,907026048	-0,099549
41	SÜMERBANK A TİPİ KARMA FON	5,083876	13,30738	5,2065946	4,907026048	-0,009222
42	T.DIŞ TİCARET BANKASI A TİPİ KARMA FON	4,105247	8,785674	5,2065946	4,907026048	-0,125357
43	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	4,673509	10,02003	5,2065946	4,907026048	-0,053202
44	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	5,395017	8,442896	5,2065946	4,907026048	0,0223173
45	TACİRLER MENKUL DEĞ. A TİPİ KARMA FON	4,938445	13,54232	5,2065946	4,907026048	-0,019801
46	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ HİS. SEN. FONU	84,13905	478,5417	5,2065946	4,907026048	0,1649437
47	İNTER YATIRIM A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	5,336603	13,19536	5,2065946	4,907026048	0,0098526
48	KOÇBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	3,428472	12,69421	5,2065946	4,907026048	-0,140074
49	T.İŞ BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	2,841791	11,6281	5,2065946	4,907026048	-0,20337
50	T.VAKIFLAR BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	4,740829	17,79652	5,2065946	4,907026048	-0,026172
51	TEKSTİL BANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	2,810041	11,63206	5,2065946	4,907026048	-0,20603
52	T.İŞ BANKASI A TİPİ İŞTİRAK FONU	3,860071	14,99492	5,2065946	4,907026048	-0,089799

## ÖZGEÇMİŞ

### **Kişisel Bilgiler:**

Adı ve Soyadı: Pınar YALÇINKAYA

Doğum Yeri: İstanbul

Doğum Yılı: 23-03-1977

Medeni Hali: Bekar

### **Eğitim Durumu:**

Lise: 1991-1995 Isparta Sağlık Meslek Lisesi

Lisans: 1998-2002 Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler  
Fakültesi İşletme Bölümü

### **Yabancı Dil ve Düzeyi:**

İngilizce – Orta Seviye

### **İş Deneyimi:**

1996-(----): Sağlık Bakanlığı'na bağlı Hemşirelik.