

T.C.  
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
PARA BANKA PROGRAMI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TÜRKİYE’DE A TİPİ YATIRIM FONLARININ ANALİZİ  
(2000 – 2008 DÖNEMİ)**

**Siwal M. ATA**

Danışman  
**Doç. Dr. İsmail MAZGİT**

2010

**YÜKSEK LİSANS**  
**TEZ/ PROJE ONAY SAYFASI**

2006801516

**Üniversite** : Dokuz Eylül Üniversitesi  
**Enstitü** : Sosyal Bilimler Enstitüsü  
**Adı ve Soyadı** : Siwal M.ATA  
**Tez Başlığı** : Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonlarının Analizi (2000-2008 Dönemi)

**Savunma Tarihi** : 13.12.2010  
**Danışmanı** : Doç.Dr.İsmail MAZGİT

**JÜRİ ÜYELERİ**

<u>Ünvanı, Adı, Soyadı</u>	<u>Üniversitesi</u>	<u>İmza</u>
Doç.Dr.İsmail MAZGİT	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Yrd.Doç.Dr.Lale ALKİNOĞLU KARAMIZRAK	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Doç.Dr.Gökтуğ Cenk AKKAYA	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	

Oybirliği   
Oy Çokluğu ( )

Siwal M.ATA tarafından hazırlanmış ve sunulmuş "Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonlarının Analizi (2000-2008 Dönemi)" başlıklı Tezi  / Projesi ( ) kabul edilmiştir.

Prof.Dr. Utku UTKULU  
Enstitü Müdürü

## **Yemin Metni**

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “ **Türkiye’de A Tipi Yatırım Fonlarının Analizi (2000-2008 Dönemi)**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

.../.../.....

Siwal M.ATA

**ÖZET**  
**YÜKSEK LİSANS TEZİ**  
**TÜRKİYE’DE A TİPİ YATIRIM FONLARININ ANALİZİ (2000-2008 DÖNEMİ)**  
**Siwal M. ATA**

**Dokuz Eylül Üniversitesi**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü**  
**İktisat Anabilim Dalı**  
**Para-Banka Programı**

Son yıllarda etkisini her alanda gösteren küreselleşme, finansal piyasalarda da gerek kurumsal açıdan gerekse de finansal ürün türleri açısından çeşitlilik sağlamıştır. Birikimlerini yatırım araçlarına yatırım yaparak değerlendirmek isteyen tasarruf sahipleri bu finansal ürün çeşitliliği karşısında bazı sıkıntılarla karşı karşıya kalabilmektedirler. Yeterli bilgi birikimine sahip olmayan tasarruf sahiplerinin eksikliğini duydukları profesyonel yaklaşım, yatırım fonlarıyla kendilerine sunulmaktadır.

Özellikle hisse senedi piyasalarına yatırım yapmak isteyen bireysel yatırımcılar açısından yatırım fonlarının sunduğu profesyonel yaklaşım daha çok önem taşımaktadır. Sabit getirili menkul kıymetlerin aksine, hisse senedi piyasalarında fiyat dalgalanmalarının yüksek olması söz konusu önemin temel gerekçesidir. Portföylerinde ağırlıklı olarak hisse senedine yer veren A tipi yatırım fonlarının, hisse senedi piyasalarındaki fiyat dalgalanmalarına bağlı olarak dalgalanan getiriler sağlaması ise bu yatırım fonları arasında seçim yapılmasını kritik bir karar haline getirmektedir.

Çalışmamızın temel amacı bu kritik kararın verilmesinde kullanılabilecek performans analizlerini ele almak ve Türkiye’de 2000-2008 döneminde A tipi yatırım fonlarının performanslarını analiz ederek, yatırımcıların doğru seçim

**yapmalarına yardımcı olmaktır. Bu yolla yatırım fonları arasındaki rekabetin arttırılabileceğini ve fon yöneticilerinin rasyonel karar veren yatırımcıları dikkate alarak en iyi performansı elde etmeye çalışacaklarını düşünmekteyiz.**

**Anahtar kelimeler:** A Tipi Yatırım Fonları, Performans Ölçümü.

**ABSTRACT**

**Master Thesis**

**Analaysis Of A Type Mutual Funds In Turkey (Term Of 2000-2008)**

**Siwal M. ATA**

**Dokuz Eylül University  
Institute of Social Sciences  
Department of Economics  
Money and Bank Program**

**Globalization which shows itself on every field in recent years has provided diversity in financial markets about corporate and financial product variety. Savings owners who wants to evaluate their saving on investment products may encounter some difficulties as there are many financial product diversity. Professional approach about which savings owners who don't know enough knowledge, need is presented with mutual funds to them.**

**Especially for individual investors who want to invest in stock markets, professional approach gains more importance. On the contrary of fixed income securities, being price fluctuating in stock markets high forms the fundamental reason of this importance. As mutual funds which contain mostly stocks in their portfolios gain profit depending on price fluctuating in stock markets, the choice to be made among these funds makes it critical decision.**

**The fundamental goal of our study is to examine the performance analysis' that can be used on this critical decision and to help investors making correct choices analyzing performance of the mutual funds in Turkey in the years between 2000-2008. This way, we think the competition among mutual funds can be**

**increased and managers of funds are going to work hard to get the best performance considering investors making rational decisions.**

**Keywords:** A Type Mutual Funds, Performance Measuring.

**TÜRKİYE'DE A TİPİ YATIRIM FONLARININ ANALİZİ**  
**(2000-2008 DÖNEMİ)**

<b>TEZ ONAY SAYFASI.....</b>	<b>ii</b>
<b>YEMİN METNİ.....</b>	<b>iii</b>
<b>ÖZET.....</b>	<b>iv</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>vi</b>
<b>İÇİNDEKİLER.....</b>	<b>viii</b>
<b>KISALTMALAR.....</b>	<b>xiv</b>
<b>TABLolar LİSTESİ.....</b>	<b>xv</b>
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ.....</b>	<b>xvi</b>
<b>GİRİŞ.....</b>	<b>1</b>

**BİRİNCİ BÖLÜM**  
**GENEL OLARAK YATIRIM FONLARI**

<b>1.1 YATIRIM FONLARININ ÖNEMİ.....</b>	<b>3</b>
<b>1.2 YATIRIM FONLARININ GELİŞİMİ.....</b>	<b>8</b>
<b>1.3 AVRUPA BİRLİĞİ (AB) DÜZENLEMELERİ İLE TÜRKİYE</b>	
<b>    UYGULAMALARININ KARŞILAŞTIRILMASI.....</b>	<b>14</b>
<b>1.4 DÜNYADA YATIRIM FONU TÜRLERİ.....</b>	<b>16</b>
<b>    1.4.1 Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları.....</b>	<b>17</b>
<b>        1.4.1.1 Büyüme Fonları.....</b>	<b>18</b>
<b>        1.4.1.2 Hızlı Büyüme Fonları.....</b>	<b>18</b>
<b>        1.4.1.3 Büyüme ve Gelir Fonları.....</b>	<b>18</b>
<b>    1.4.2 Portföy Yapılarına Göre Fonlar.....</b>	<b>19</b>
<b>        1.4.2.1 Hisse Senedi Fonları.....</b>	<b>19</b>
<b>        1.4.2.2 Tahvil Fonları.....</b>	<b>21</b>



1.4.2.3 Para Piyasası Fonları .....	23
1.4.2.4 Denge Fonlar .....	24
1.4.2.5 Karma Fonlar .....	24
1.4.2.6 Esnek Portföy Fonları .....	25
1.4.2.7 Kıymetli Maden/Altın Fonları .....	25
1.4.2.8 Uzmanlaşmış Fonlar .....	25
1.4.2.9 Çift Amaçlı Fonlar .....	26
1.4.3 Kâr Dağıtım Dağıtmamalarına Göre Fonlar .....	26
1.4.3.1 Kâr Dağıtmayan Fonlar .....	26
1.4.3.2 Kâr Dağıtan Fonlar .....	26
1.4.4 Yönetime Verilen Yetki Bakımından Fonlar .....	27
1.4.4.1 Yönetim Fonları .....	27
1.4.4.2 Birim Fonlar .....	27
1.4.5 Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları .....	27
1.4.5.1 Açık Uçlu Yatırım Fonları .....	28
1.4.5.2 Kapalı Uçlu Yatırım Fonları .....	29
1.4.5.3 Yarı Açık Uçlu Yatırım Fonları .....	31
1.5 YATIRIM FONLARININ AVANTAJLARI .....	32
1.5.1 Yatırım Fonlarının Kurucu Açısından Avantajları .....	32
1.5.2 Yatırım Fonlarının Ekonomi Açısından Avantajları .....	33
1.5.3 Yatırım Fonlarının Tasarruf Sahipleri Açısından Avantajları .....	35
1.6 YATIRIM FONLARININ YÖNETİM İLKELERİ .....	38
1.6.1 Riskin Dağıtılması İlkesi .....	39
1.6.2 Uzman Yönetim .....	39
1.6.3 Menkul Kıymet Portföyü İşletmek .....	40
1.6.4 İnançlı Mülkiyet İlkesi .....	40
1.6.5 Mal Varlığının Korunması İlkesi .....	41

**İKİNCİ BÖLÜM**  
**TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI**

<b>2.1 YATIRIM FONLARININ MEVZUATIMIZDAKİ GELİŞİMİ .....</b>	<b>42</b>
<b>2.2 MEVZUATTA YATIRIM FONLARININ TANIMI .....</b>	<b>45</b>
<b>2.3 YATIRIM FONLARININ İÇERİĞİNİ OLUŞTURAN VARLIKLAR .....</b>	<b>45</b>
<b>2.4 YATIRIM FONLARINDA TARAFLAR .....</b>	<b>46</b>
2.4.1 Kurucu.....	47
2.4.2 Yönetici .....	50
2.4.3 Yed-i Emin (Saklayıcı).....	51
2.4.4 Tasarruf Sahipleri .....	53
<b>2.5 TÜRKİYE'DE FON TİPLERİ VE TÜRLERİ .....</b>	<b>53</b>
<b>2.6 YATIRIM FONLARININ KURULUŞU .....</b>	<b>60</b>
2.6.1 Fon Kurucuları .....	60
2.6.2 Fon Kurma Yöntemleri .....	62
2.6.2.1 Nakit yöntemi (Katılma Belgelerinin Önceden Satılması) .....	62
2.6.2.2 Tahsis yöntemi (Güvenilir Kişinin Avansı) .....	63
2.6.3 Fonun Kuruluşu .....	63
2.6.4 Fon Kurma Limiti .....	67
2.6.5 Katılma Belgeleri .....	68
2.6.5.1 Katılma Belgesi Fiyatlarının Hesaplanması .....	71
<b>2.7 FON PORTFÖYÜNÜN YÖNETİMİ .....</b>	<b>73</b>
2.7.1 Fon Portföy Yönetim İlkeleri .....	73
2.7.2 Fon Portföy Sınırlamaları .....	74
2.7.3 Portföy Değerleme Esasları .....	77
<b>2.8 SONA ERME, TASFİYE VE BİRLEŞTİRME .....</b>	<b>79</b>
<b>2.9 BİLGİ KAYNAKLARI ( KAMUYU AYDINLATMA) .....</b>	<b>81</b>
2.9.1 İçtüzük .....	81

2.9.2 İzahname .....	81
2.9.3 Sirküler .....	81
2.9.4 Fonun Finansal Tabloları .....	82
2.9.5 Aylık Raporlar .....	82
2.9.6 Günlük Gazete ve Periyodik Dergiler .....	82

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### A TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

3.1 PERFORMANS ÖLÇÜMÜNÜN GEREKLİLİĞİ .....	83
3.2 PORTFÖY GETİRİSİNİN ÖLÇÜLMESİ .....	84
3.3 PORTFÖY RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ .....	87
3.3.1 Standart Sapma .....	90
3.3.2 Beta Katsayısı .....	91
3.3.3 Aşağı Yönde Sapma .....	91
3.3.4 Sistematik Risk .....	92
3.3.5 Sistematik Olmayan Risk .....	95
3.4 PERFORMANS ÖLÇÜM YÖNTEMLERİ .....	97
3.4.1 Treynor Performans Ölçütü .....	98
3.4.2 Sharpe Performans Ölçütü .....	106
3.4.3 Jensen Performans Ölçütü .....	110
3.4.4 $M^2$ Performans Ölçütü .....	112
3.4.5 $T^2$ Performans Ölçütü .....	115
3.4.6 Sortino Performans Ölçütü .....	116
3.5 PİYASA ZAMANLAMASI MODELLERİ .....	117
3.5.1 Fama Yaklaşımı .....	118
3.5.2 Treynor ve Mazuy Kuadratik Regresyon Modeli .....	119
3.5.3 Henriksson ve Merton Kukla Değişkenli Regresyon Modeli .....	120

3.5.4 Değerleme Oranı .....	121
<b>3.6 A TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLEME</b>	
<b>UYGULAMASI .....</b>	<b>122</b>
3.6.1 Uygulamanın Amacı .....	122
3.6.2 Uygulamanın Kapsamı ve Dönemi .....	123
3.6.3 Analiz Yöntemleri .....	125
3.6.4 Uygulamada Kullanılan Veriler ve Hesaplanış Biçimleri .....	126
3.6.4.1 A Tipi Yatırım Fonlarının Aylık Getirileri .....	126
3.6.4.2 Risksiz Getiri .....	127
3.6.4.3 Piyasa Gösterge Endeksi .....	127
3.6.4.4 Standart Sapma .....	127
<b>3.7 A TİPİ YATIRIM FONLARININ GETİRİ DEĞERLERİ VE İMKB İLE</b>	
<b>KARŞILAŞTIRILMASI .....</b>	<b>128</b>
3.7.1 A Tipi Değişken Fonların Getirileri ve Yayılma Katsayıları .....	129
3.7.2 A Tipi Hisse Senedi Fonların Getirileri ve Yayılma Katsayıları .....	133
3.7.3 A Tipi Karma Fonların Getirileri ve Yayılma Katsayıları .....	134
<b>3.8 TÜRKİYE'DE A TİPİ YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN PERFORMANS</b>	
<b>SONUÇLARI .....</b>	<b>137</b>
3.8.1 Sharpe Ölçütüne Göre Performans Sonuçları .....	137
3.8.1.1 A Tipi Değişken Fonların Sharpe Ölçütüne Göre Performansları .....	137
3.8.1.2 A Tipi Karma Fonların Sharpe Ölçütüne Göre Performansları .....	138
3.8.1.3 A Tipi Hisse Senedi Fonlarının Sharpe Ölçütüne Göre	
Performansları .....	139
3.8.2 Treynor Ölçütüne Göre Performans Sonuçları .....	140
3.8.2.1 A Tipi Değişken Fonların Treynor Ölçütüne Göre Performansları .....	140
3.8.2.2 A Tipi Karma Fonların Treynor Ölçütüne Göre Performansları .....	142
3.8.2.3 A Tipi Hisse Senedi Fonlarının Treynor Ölçütüne Göre	
Performansları .....	143
3.8.3 Sharpe ve Treynor Ölçütlerinin karşılaştırılması .....	143
3.8.3.1 A Tipi Değişken Fonların Sharpe ve Treynor Oranları .....	144

3.8.3.2 Tipi Karma Fonların Sharpe ve Treynor Oranları .....	146
3.8.3.3 A Tipi Hisse Senedi Fonların Sharpe ve Treynor Oranları .....	148
3.8.4 Jensen Ölçütüne Göre Performans Sonuçları .....	149
3.8.4.1 A Tipi Değişken Fonların Jensen Ölçütüne göre Performansları .....	149
3.8.4.2 A Tipi Hisse Senedi Fonların Jensen Ölçütüne göre Performansları ....	152
3.8.4.3 A Tipi Karma Fonların Jensen Ölçütüne göre Performansları .....	154
3.8.5 Treynor ve Mazuy Kuadratik Regredyonuna Göre Performans Sonuçları .....	156
3.8.5.1. A Tipi Değişken Fonların Treynor-Mazuy Modeline Göre Performansları .....	156
3.8.5.2 A Tipi Hisse Senedi Fonların Treynor-Mazuy Modeline Göre Performansları .....	158
3.8.5.3 A Tipi Karma Fonların Treynor-Mazuy Modeline Göre Performansları .....	159
3.9 A TİPİ YATIRIM FONLARININ DEVAMLILIK ANALİZLERİ .....	160
3.9.1 Değişken Fonların Devamlılık Analizi .....	160
3.9.2 Hisse Senedi Fonlarının Devamlılık Analizi .....	163
3.9.3 Karma Fonların Devamlılık Analizi .....	165
SONUÇ .....	168
KAYNAKÇA .....	176

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>FVFM</b>	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
<b>HM</b>	Henricksson-Merton
<b>ICI</b>	Investment Company Institute (Yatırım Sirketleri Enstitüsü)
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KYD</b>	Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TKYD</b>	Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
<b>TM</b>	Treynor-Mazuy
<b>TSPAKB</b>	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
<b>TTSG</b>	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi

## TABLO LİSTESİ

<b>Tablo 1: Dünyada Yatırım Fonlarının Sayısı .....</b>	<b>10</b>
<b>Tablo 2: Dünyada Yatırım Fonlarının Menkul Kıymet Değerleri (milyon\$) .....</b>	<b>10</b>
<b>Tablo 3: ABD'deki Yatırım Kuruluşlarının Menkul Kıymet Değerleri (Milyar \$) .....</b>	<b>11</b>
<b>Tablo 4: ABD'de Yatırım Kuruluşlarının Sayıları .....</b>	<b>12</b>
<b>Tablo 5: ABD'deki Yatırım Fonlarının Tür Bazında Sayıları .....</b>	<b>12</b>
<b>Tablo 6: Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonu Değerleri .....</b>	<b>13</b>
<b>Tablo 7: Kapalı ve Açık Uçlu Fonlar .....</b>	<b>31</b>
<b>Tablo 8: Fon Performans Kriterleri Karşılaştırması .....</b>	<b>125</b>
<b>Tablo 9: A Tipi Değişken Fonların Ortalama Getiri ve Yayılma Katsayısı Değerleri</b>	<b>129</b>
<b>Tablo 10: A Tipi Hisse Senedi Fonların Ortalama Getiri ve Yayılma Katsayısı Değerleri.....</b>	<b>133</b>
<b>Tablo 11: A Tipi Karma Fonların Ortalama Getiri ve Yayılma Katsayısı Değerleri .</b>	<b>135</b>
<b>Tablo 12: A Tipi Değişken Fonların Sharpe Değerleri.....</b>	<b>138</b>
<b>Tablo 13: A Tipi Karma Fonların Sharpe Değerleri .....</b>	<b>139</b>
<b>Tablo 14: A Tipi Hisse Senedi Fonların Sharpe Değerleri.....</b>	<b>139</b>
<b>Tablo 15: A Tipi Değişken Fonların Treynor Oranları.....</b>	<b>140</b>
<b>Tablo 16: A Tipi Karma Fonların Treynor Oranları .....</b>	<b>142</b>
<b>Tablo 17: A Tipi Hisse Senedi Fonların Treynor Oranları.....</b>	<b>143</b>
<b>Tablo 18: A Tipi Değişken Fonların Jensen Alfası .....</b>	<b>149</b>
<b>Tablo 19: A Tipi Hisse Senedi Fonlarının Jensen Alfası Değerleri .....</b>	<b>153</b>
<b>Tablo 20: A Tipi Karma Fonların Jenden Alfası Değerleri .....</b>	<b>154</b>
<b>Tablo 21 A Tipi Değişken Fonların Zamanlama Kabiliyetleri Değerleri .....</b>	<b>156</b>
<b>Tablo 22: A Tipi Değişken Fonların Seçicilik (Alfa) Seçicilik Değerleri.....</b>	<b>157</b>
<b>Tablo 23: A Tipi Hisse Senedi Fonlarının Zamanlama Değerleri .....</b>	<b>158</b>
<b>Tablo 24: A Tipi Hisse Senedi Fonlarının (Alfa Seçicilik) Değerleri .....</b>	<b>158</b>
<b>Tablo 25: A Tipi Karma Fonların Zamanlama Değerleri.....</b>	<b>159</b>
<b>Tablo 26: A Tipi Karma Fonların (Alfa) Seçicilik Değerleri .....</b>	<b>159</b>

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Grafik 1:Dünyada Yatırım Fonu Varlıkları.....	11
Şekil 2: Belli Başlı Fon Türlerinin Risk Ve Getiri Sıralaması .....	17
Şekil 3: Hisse Senedi Sayısı ve Portföy Riski İlişkisi .....	89
Şekil 4: Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu .....	101
Şekil 5: Menkul Kıymet Karakteristik Doğrusu .....	103
Şekil 6: Treynor Oranı .....	105
Şekil 7: Sharpe Oranı .....	108
Şekil 8: Jensen Oranı .....	111
Şekil 9: $M^2$ Performans Ölçütü .....	114
Grafik 10: A Tipi Değişken Fonlar ile İMKB 100 Endeksi Yayılma katsayıları Grafikleri (2000-2008 Yılları Arası) .....	130
Grafik 11: A Tipi Hisse Senedi Fonlar ile İMKB 100 Endeksi Yayılma katsayıları Grafikleri (2000-2008 Yılları Arası) .....	134
Grafik 12: A Tipi Karma Fonlar ile İMKB 100 Endeksi Yayılma katsayıları Grafikleri (2000-2008 Yılları Arası) .....	136
Grafik 13: A Tipi Değişken Fonların Sharpe ve Treynor Oranları Grafikleri.....	144
Grafik 14: A Tipi Karma Fonların Sharpe ve Treynor Oranlarının Karşılaştırılması .....	147
Grafik 15: A Tipi Hisse Senedi Fonların Sharpe ve Treynor Oranlarının Karşılaştırılması .....	148
Grafik 16: A Tipi Değişken Fonların Jensen Ölçütüne göre Performans Grafikleri .	150
Grafik 17: A Tipi Hisse Senedi Fonların Jensen Ölçütüne göre Performans Grafikleri .....	153
Grafik 18: A Tipi Karma Fonların Jensen Ölçütüne göre Performans Grafikleri ....	155



## GİRİŞ

Sermaye piyasasının gelişmesi, kaynakların verimli alanlara yönlendirilmesi, yatırımların artması, ekonomik büyümenin hızlanması ve gelir dağılımının daha dengeli hale gelmesi için önemli bir yer tutmaktadır. Bunların gerçekleşmesi için fon kaynak çeşitliliği ve hacminin artması dolayısıyla, finansman maliyetlerinin düşürülmesine katkı sağlaması gerekir.

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren ve çeşitli yatırım araçlarından oluşabilen karma bir fon olan yatırım fonları, katılma belgeleri karşılığı küçük birikimlere sahip tasarruf sahiplerinin tasarruflarını çeşitlendirilmiş portföye katarak yöneten kurumlardır. Yatırımcıya tercih ettiği getiri-risk düzeyinde alternatif sunma imkanı sağlayan, portföy büyüklüğü sayesinde ölçek ekonomilerinden yararlanabilen bir yatırım aracıdır.

Yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi işlemi, yatırımcılar ve yöneticiler açısından büyük öneme sahiptir. Performans değerlendirmesi yatırım fonlarının başarı derecelendirmesine tabi tutulması olarak algılanmamalıdır. Değerlendirmede temel olan hususlar arasında fonun performansına etki eden unsurlar, piyasa zamanlamasına bağlı olarak kazanılan fazla getiri ve hisse senedi seçiminin uygun şekilde yapılması sayılabilir.

Birinci bölümde; yatırım fonlarının avantajlarına ve yönetim ilkelerine yer verilmektedir. Ayrıca dünyada genel kabul görmüş yatırım fonu türleri sayılmakta ve yatırım fonları uygulamaları bakımından ülkemiz mevzuatı ile Avrupa Birliği düzenlemeleri esas itibarıyla karşılaştırılmaktadır.

İkinci bölümde; yatırım fonlarının ülkemizdeki tarihçesine değinilmektedir. Yatırım fonlarının yatırım yapabileceği varlıklar sayılmaktadır. Kuruluşuna ve kuruluşan sonrasına ilişkin uyulması gereken temel esaslardan bahsedilmektedir.

Türkiye 'de faaliyet gösteren fon türleri ve tipleri anlatılmakta, son olarak da kamuyu aydınlatma araçları açıklanmaktadır.

Üçüncü bölümde ise performans ölçüm yöntemleri ve piyasa zamanlaması modelleri teorik olarak açıklanmakta ve uygulama kısmında inceleme dönemine ait Kesiksiz veriye sahip A tipi değişken yatırım fonu, hisse senedi yatırım fonu ve A tipi karma yatırım fonlarından oluşan toplam 24 adet A tipi yatırım fonun Sharpe, Treynor ve Jensen ölçütlerine göre ve portföy yöneticisinin seçicilik ve zamanlama kabiliyetlerini ölçen Treynor-Mazuy kuadratik regresyon modeline göre performansları ölçülmektedir ve devamlılıkları sınanmaktadır.

Sonuç kısmında ise çalışma ve uygulama değerlendirilerek, A tipi yatırım fonlarının performansı uygulamasında elde edilen veriler tür bazında yorumlanmıştır.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **GENEL OLARAK YATIRIM FONLARI**

#### **1.1 YATIRIM FONLARININ ÖNEMİ**

Portföy oluşturmanın esas amacı, riskin dağıtılmasıdır. Geleneksel portföy yaklaşımı 1950'li yıllara kadar finansal varlıklar arasındaki ilişkileri gözetmeden basit çeşitlendirmeye dayanan yani portföyde yer alan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişki göz önünde bulundurulmadan, sadece portföydeki menkul kıymetlerin sayıları artırılarak risk faktörünün azaltılabileceğini savunan bir yaklaşımdı. Geleneksel yaklaşımın ana prensibi, portföyü oluşturan menkul kıymetlerin getirileri aynı yönde hareket etmeyeceğinden, portföyün riski tek bir menkul kıymetin riskinden küçük olacağı şeklindedir.

Geleneksel portföy yaklaşımı, modern portföy yönteminin kurucusu olan Markowitz'in geliştirdiği teoriyle beraber geçerliliğini yitirmiştir. Markowitz, portföyde yer alan menkul kıymetler arasındaki ilişkinin yönünün ve derecesinin riskin azaltılmasında etkili olduğunu savunmuştur. Portföyün riskini portföyü oluşturan finansal varlıkların toplam riskinden daha düşük seviyeye indirmek ve belirli koşullar altında portföyün sistematik olmayan riskini sıfıra düşürmek mümkündür.

Dünyada ve Türkiye'de farklı türlerle ve kurallarla faaliyet gösteren yatırım fonları, sundukları profesyonel yönetim, çeşitlendirme ve riskin dağıtılması gibi avantajların yanı sıra, ölçek ekonomilerden yararlanmaları<sup>1</sup> ve likidite sağlama özelliklerinden dolayı, bireysel yatırımcıların tasarruflarını rasyonel şekilde değerlendirmelerine imkân sunar.

Mali piyasalarda fon açığı olan kesimlere bireysel ve kurumsal yatırımcılar kaynak aktarmaktadırlar. Bireysel yatırımcılar kendi imkânlarıyla yatırım yapan hane

---

<sup>1</sup> Yönetilen fonların büyüklüğü arttıkça birim başına bilgi ve işlem maliyetleri azalmaktadır.

halkından oluşurken, kurumsal yatırımcılar; sosyal güvenlik kuruluşları, sigorta şirketleri, özel emeklilik kurumları ve kolektif yatırım kuruluşları (yatırım fonları ve ortaklıkları) gibi kurumlardan oluşmaktadır.<sup>2</sup> Türkiye'de bu tür kuruluşların finansal piyasalardaki faaliyetleri 2499 sayılı sermaye piyasası kanununun yürürlüğe girmesiyle etkinlik kazanmıştır.

Ekonomik kalkınmada piyasadaki tasarruf stokunun büyüklüğü son derece önemlidir. Gelişmekte olan ülkelerde gelir düzeyinin düşük olması tasarrufların kısıtlı olmasına neden olmaktadır. Yatırım fonları aracılığıyla küçük tasarruflar etkin yatırımlara yönlendirilerek ekonomik gelişmeye katkıda bulunulur. Tasarrufları bir havuzda toplayarak uzman portföy yöneticileri ile bu birikimleri sermaye piyasası araçlarına yatırarak para ve sermaye piyasasına organize bir şekilde toplu fon olarak kanalize eden yatırım kurumları olduklarından küçük tasarruf sahibinin birikimlerini sermaye piyasasına kazandırılmasında ve sermaye piyasalarının gelişmesinde, derinlik kazanmasında, tasarrufların ülke ekonomisine aktarılmasında önemli bir paya sahiptirler.<sup>3</sup>

Belirlenen yatırım stratejisi ile profesyonel portföy yönetimi yaptıkları için daha akılcı ve etkin yatırım yapma imkânına sahiptirler. Ayrıca kurumsal düzenlemeleri içeren, yasal yapı ve yönetim sistemi ile yatırımcılar koruma altındadır.<sup>4</sup>

Piyasalarda çeşitli yatırım ürünleri arasından kişinin ihtiyaçlarına cevap verecek en uygun yatırım türünün saptanması, yatırım yaptıktan sonra ekonomik gelişmelerin takip edilmesi, gerektiğinde farklı enstrümanlara geçilmesi, portföydeki kıymet vadelerinin, hisse senetleri seyrinin takibi zaman ve bilgi gerektirir. Bireysel yatırımcılar genellikle bilgi, deneyim, analiz yeteneği ve donanımına yeterli düzeyde

---

<sup>2</sup> Saim Kılıç, **Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İMKB Yayınları, Ankara, 2002, s. 3.

<sup>3</sup> Veli Akel, "Portföy Performansının Devamlılığının Analizi: Türkiye'deki Yatırım Fonları Örneği", (Doktora Tezi), Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Kayseri, Haziran 2006, s. 1.

<sup>4</sup> Esra Ada, "Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal Yönetim Sistemleri", T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, **Yeterlilik Etüdü**, Ankara, Ekim-2002, s. 3.

sahip değildirler. Bu nedenle, profesyonel yöneticilerin yönetimindeki yatırım fonları, yatırımcıları tüm bu zorluklardan kurtaran en uygun yatırım araçlarından biridir.

Finansal kurumlar yatırımcılara kendi çıkardığı finansal varlıkları (yükümlülük) satan ve bu şekilde oluşturduğu fon havuzundan tasarruf açığı olan birimlerin çıkardığı finansal varlıklara yatırım yapan kuruluşlardır.<sup>5</sup>

Küresel, siyasi ve ekonomik olaylardan etkilenecek dalgalanan piyasalarda, yatırım araçlarından biri değer kaybederken diğeri değer kazanabilir dolayısıyla çeşitlenmiş yatırım fonu portföyü yatırımcılara profesyonel yönetim hizmeti vererek yüksek getiri sağlayan yatırım araçlarıdır.<sup>6</sup>

Yatırım fonları gelişmiş ülkelerde 1920'li yıllardan itibaren kullanılan önemli yatırım araçlarından biridir. Türkiye'de sermaye piyasasına 1987 yılında giren yatırım fonları, vadesiz olmaları, yatırımcısına sunduğu riski dağıtma, profesyonel yönetim ve likidite kolaylığı gibi imkânlar sayesinde geçen süre içerisinde hızlı bir gelişim göstermiştir.

Yatırım fonu, menkul kıymetler ile diğeri sermaye piyasası araçlarından oluşan bir portföydür. Bu portföy katılma belgesi şeklinde paylara bölünerek yatırımcılara satılmaktadır.<sup>7</sup> Yatırımcıların katılma belgesi olarak vermiş oldukları paralarla fona hisse senedi, hazine bonusu gibi menkul kıymetler alınır. Alınan menkul kıymetlerden kâr payı, faiz, değer artışı gibi gelirler sağlanır.<sup>8</sup> Portföyün değerinde meydana gelen artışın katılma belgelerinin fiyatlarına yansıtılması yoluyla

---

<sup>5</sup> Teymur Naghiyev, "Menkul Kıymet Yatırım Fonlarından Oluşan Optimal Portföy Seçimi ve Riske Maruz Değer Yöntemiyle Portföy Riskinin Belirlenmesi", (Yüksek Lisans Tezi), Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İstanbul, 2008, s. 4.

<sup>6</sup> Bayram Kont, "Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, No:16, Ocak-Şubat 2001, s. 1. [www.makalem.com](http://www.makalem.com), (12.10.2009),

<sup>7</sup> Esra Güngör, "Yatırım Fonları ve Türkiye'de Yatırım Fonlarının Portföy Yapısında Hisse Senedi Oranını Etkileyen Faktörlerin Araştırılması", (Yüksek Lisans Tezi), Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2006, s. 2.

<sup>8</sup> Investment Company Institute, "A Guide to Understanding Mutual Funds", [www.ici.org](http://www.ici.org), (4.12.2009), s. 3.

belge sahipleri gelir elde etmektedir. Katılma belgesi sahipleri fon katılma belgelerini istedikleri zaman fon kurucusuna geri satabilmektedir.

Yatırım fonu kurucusu, sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü katılma belgesi sahipleri adına fon içtüzüğü sözleşmesi çerçevesinde işletmektedir. Fonun mal varlığı, kurucunun mal varlığından ayrıdır.<sup>9</sup>

Yatırım fonları küçük miktarlarda birikimlere sahip tasarruf sahipleri tarafından tercih edilmektedir. Çünkü böylece küçük tasarruf sahipleri de büyük mali kurumlara ve zengin yatırımcılara sunulan profesyonel yönetim hizmetinden yararlanmaktadırlar.<sup>10</sup>

Yatırım fonları, çeşitli menkul kıymetlerden oluşan portföyü güvenilir el sıfatıyla işleten kuruluşlardır. Tüzel kişiliği olmayıp inançlı mülkiyet esasına göre kurulmakta ve işletilmektedirler, halktan toplanan paralarla alınan menkul kıymetlerden oluşan bir mal varlığıdır. İnançlı mülkiyet esasında tasarruf sahipleri, birikimlerini, satın aldıkları katılma belgesi karşılığında fon kurucusunun yönetimine devreder.<sup>11</sup>

Bireysel yatırımcı açısından hisse senetleri arasından sağlıklı seçim yapabilmesi, uygun yatırım zamanlaması yapabilmesi kolay değildir, uzmanlık gerektirir, bu durumda A tipi yatırım fonlarının tercih edilmesi daha uygun olacaktır. Tahvil ve bonolar da piyasa gelişmelerine bağlı olarak değer kazanır ya da kaybederler. Bu nedenle özellikle vade tercihi, alım zamanlaması çok önemlidir ve özel uzmanlık gerektirir, dolayısıyla B tipi yatırım fonları tercih edilmesi daha uygun olacaktır. Öte yandan, belli tutarı aşan tahvil ve bono gelirleri vergi beyanına tabi iken B tipi fon gelirleri beyan kapsamı dışındadır. Ayrıca, bono ve tahvilin vadeden önce paraya çevrilmesi mümkün olmakla birlikte alım / satım fiyat farkı ve benzeri

---

<sup>9</sup>Hüseyin Dağlar, **Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Ankara, 2007, s .24.

<sup>10</sup> Kont, s .4.

<sup>11</sup>Bülent Özütürk, “Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi”, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, **Araştırma Raporu**, Ankara, Mayıs 2002, s. 3.

nedenlerle yatırımcı için dezavantaj oluşturabilecektir. Oysa yatırım fonu yatırımcısı payını dilediği zaman kolayca nakde çevirebilir.<sup>12</sup>

Yatırım fonları belli amaçla kurulup profesyonel portföy yöneticileri tarafından yönetilen, bünyesinde değişik menkul kıymetleri barındıran, günlük olarak alınıp satılabilme ve fiyatlandırılabilme özelliklerine sahip olan yatırım araçlarıdır.<sup>13</sup>

Yatırım fonları tasarruf sahibine işlemiş getirisiyle birlikte kolayca ve hızlı bir şekilde nakde çevrilebilme olanağı sağlarken, küçük tasarruflarla temin edilemeyecek kazanç potansiyeli çok sayıda menkul kıymetlere yatırım yapılarak sağlanmış olur.<sup>14</sup>

Yatırım fonlarının önemini özetlersek, aşağıdaki gibi sıralanabilir,<sup>15</sup>

- Yatırım fonları, piyasalarda kolektif yatırım kuruluşları olarak, “Kurumsal Yatırımcı” kimliği ile faaliyette bulunmaktadır. Yatırım fonları ülkemizde “Kurumsal Yatırımcılar Derneği” çatısı altında toplanmışlardır. Kurumsal yatırımcılar, özel emeklilik fonları, hayat sigorta şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, menkul kıymet yatırım ortaklık ve yatırım fonlarından oluşmaktadır.
- Küçük yatırımcıların tasarruflarını toplayarak, kabul edilebilir risk, getiri maksimizasyonu ve vade uyumu amaçlarına yönelik olarak uzmanlaşmış finansal kurumlardır.

---

<sup>12</sup>Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD), **Yatırım Fonları Kılavuzu**, [http://www.kyd.org.tr/T/yatirim\\_fonlari\\_k.aspx](http://www.kyd.org.tr/T/yatirim_fonlari_k.aspx), (10.11.2009).

<sup>13</sup> Eray Özdemir, “Borsa Yatırım Fonları ve Borsa Yatırım Fonlarının Performanslarının Ölçülmesi Üzerine Bir Uygulama”, (Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 2007 ,s. 3.

<sup>14</sup> Seda Güçlü, “Yatırım Fonlarının Performansının Ölçülmesi ve Bir Uygulama”, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü İşletme Mühendisliği Anabilim Dalı, Haziran 2007, s. 9.

<sup>15</sup> Emine Eda Şahin, “Yatırım Fonlarının Performans Ölçümü ve 2005-2008 Döneminde Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performans Değerlemelerine Yönelik Bir Uygulama”, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2008, s. 14.

- Yatırımcı yatırım tercihlerini orta ve uzun vade mantığından hareket ederek oluşturduğunda kaynakların verimli alanlara yönelmesinde öncü rol üstlenerek ekonomiye fon akışı sağlamaktadır.
- Yatırım fonları, sermayenin tabana yayılmasına katkıda bulunmaktadır. Büyük ölçekli projelerin finansmanını kolaylaştırmak amacıyla tasarruf birikimi ve risk dağıtım sistemi oluşturularak mülkiyetin tabana yayılması sağlanmaktadır.
- Yatırım fonları, farklı sektörler hatta ülkeler arasında fon transferlerinin sağlanması ile kaynakların etkin dağılımını gerçekleştirmektedir.
- Kolektif yatırım kurumları olan yatırım fonlarıyla çok sayıda küçük tasarruf sahibi yatırım olanağı elde eder, herkese hitap edebilecek çeşitlilikte fon türü, uzman eliyle portföy oluşturma ve yönetme, portföy hizmetlerini tek elden yürütme ve maksimum getiri ile minimum risk arasında en uygun dengeyi kurarlar.

## 1.2 YATIRIM FONLARININ GELİŞİMİ

Dünya'da menkul kıymet yatırım fonları oldukça uzun bir geçmişe sahiptir. Yatırım fonları 1920'li yıllarda ABD'de popüler olmaya başladı. 1930'lardan beri özellikle açık uçlu fonlar rağbet görmektedir.<sup>16</sup>

Önceleri kapalı uçlu kurulan fonlar, 1920'li yıllarda açık uçlu olarak kurulmaya başlanmıştır ve sayıları artmıştır. İlk açık uçlu fon 1924 yılında ABD'nin Boston şehrinde *Massachusetts Investors Trust* adıyla kurulmuştur.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> Mutual Funds Resource Center, <http://www.mutualfundsresource.com/history/> (4.01.2010)

<sup>17</sup> Bekir Emre Haykır, "Yatırım Fonlarında Çıkar Çatışmaları Kurucunun Hukuki Sorumluluğu Düzenleme Önerileri", Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, **Yeterlilik Etüdü**, İstanbul, Kasım-2005, s. 3.



Avrupa'da ise ilk yatırım fonu 1930 yılında İngiltere'de kurulmuştur. İngiltere'deki ilk menkul kıymet yatırım fonu 1934 yılında *Foreign Government Bond Trust* adıyla kurulmuştur. Bunu 1938 yılında İsviçreli, 1950 yılında Alman, 1957 yılında Fransız yatırım fonları izlemiştir.<sup>18</sup>

Yatırım fonları İngiltere'de "Unit Trust", ABD'de "Mutual Fund", Fransa'da "Fonds Commun de Placement", İsviçre'de "Anlagefonds" ve Almanya'da "Investment Fond " olarak adlandırılır. Türkiye'de yatırım fonları sözleşme esasına göre açık uçlu kurulmaktadır.

Dünya sermaye piyasalarında, yatırım ortaklıkları ile birlikte "Kolektif Yatırım Kurumları (KYK)" olarak adlandırılan yatırım fonları, 4 farklı şekilde karşımıza çıkmaktadır;<sup>19</sup>

- Sözleşmeye dayalı Kolektif Yatırım Kuruluşları (Türkiye'deki yatırım fonu uygulaması),
- Trust hukukuna göre kurulan Kolektif Yatırım Kuruluşları (Türkiye'de örneği bulunmayan daha çok Anglo-Sakson ülkelerindeki unit trust'lar gibi. Literatürde unit trust ifadesi daha çok açık uçlu fonları ifade ederken, yaygın bir şekilde yatırım şirketleri olarak adlandırılan investment trust ise daha çok kapalı uçlu yatırım fonlarını belirtmektedir.
- Şirket tipi açık uçlu veya değişken sermayeli Kolektif Yatırım Kuruluşları (Türkiye'de uygulaması olmayan, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları ve ABD'deki mutual fund'lar),
- Şirket tipi kapalı uçlu veya sabit sermayeli Kolektif Yatırım Kuruluşları (Türkiye'deki yatırım ortaklıkları gibi)

---

<sup>18</sup> Özdemir, s. 4.

<sup>19</sup> TSPAKB, "AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası AB Müktesebatının Üstlenilmesinin Sermaye Piyasasına Etkileri", **Araştırma Raporu**, Kasım-2004, s. 2.

Dünyada yatırım fonu verilerinin sayı ve varlık büyüklüğü değerleri aşağıdaki tablolarda verilmektedir. Buna göre tablodan da görüldüğü üzere dünyada yatırım fonları sayı itibariyle giderek artış göstermiştir. Yatırım fonlarının sayı büyüklüğü bakımından Avrupa ön sırada yer almaktadır.

Tablo 1: Dünyada Yatırım Fonlarının Sayısı

Yıllar	Dünya	ABD	Avrupa	Asya ve Pasifik	Afrika
2001	53,371	13,449	27,343	12,153	426
2002	53,996	13,884	28,858	10,794	460
2003	54,569	13,921	28,541	11,641	466
2004	55,524	14,064	29,306	11,617	537
2005	56,868	13,764	30,060	12,427	617
2006	61,854	14,474	33,151	13,479	750
2007	66,345	15,457	35,210	14,847	831
2008	69,032	16,459	36,780	14,909	884
2009	65,735	16,982	33,054	14,795	904

Kaynak: 2010 Investment Company Factbook, [www.ici.org](http://www.ici.org).

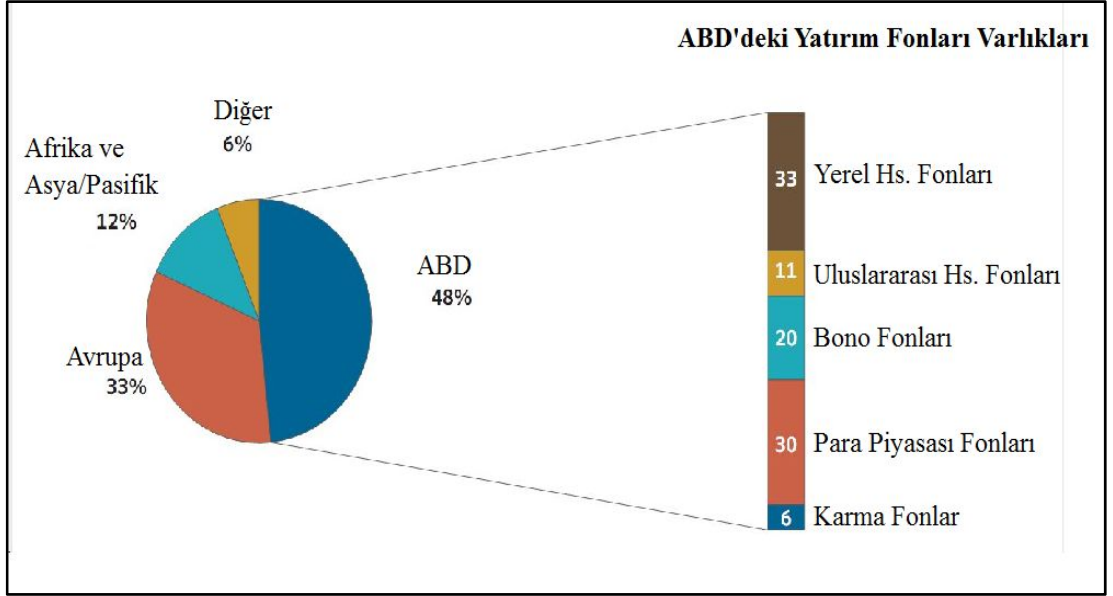
Tablo 2: Dünyada Yatırım Fonlarının Menkul Kıymet Değerleri (milyon\$)

Yıllar	Dünya	ABD	Avrupa	Asya ve Pasifik	Afrika
2001	11,654,868	7,433,106	3,167,965	1,039,236	14,561
2002	11,324,128	6,776,289	3,462,999	1,063,857	20,983
2003	14,048,311	7,969,541	4,682,836	1,361,473	34,460
2004	16,164,795	8,792,450	5,640,452	1,677,887	54,006
2005	17,771,027	9,763,921	6,002,261	1,939,251	65,594
2006	21,807,505	11,469,062	7,803,906	2,456,511	78,026
2007	26,129,564	13,421,149	8,934,864	3,678,330	95,221
2008	18,974,521	10,579,430	6,288,138	2,037,536	69,417
2009	22,964,267	12,597,242	7,545,531	2,715,233	106,261

Kaynak: 2010 Investment Company Factbook, [www.ici.org](http://www.ici.org).

Dünyada yatırım fonu menkul kıymet değerleri de giderek artış göstermiştir ve dünya çapındaki yatırım fonları varlıklarının hemen hemen yarısı ABD'de yer almaktadır. Yatırım fonu menkul kıymet varlıklarıyla 2009 yılı sonu değerleriyle dünyanın en büyük piyasa payına sahip ülke ABD'dir.

Grafik 1: Dünyada Yatırım Fonu Varlıkları



Kaynak: 2010 Investment Company Factbook, s.2, [www.ici.org](http://www.ici.org).

2008 yılı sonu itibariyle dünyadaki yatırım fonu varlıkları 19 trilyon dolar iken 2009 yılında bu değer 23 trilyon dolara çıkmıştır, bunun en büyük payını %48 oranla 11 trilyon dolar yatırım fonu varlığıyla ABD yatırım fonu varlıkları teşkil etmektedir.

Tablo 3: ABD'deki Yatırım Kuruluşlarının Menkul Kıymet Değerleri (Milyar \$)

Yıllar	Yatırım Fonları	Kapalı Uçlu Fonlar	ETFs	UITs	Toplam
2000	6965	143	66	74	7248
2001	6975	141	83	49	7248
2002	6390	159	102	36	6687
2003	7414	214	151	36	7815
2004	8107	254	228	37	8626
2005	8905	277	301	41	9524
2006	10397	298	423	50	11167
2007	12000	313	608	53	12974
2008	9601	188	531	29	10349
2009	11121	228	777	38	12164

(UITs: Unit Investment Trusts, ETFs: Exchange Traded Funds)

Kaynak: 2010 Investment Company Factbook, [www.ici.org](http://www.ici.org).

ABD'de yatırım kuruluşları içinde en büyük payı belirgin bir farkla yatırım fonları oluşturmaktadır. ABD'de belediyeler ve yeni kurulan kamu kuruluşlarının finansmanında kullanılan yatırım fonları aynı zamanda ABD hazine bonolarına yatırım yapmak yoluyla da kamu açığının finansmanına yardımcı olmuştur.<sup>20</sup> Başlarda hisse senedi ağırlıklı iken sonraları tahvil ve bono gibi sermaye piyasası araçları da portföylere dâhil edilmiştir.<sup>21</sup>

Tablo 4: ABD'de Yatırım Kuruluşlarının Sayıları

Yıllar	Yatırım Fonu	Kapalı Uçlu Fonlar	ETFs	UITs	Toplam
2000	8371	482	80	10072	19005
2001	8519	492	102	9295	18408
2002	8512	545	113	8303	17473
2003	8427	584	119	7233	16363
2004	8419	619	152	6499	15689
2005	8451	635	204	6019	15309
2006	8723	647	359	5907	15636
2007	8749	664	629	6030	16072
2008	8888	642	743	5984	16257
2009	8624	627	820	6049	16120

Kaynak: 2010 Investment Company Factbook, [www.ici.org](http://www.ici.org)

Tablo 5: ABD'deki Yatırım Fonlarının Tür Bazında Sayıları

Yıllar	Para piyasası Fonları	Bono Fonları	Karma Fonlar	Hisse Senedi Fonları	Toplam
2000	1039	2208	523	4385	8155
2001	1015	2091	483	4716	8305
2002	989	2035	473	4747	8244
2003	974	2045	508	4599	8126
2004	943	2041	510	4547	8041
2005	871	2013	505	4586	7975
2006	847	1993	508	4769	8117
2007	805	1967	488	4764	8024
2008	784	1916	492	4830	8022
2009	705	1853	474	4659	7691

Kaynak: 2010 Investment Company Factbook, [www.ici.org](http://www.ici.org)

<sup>20</sup> Gürman Tefik, **Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1995, s. 3.

<sup>21</sup> Kont, s. 1.

ABD'de toplam yatırım kuruluşları sayısının yarısını yatırım fonları oluşturmaktadır. Bu da gelişmiş sermaye piyasalarında yatırım fonlarının ne kadar önemli bir yer tuttuğunu göstermektedir.

Türkiye'de açık uçlu ve hukuki yapısı başka bir tüzel kişilik tarafından sözleşmeye dayanarak kurulmuş kolektif yatırım kuruluşları yatırım fonları; kapalı uçlu ve ortaklık ilişkisi içinde ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik olarak kurulmuş kolektif yatırım kuruluşları ise yatırım ortaklıkları olarak geçmektedir.<sup>22</sup> Türkiye'deki yatırım fonları katılma belgesi karşılığı fon toplamakta ve topladığı fonları yönetmektedir. Kıymetler, Takasbank nezdinde saklanmaktadır. Yatırım fonları SPK'nın yanı sıra bağımsız denetim kuruluşlarınca da denetlenmektedir.<sup>23</sup> Sermayesi ihtiyaçlara uygun olarak değişebilen fonlar, yani sermayelerini istedikleri zaman artırıp azaltabilen fonlar olan yatırım fonları açık sonlu olarak adlandırılabilir.<sup>24</sup>

Tablo 6: Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonu Değerleri

A TİPİ YATIRIM FONLARI									
Yıl	Fon Sayısı	Toplam Değeri (Bin TL)	Yatırımcı Sayısı	HS %	KB %	TR %	BPP %	YMK %	Diğer %
2000	-	520.294	-	45,73	11,33	42,70	0	0,15	0,10
2001	-	568.737	-	61,77	15,78	22,44	0	0,01	0,00
2002	-	434.884	-	54,46	13,11	32,37	0	0,07	0,00
2003	-	743.863	-	63,95	17,57	18,36	0	0,12	0,00
2004	123	780.370	105.275	67,78	20,44	10,87	0,51	0,39	0,00
2005	126	1.033.635	142.794	70,44	15,83	12,29	0,88	0,54	0,02
2006	126	831.518	133.503	64,76	17,88	15,53	0,85	0,70	0,28
2007	129	919.383	165.311	68,16	16,03	14,96	0,28	0,27	0,30
2008	126	596.212	177.536	58,30	28,17	13,16	0,16	0,18	0,04
2009	114	1.049.802	191.565	62,79	20,65	16,28	0,16	0,10	0,03

kaynak: www.spk.gov.tr

<sup>22</sup> Kılıç, s. 5.

<sup>23</sup> İsmet Bolat, "Sermaye Piyasaları ve Yatırım Fonları Mevcut Durum, Sonuç ve Çözüm Önerileri", (Yüksek Lisans Tezi), Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Mayıs-2006, s. 39.

<sup>24</sup> Dilan Saygeçitli, "Yatırım ve Emeklilik Fonlarının Türkiye ve Dünyadaki Yeri ve Karşılaştırılması", (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul, 2004, s. 11.

Türkiye'deki yatırım fonu değerlerini incelediğimizde ise sayı ve büyüklük bakımından giderek artış göstermesine rağmen diğer gelişmiş ülke piyasalarıyla karşılaştırdığımızda yatırım fonlarının henüz yeterli büyüklüğe gelmediğini görmekteyiz.

Türkiye'de A tipi yatırım fonu değerlerini incelediğimizde yatırımcı sayısı giderek artış göstermiştir. Bu da yatırım fonlarına olan ilginin arttığını göstermektedir. Ayrıca fon portföyünü oluşturan menkul kıymetler içerisindeki hisse senedi oranı yıllar itibariyle kamu borçlanma araçlarının faiz oranlarının düşmesi sonucu artış göstermiştir.

### **1.3 AVRUPA BİRLİĞİ (AB) DÜZENLEMELERİ İLE TÜRKİYE UYGULAMALARININ KARŞILAŞTIRILMASI**

Sermaye Piyasası Kanununda yatırım fonlarıyla ilgili düzenlemelerin Avrupa Birliği düzenlemeleriyle farklılıkları aşağıdaki gibidir.

- *Fonun Yönetimi:* 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 kılınmıştır. Bu kurumların mevzuat dâhilinde fonların portföyleri dışında gerek bireysel gerekse kurumsal diğer portföyleri yönetmeleri mümkün bulunmaktadır.<sup>25</sup> AB düzenlemelerinde kolektif yatırım kuruluşlarının fon yönetim şirketlerince kurulması ve yönetilmesi esastır. Bizim mevzuatımızda ise Portföy yönetim şirketleri mevzuat uyarınca fon kurucusu olamamaktadır.

---

<sup>25</sup>TSPAKB, s. 4.

- *Fonların Kuruluş Şekli:* AB düzenlemelerinde; fonlar hem sözleşmeye dayalı olarak hem de tüzel kişiliği haiz şirketler olarak örgütlenirken, Türkiye'de yalnızca sözleşmeye dayalı menkul kıymet yatırım fonu bulunmaktadır.<sup>26</sup>
- *Saklama Kuruluşunun Üstlendiği Görev:* AB düzenlemelerinin en önemli özelliği portföy yönetim ve saklama fonksiyonları birbirinden ayırmasıdır. Saklama kuruluşu fon varlıklarını saklanması dışında bir de gözetim görevi üstlenerek gerek yatırımcıya karşı gerekse yönetim şirketine karşı sorumlu tutulmuştur. AB düzenlemelerinde saklama kuruluşunun fon varlığının muhafaza edilmesi, fonun maddi yönetimi ve fon işlemlerinin kurallara uygunluğunun denetimi olmak üzere üç işlevi bulunmaktadır. Türkiye'de yatırım fonlarının malvarlığı İMKB Takas ve Saklama Bankası AŞ tarafından saklanmaktadır ve payları Merkezi Kayıt Kuruluşu'nda kayd, sistemde takip edilmektedir.<sup>27</sup> Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu'nda diğer sermaye piyasası kurumu olarak portföy saklama kuruluşları tanımlanmıştır, Türkiye'de saklama kuruluşuna bu işlevlerden ilk ikisi yüklenmiştir. Başka bir deyişle, Türkiye'deki saklama kuruluşlarının fon işlemlerinin kurallara uygunluğunu sağlama işlevi bulunmamaktadır. Bu işlev fon denetçileri tarafından yerine getirilmektedir.<sup>28</sup>
- *Fonların Malvarlığı:* Yatırım yapılan araçlar bakımından karşılaştırma yapıldığında AB düzenlemelerine göre kolektif yatırım kuruluşları altın dâhil kıymetli madenlere ya da bunları temsil eden sertifikalara yatırım yapamaz, yatırım alanları devredilebilir menkul kıymetlerle sınırlıdır. Ancak Türkiye'de altın ve diğer kıymetli madenler de fon varlığına dâhil edilmektedir.<sup>29</sup>

---

<sup>26</sup> Kılıç, s. 31.

<sup>27</sup> Setenay Dilek, "Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Avrupa Birliği'ne Entegrasyonu", (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul 2008, s. 133.

<sup>28</sup> Kılıç, s. 98.

<sup>29</sup> Dilek, s. 133.

- *Fonların Yatırım Politikaları:* Fonların malvarlıklarına alacakları devredilebilir menkul kıymetlerin limitleri açısından Avrupa Birliği ve Türkiye mevzuatları arasında bir takım farklılıklar mevcuttur. Örneğin Avrupa Birliği'nde, tek bir ihraççı tarafından çıkarılan menkul kıymetler fon aktifinin % 5'inden fazla olamaz. Birlik üyesi ülkeler istisna uygulaması ile bu sınırı %10'a çıkarabilirler. Ancak, istisna getirilen menkul kıymetlerin toplam tutarı, fon aktifinin %40'ından fazla olamaz. Türkiye'de ise, tek bir ortaklık tarafından çıkarılan menkul kıymetler, fon portföyünün %10'undan fazla olamaz. Kamu menkul kıymetleri için bu sınır uygulanmaz.<sup>30</sup>
- *Periyodik Raporların Yayınlanma Süreleri:* Avrupa Birliği düzenlemelerinde günlük ve aylık raporların bildirim sözü konusu değildir. Diğer periyodik raporlar ise Türkiye düzenlemelerine göre daha geç şekilde kamunun bilgisine sunulmaktadır.<sup>31</sup>

#### 1.4 DÜNYADA YATIRIM FONU TÜRLERİ

ABD 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 çeşitlere ayrılmışlardır.<sup>32</sup>

Yatırımcı yatırım fonları çeşitlerinden en uygun olanı seçerken yatırım stili önem arz etmektedir. Getiri açısından; büyüme, değerlendirme, sürekli yada hepsinin karışımı mı, risk açısından; yukarı aşağı hareketlenen (az riskli) yoksa dip zirve yapan (çok riskli) araçlar mı, yönetim açısından; aktif mi yoksa pasif yönetilen fonlar mı, menkul kıymet açısından tek bir sektöre veya araca odaklanan mı yoksa karmaşık

---

<sup>30</sup> TSPAKB, s. 7.

<sup>31</sup> TSPAKB, s. 8.

<sup>32</sup> Akel, s. 16.



kıymetleri tercih ettiğine karar vermesi beklentisine en uygun yatırım fonu türü seçimini kolaylaştırır.<sup>33</sup>

Şekil 2: Belli Başlı Fon Türlerinin Risk Ve Getiri Sıralaması



Kaynak: ICI, A Guide to Understanding Mutual Funds, s.3

Fonlar, belirli amaçları göz önünde tutarak uygun varlıkları portföylerine alırlar. Bu amaçlar: Gelir elde etmek, Sermaye kazancı elde etmek, Gelir ve sermaye kazancı elde etmektir.

Dünya genelinde en çok bilinen yatırım fonu türlerini aşağıdaki başlıklar altında sıralayabiliriz;

#### 1.4.1 Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları

Yatırım hedeflerine göre fonlar içerdikleri risk ve getiri amaçlarına göre sınıflandırılabilir. Bu fonlar aşağıdaki gibidir;

<sup>33</sup> Jaffe, Charles A., **Chuck Jaffe's Lifetime Guide to Mutual Funds : An Owner's Manual**, Perseus Press, 2000, s. 57.

### **1.4.1.1 Büyüme Fonları**

Temettü gelirinden ziyade sermaye kazancı sağlamak amacıyla güçlü ve hisse değeri düzenli artan şirketlerin hisse senetlerinden oluşan fonlardır.<sup>34</sup>Büyüme fonları nitelikli ve sağlam şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar. Bu tip fonlara yatırım yapan yatırımcılar risk üstlenirler ve aldıkları yüksek risk karşılığında yüksek sermaye kazancı amaçlarlar. Hızlı büyüme fonlarına göre daha az risklidirler. Bu yatırım fonlarında amaç uzun vadede büyümeyi gerçekleştirmektir. Yatırımlarında temel amaç, düzenli gelir veya kâr payı elde etmek değil, değer artışlarıyla uzun vadeli büyümeyi sağlamaktır.<sup>35</sup>

### **1.4.1.2 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.<sup>36</sup>

### **1.4.1.3 Büyüme ve Gelir Fonları**

Hisse değeri düzenli olarak artmasının yanında düzenli temettü ödeme gücüne sahip şirketlerin hisse senetlerinden oluşan fonlardır. Büyümenin yanı sıra yatırımlarından dolayı düzenli gelir elde etmeyi amaçlayan bir yatırım stratejisine

---

<sup>34</sup> Şahin, s. 16.

<sup>35</sup> Charles A., s. 46.

<sup>36</sup> Pınar Yalçınkaya, "Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi" (Yüksek Lisans Tezi) Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, , 2006, s. 6.

sahiptir. Hisse senedi artan ve temettü ödemelerini yaptıklarını kanıtlanmış sağlam şirketlerin adi hisse senetlerine yatırım yaparlar.<sup>37</sup>

Bu fonların özelliği gereği portföylerinin beta katsayıları 1'den küçük olacaktır. Çünkü piyasa yükselirken portföy değeri daha düşük oranda yükselecektir. Piyasa düşerken de daha düşük oranda düşecektir.<sup>38</sup>

### 1.4.2 Portföy Yapılarına Göre Fonlar

Portföylerinde yer alan yatırım araçlarının ağırlığına göre sınıflandırılabilir.

#### 1.4.2.1 Hisse Senedi Fonları

Portföylerinin tamamı veya büyük bir kısmı yerli ve/veya yabancı şirketlerin hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarıdır. Bu fonlar genel olarak tahvil ve para piyasası fonlarından daha fazla risk içermekte, ancak bunlara oranla daha yüksek getiri sağlamaktadır.<sup>39</sup>

Hisse senedi fonları kendi içerisinde belirli gruplara ayrılır:

- *Sektör Fonları*; sadece belirli bir endüstri dalındaki şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan fonlardır, örneğin, teknoloji, sağlık. Bu fonlar, aynı amaca hizmet eden şirketlere yoğunlaştırılmış şekilde yatırım yaparlar. Tek bir sektöre yatırım yaptıklarından riskleri çok olacaktır.<sup>40</sup>
- *Uluslararası Hisse Senedi Fonları*; yabancı ülkelerdeki firmaların hisse senetlerine yatırım yaparlar. Bir fonun bu kategoride yer alabilmesi için

---

<sup>37</sup> Güngör, s.20.

<sup>38</sup> Şahin, s.18.

<sup>39</sup> Kılıç, s. 11.

<sup>40</sup> Charles A., s. 47.

portföyün üçte ikisi bu şekilde oluşturulmalıdır. 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.<sup>41</sup>

- *Saldırgan yatırım fonları*; genellikle yeni, küçük ve hisse senetleri ilk defa halka arz edilen şirketlere yatırım yaparlar. Saldırgan yatırım fonlarında risk diğer bütün yatırım fonlarından daha fazla olacaktır.<sup>42</sup>
- *Hisse Senedi Gelir Fonları*; Temettü geliri açısından iyi bir geçmişe sahip şirketlerin hisse senetlerinden oluşan fonlardır.<sup>43</sup>
- *Global hisse senedi fonları*, 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 risklere maruzdurlar.<sup>44</sup>
- *Endeks Fonları*; Endekslerde bulunan tüm şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan fonlardır. portföylerini endeksler doğrultusunda oluştururlar. Piyasa fonları “market funds” olarak da bilinen endeks fonlarının yöntemleri pasiftir, çünkü sadece piyasa portföyüne yatırım yaparlar.<sup>45</sup>

---

<sup>41</sup> Yalçınkaya, s. 9.

<sup>42</sup> Charles A., s. 47

<sup>43</sup> Güngör, s. 20.

<sup>44</sup> Yalçınkaya, s. 9.

<sup>45</sup> Şahin, s. 17.

- *Borsa Yatırım Fonları*; Belirli bir endeks sepeti oluşturacak şirketlerin hisselerinden oluşan borsalarda hisse senedi gibi işlem gören fonlardır. Borsa yatırım fonları kapalı uçlu yatırım fonu olarak değerlendirilir.

#### **1.4.2.2 Tahvil Fonları**

Bu tür fonlar, sadece sabit ve değişken getirili özel ve kamu sektörü borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlardır. Tahvil fonları, portföylerinin tamamını veya büyük bir 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 tutulabilmektedir.

Tahvil fonları bünyesinde barındırdığı tahvil çeşitlerine göre;

- *Şirket Tahvil Fonları*; Şirket tahvillerinden oluşan fonlardır. Yüksek portföy getirisi hedeflerler. Bu hedefe yönelik olarak, fon portföyünün büyük bir kısmını yüksek kaliteli şirketleri tahvillerinden oluşan bir başka ifadeyle kredi derecesi yüksek (AAA-BBB arası) tahvillerden oluşan fonlardır,<sup>46</sup> geri kalan kısmı ise, devlet tahvili ya da diğer resmi kuruluşlar tarafından çıkarılan tahvillere ayırırlar.<sup>47</sup>
- *Yüksek Getirili Tahvil Fonları*; Kredi derecesi BB ve aşağısı tahvillerden oluşan, yüksek getirili şirket tahvillerinden oluşan fonlardır. Portföylerinin büyük bir kısmını düşük kaliteli ve düşük dereceli şirketlerin borçlanma senetlerine yatırırlar. Bu fonların amacı, daha yüksek bir getiri elde etmek

---

<sup>46</sup> Özdemir, s. 12.

<sup>47</sup> Yalçınkaya, s. 8.

için düşük değerli tahvillere yatırım yapmak daha yüksek bir faiz getirisi elde etmektir.

- *Devlet Tahvili Fonları*; Devlet tahvillerinden oluşan fonlardır. Kamu kurumlarının çıkardıkları tahvillere yatırım yaparlar.
- *Uluslararası Tahvil Fonları*; Uluslararası tahvillerden oluşan fonlardır. Dünyadaki çeşitli hükümet ve şirketlerin borçlanma senetlerine yatırım yaparlar. Fonlar paralarını ülkelerinden uzaklarda değerlendirirler.<sup>48</sup>
- *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. Uluslararası tahvil fonlarından farkı, fonlarının büyük bir kısmını yurtdışına çıkacağına ülkelerinde değerlendirirler.<sup>49</sup>
- *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 muafırlar.
- *Çevrilebilir Tahvil Fonları*; Hisse senedine çevrilebilir tahvillerden oluşan fonlardır. Sermaye kazancından yararlanma olanağı sağlarlar. Bu fonlar aynı zamanda çevirim farklarının ortaya çıkması durumunda arbitraj geliri elde ederler.
- *Tahvil Gelir Fonları*; Hem şirket ve hem de devlet tahvillerine yatırım yapan fonlardır. Tahvil gelir fonları şirket ve devlet borçlanma senetlerinden oluşan karma bir portföye yatırım yaparak fon katılımcılarına yüksek düzeyde bir

---

<sup>48</sup> Özdemir, s. 13.

<sup>49</sup> Yalçınkaya, s. 8.

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.

### 1.4.2.3 Para Piyasası Fonları

Para Piyasası Fonları; Hazine bonosu, banka mevduat sertifikaları, banka kabulleri, belediyeler ve şirketler tarafından ihraç edilen 90 gün ve daha az vadeli araçlar 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. Bu fonların, yatırım fonlarının en güvenlisi olduğu düşünülür. Çünkü bu fonlar yüksek kaliteli, kısa vadeli menkul kıymetlere yatırım yaparlar.<sup>50</sup>

Bu tip fonlar özellikle belirsizliğin yüksek olduğu enflasyonist dönemlerde rağbet görmektedir. Çünkü bu fonların yatırım yaptıkları menkul kıymetler kısa vadeli ve yüksek kaliteli menkul kıymetlerdir ve en düşük riske sahip fonlardır. Bu fonlarda yatırımcının zarar etme olasılığı mevcut olmakla birlikte oldukça düşüktür.

Para Piyasası Fonları'nda fon portföyünü kısa süreli olarak elde tutulacak ters repo, hazine bonosu, özel sektör borçlanma araçları ve paraya çevrilmesi kolay olan varlıklar oluşturur. Likit fonlar; Kamu, özel sektör ve karma olmak üzere 3 çeşidi vardır. Bunlar;<sup>51</sup>

- Kamu: Fon portföyünün tamamını ters repo dâhil devlet iç borçlanma senetlerine yatırır.

---

<sup>50</sup> Charles A, s. 49.

<sup>51</sup> Bolat, s. 45.

- Özel Sektör: Fon portföyünün tamamını özel sektör borçlanma araçlarında değerlendirir.
- Karma: Fon portföyünün tamamını kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırır.

#### **1.4.2.4.Denge Fonlar**

İmtiyazlı hisse senetleri, adi hisse senetleri ve tahvillerinden oluşan karma bir portföydür. Piyasa koşullarına uygun olarak menkul kıymet türlerinin ağırlıklarının değiştiği bu fonlarda amaç menkul kıymetlerin hem faiz, temettü gibi getirilerinden hem de menkul kıymetlerin değer artışlarından faydalanmaktır. Denge fonları, hisse senetlerine ve tahvillere yatırım yapmakta ve başlangıçtaki yatırımı koruma, sermaye kazancı ve getiri elde etme amacı gütmektedir. 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 hedefler. 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 hedefler.<sup>52</sup>

#### **1.4.2.5 Karma Fonlar**

Karma fonlar; hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler, para piyasası araçları ve türev araçlarından oluşan portföylere yatırım yapan fonlardır. Bu fonlar dâhilinde söz konusu araçlardan bir kaçına veya tamamına yatırım yapılabilir.

---

<sup>52</sup> Yalçınkaya, s. 8.



Bu fonlarda amaç geliri çok düşürmeden riski azaltmaktır. Söz konusu fonların portföyünde hiçbir çeşit veya herhangi bir sektöre ait kıymetler ağırlık taşımaz.

#### **1.4.2.6 Esnek Portföy Fonları**

Piyasa şartlarına bağlı olarak portföyün tamamını hisse senetlerine veya tahvillere veya para piyasası araçlarına yatırıldığı yatırım fonlarıdır. 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.<sup>53</sup>

#### **1.4.2.7 Kıymetli Maden/Altın Fonları**

Portföylerinin en az üçte ikisi altın, gümüş ve diğer değerli madenlerle ilgili menkul kıymetlerin oluşturduğu fonlardır.<sup>54</sup>

#### **1.4.2.8 Uzmanlaşmış Fonlar**

Uzmanlaşmış fonlar esas olarak belirli endüstrilerin, belirli mal ve hizmetleri üreten firmaların menkul kıymetlerine ve beklenen tutarda getiri getiren menkul kıymetlerine yatırım yaparlar. İhtisas fonlarında herhangi bir çeşit, bir sektöre veya belli bir coğrafi bölgeye ait kıymetler ağırlık taşımaktadır.<sup>55</sup>

---

<sup>53</sup> Charles A.,s. 51.

<sup>54</sup> Özdemir, s. 14.

<sup>55</sup> Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, 5. Baskı, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul: 2004, s. 175.

#### **1.4.2.9 Çift Amaçlı Fonlar**

Çift amaçlı fonlar kapalı sonlu fonlardır. Fonların sermayeleri yarı yarıya bölünür. Birinci yarı gelir isteyen yatırımcılara, ikinci yarı büyüme isteyen yatırımcılara satılır. Gelir isteyen yatırımcılar yatırımlarının iki katı olan bir havuzun gelirini elde ederken, büyüme isteyenler de aynı şekilde yatırımlarının iki katının sermaye kazancını veya zararını elde ederler.<sup>56</sup>

#### **1.4.3 Kâr Dağıtım Dağıtmamalarına Göre Fonlar**

Dünya'da fonlar kâr dağıtım dağıtmama konusunda serbesttirler, ancak ülkemizde fonlar kâr dağıtmamaktadırlar. Kâr dağıtan ve dağıtmayan fonların yapısını incelersek;

##### **1.4.3.1 Kâr Dağıtmayan Fonlar**

Bu tip fonlarda portföyde bulunan menkul kıymetlerin kupon ödeme zamanı geldiğinde tahsil edilen kupon bedeli fona ilave edilerek bunlarla hızla yeniden menkul kıymet satın alınır. Böylece fon gittikçe zenginleşir ve katılma belgelerinin değeri artar. Bu fonların dezavantajı, gelir ihtiyacının karşılanması için bir kısım fonun satılmasını gerektirmesidir.

##### **1.4.3.2 Kâr Dağıtan Fonlar**

Yatırım fonlarını yürüten kuruluş yılsonunda değer artışı ve tahsil edilen temettü ve faiz tutarlarını dikkate alarak kârı hesaplamakta ve içtüzüğe göre bu kârın

---

<sup>56</sup> Şahin, s. 19.

belirli bir kısmını kâr payı olarak dağıtmaktadır. Dolayısıyla, katılma belgelerinin değeri de bu oran kadar düşmektedir.

#### **1.4.4 Yönetime Verilen Yetki Bakımından Fonlar**

Yönetime verilen portföye alınacak menkul kıymetleri seçme yetkisi bakımından fonları şöyle sıralayabiliriz;<sup>57</sup>

##### **1.4.4.1 Yönetim Fonları**

Bu tip fonlarda fon yönetimi fon içtüzüğü ve kanunlarla verilmiş olan yetki dâhilinde portföyü oluşturacak menkul kıymetler üzerinde seçme hakkına sahiptir.

##### **1.4.4.2 Birim Fonlar**

Bu tür yatırım fonlarının portföyelerine alabilecekleri menkul kıymetler sözleşme ile belirlenmiştir. Yönetime portföye alınabilecek menkul kıymetlerin tür ve niteliklerinde değişiklik yapma yetkisi ya hiç verilmez ya da sözleşme ile çok sıkı koşullara bağlıdır.

#### **1.4.5 Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları**

Ülkemizde açık uçlu fonlar yatırım fonları, kapalı uçlu fonlar yatırım ortaklıkları olarak geçmektedir.

---

<sup>57</sup> Mürvet Marangoz, “Markowitz Portföy Seçim Modeli ve Yatırım Fonları Üzerine Bir Uygulama”, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İstanbul, 2006, s. 27.

### 1.4.5.1 Açık Uçlu Yatırım Fonları

Pay sayısı sabit olmayan, talebin seviyesine göre pay sayısı artırılabilen veya azaltılabilen fonlar açık uçlu yatırım fonları olarak tanımlanmaktadır. Pay sahibi, payını istediği an fona geri satabilme olanağına sahiptir. Katılma belgeleri için ikincil bir piyasa söz konusu değildir. Fon katılma belgeleri doğrudan fon kurucusundan veya fonun satış temsilcisinden satın alınabilmektedir.<sup>58</sup> Açık uçlu yatırım fonlarında bir aracıya gerek duyulmaz.<sup>59</sup>

Açık uçlu yatırım fonlarının özelliklerini özetlersek;<sup>60</sup>

- İnançlı mülkiyet esasına göre kurulmaktadırlar
- Fon katılma belgeleri doğrudan fon kurucusundan veya fonun satış temsilcisinden kolayca alınabilmesi, fonun alındığı yerlere kolayca geri satılabilmesi mümkündür.
- Yatırımcı elinde bulunan fon paylarını her zaman fona geri satma imkânına sahip olduğundan, tedavüldeki pay sayısı sürekli olarak değişmektedir. Yani, açık-uçlu yatırım fonlarının toplam fon miktarı her gün değişikliğe uğrayabilir.
- Fonlar gerektiği zaman yeni bir talep halinde fon tutarlarını ve katılma belgesi sayısını artırabilmektedir.<sup>61</sup>
- Sermayelerinin değişebilir nitelikte olabilmesi, bu fonların likit olduğunu gösterir. Likit oluşları; fon payları istendiği anda kolayca alınıp satılabilmesinden kaynaklanan nakit pozisyonu nedeni ile likit özelliği taşımaktadır.

---

<sup>58</sup> Güngör, s. 15.

<sup>59</sup> Akel, s. 18

<sup>60</sup> Kılıç, s. 10; Tefik, s. 6.

<sup>61</sup> Akel, s. 17

- Alım satım işlemleri günlük olarak hesaplanan birim net varlık değeri üzerinden yapılmaktadır. Bu fonlarda fiyatları arz ve taleple kontrol etmek olanaklı değildir. Payların fiyatları, portföydeki kıymetlerin değerlerine ve toplam pay sayısına göre belirlenir. Pay fiyatları, fondaki kıymetlerin piyasa değerlerine bağlı olarak bulunan net aktif değer in pay sayısına bölünmesiyle hesaplanır. Dolaşımdaki pay sayısına ve portföyündeki varlıkların piyasa fiyatına bağlı olarak gerçekleşen pay fiyatlaması nedeni ile fon fiyatı düşen bir piyasada da yükselebilir.<sup>62</sup>

#### 1.4.5.2 Kapalı Uçlu Yatırım Fonları

Fon belirli bir sermaye ile kurulmakta ve daha sonra sermaye değişmemektedir. Katılma belgelerinin tamamı satıldığı halde fona katılmak isteyenler varsa, yeni bir sermaye ile yeni bir fon kurulmaktadır. Katılma belgeleri borsada ve borsa dışında alınıp satılabilmektedir. Organize olmuş borsalarda (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası gibi) alınıp satılabildiği gibi, borsa dışında, tezgâh üstü piyasada veya üçüncül pazarlarda da alınıp satılabilir. Kapalı uçlu yatırım fonlarının pay bedelleri piyasadaki arz ve talebe göre belirlenmektedir ve kolektif yatırım kurumunun riskinin büyüklüğünden ve kazancından etkilenmektedir.<sup>63</sup>

İhraç ettikleri katılma belgelerini geri satın almayan fonlar kapalı uçlu (close end) fonlar olarak adlandırılmaktadır.<sup>64</sup>

Kapalı uçlu yatırım fonlarının özellikleri şöyle sıralanabilir;

- Kapalı uçlu fonlar, şirket esasına göre kurulmaktadır.

---

<sup>62</sup> Yalçınkaya, s. 3

<sup>63</sup> Turhan Korkmaz, Ali Ceylan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, 3. Baskı, Etkin Kitapevi, Bursa, 2006, s. 131–132.

<sup>64</sup> Vahdettin Ertaş, Kürşat Tuncel, Bahadır Teker, **Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması**, Yayın No: 103, SPK, Ankara, Ekim-1997, s. 12.

- Katılma belgeleri borsada ve borsa dışında alınıp satılabilir. Fon katılma belgeleri ilk ihraç sırasında fondan, daha sonra da borsa ve tezgâh üstü piyasalardan satın alınabilmektedir. Kapalı uçlu yatırım fonlarının katılma belgeleri bir aracı kurum aracılığıyla alınabilir.<sup>65</sup> Fon, payların hepsini sattıktan sonra yeni pay ihraç edemez. Bu nedenle fona katılmak isteyen yatırımcılar, katılma belgelerini fondan değil de ikincil piyasadan elde ederler. Ayrıca katılma belgelerini ellerinden çıkarmak isteyen yatırımcılar, bu belgeleri sadece ikincil piyasada satabilirler. Bu yüzden ikinci el piyasası oldukça gelişmiş durumdadır.
- Yatırımcının elinde bulunan fon paylarını fona geri satma imkânı 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<sup>66</sup>. Pay başına net varlık değeri veya fonun menkul kıymetlerinin gerçek değeri, fon fiyatına eşit olmayabilmektedir. Başa baş fiyatında işlem gerçekleşmemesi, fon fiyatının fon portföyündeki menkul kıymetlerin gerçek değerini yansıtmamasına, fonun net varlık değerinin pay başına satış fiyatına eşit olmamasına neden olmaktadır.<sup>67</sup>
- Katılma belgelerinin borsada işlem görmesi, borsaya hacim kazandırmaktadır. Kapalı uçlu yatırım fonları yeni pay ihraç edemediklerinden varlıkları, açık uçlu fonlara göre daha istikrarlıdır. Fon fiyatları, fonun net varlık değerine bağlı değildir ve çok büyük dalgalanmalar gösterebilir.<sup>68</sup>

---

<sup>65</sup> Akel, s. 18.

<sup>66</sup> Yalçınkaya, s. 4.

<sup>67</sup> Güngör, s. 16.

<sup>68</sup> Şahin, s. 21.

Kapalı-uçlu yatırım fonlarının özelliklerinden biri de, fonun halka arz edilmesi sırasında ihraç amacıyla finansal kuruluşa hizmeti karşılığında ödenen aracılık tutarının yatırımcıya aktarılmasıdır. İhraçtan elde edilen gelirden, fonun ihracı için ödenen tüm harcamalar çıkıldıktan sonra, geriye kalan tutar, fon yöneticileri tarafından kullanılabilir. <sup>69</sup>

Kapalı uçlu yatırım fonlarının Türkiye'deki uygulaması “yatırım ortaklıkları” şeklindedir. YO' ları, mevzuatımızda yatırım fonlarından ayrı olarak düzenlenmiştir. Yatırım fonları (açık uçlu fonlar), riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre kurulurken, yatırım ortaklıkları (kapalı uçlu fonlar) kayıtlı sermaye sistemine tabi Anonim Şirket şeklinde kurulmaktadır. <sup>70</sup>

Tablo 7: Kapalı ve Açık Uçlu Fonlar

<b>Kapalı Uçlu Ve Açık Uçlu Fonlar</b>			
<b>Tipi</b>	<b>Pay Sahiplerinin Alma Yeri</b>	<b>Satış Fiyatı</b>	<b>Katılma Belgesi Sayısı</b>
Kapalı Uçlu	Borsalar	Piyasa Fiyatı	Sabit
Açık Uçlu	Doğrudan Fondan	Net Varlık Değeri	Değişken

Kaynak: Ebru Pehlivan, “Yatırım Fonları Performansı; Klasik Performansı Ölçümü ve DEA Analizi”, (Yüksek Lisans Tezi), Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008, s. 13.

#### **1.4.5.3 Yarı Açık Uçlu Yatırım Fonları**

Sermayeleri arttırılabilen ama azaltılamayan fonlardır. Fon sermayesi ancak daha önce belirlenen tavana kadar arttırılabilmektedir. Ancak payların itfası hala garantilidir.

<sup>69</sup> Naghiyev, s. 9.

<sup>70</sup> Akel, s. 19.

## 1.5 YATIRIM FONLARININ AVANTAJLARI

Yatırım fonları atıl durumda olan fonların değerlendirilmesine olanak tanıyan bir yatırım aracıdır.<sup>71</sup> Yatırım fonları, yatırımcıların geri getirdikleri katılma belgelerini satın almakla yükümlüdürler. Bu yüzden yatırım fonlarının likiditesi oldukça yüksektir.<sup>72</sup> Yatırımcılara sundukları avantajların yanı sıra, sermaye piyasasının gelişiminde de önemli bir rol üstlenmektedir. Yatırım fonları yönettikleri portföyler ile piyasaların genişlemesine, volatilitenin düşmesine ve istikrarın sağlanmasına katkıda bulunan sermaye piyasası kurumlarıdır.<sup>73</sup>

Profesyonel yönetim tarzlarından ötürü bireysel yatırımcıya göre tasarrufların ekonomiye aktarılmasını daha etkin bir tarzda yönetirler. Böylece kaynak israfı azaltılır ve tasarruflar daha verimli alanlara yönlendirilmiş olur.<sup>74</sup>

Menkul kıymet yatırım fonları, fonun katılma belgelerini satın alanlar yanında, fon kurucusu ve ülke ekonomisine de fayda sağlarlar.

### 1.5.1 Yatırım Fonlarının Kurucu Açısından Avantajları

Yatırım fonlarının kuruculara sağladığı avantajları aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz.<sup>75</sup>

- Kurucular, rekabet ortamı içinde çalıştıklarından tasarruf sahiplerine yatırım fonları aracılığıyla yeni bir hizmet sunmaktadırlar.

---

<sup>71</sup> Osman Ceyhun Ertuğrul, “Borsa Yatırım Fonlarının Kurumsal Yatırımcılar, Bireysel Yatırımcılar ve Arbitrajörler Açısından Değerlendirilmesi”, (Yüksek Lisans Tezi) Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, , Ankara 2006, s. 1.

<sup>72</sup> Marangoz, s. 17

<sup>73</sup> Murat Parmakçı, “Yatırım Fonlarında Portföy Yönetim Ücreti ve Diğer Giderler”, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, **Yeterlilik Etüdü**, Ankara, Ekim 2002, s. 37.

<sup>74</sup> Kont, s. 3

<sup>75</sup> Güngör, s. 11.



- Kurucu, fonun yönetim ve temsili ile fona tahsis ettiği elemanlar ve teknik donanım karşılığında, portföy büyüklüğü üzerinden hesaplanan bir yönetim ücreti almaktadır.
- Kurucu, halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetleri, mevzuatın izin verdiği limitler içinde kurucusu oldukları fonlara satabilmektedirler.
- Kurucu, iştiraklerince çıkartılan menkul kıymetlere mevzuat çerçevesinde yatırım yapabilmektedir.
- Kurucu, hisse senedi ağırlıklı A tipi fonlarda bulunan senetlerle, uzun vadeli yatırımlarında borsada kısmen pazar düzenleyiciliği görevini üstlenmektedirler.
- Yatırım fonları kurucu açısından önemli bir reklam ve itibar kaynağı olmaktadır.

### **1.5.2 Yatırım Fonlarının Ekonomi Açısından Avantajları**

Yatırım fonlarının ekonomiye sağladıkları katkıları aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz;

- Yatırım fonları gelişmiş mali piyasalarda, yeni kurulan kuruluşların ve belediyelerin finansmanında önemli rol oynamaktadır. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren yatırım fonları, uzun vadeli kaynak yapılarının da etkisiyle özellikle teknoloji, bio-teknoloji, bilişim gibi hızla büyüyen sektörlerde faaliyet gösteren firmalara, kaynak aktararak uzun vadeli ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır.<sup>76</sup> Fonların etkin kullanılarak verimli

---

<sup>76</sup> Güngör, s. 11.

alanlara yatırılması sayesinde ekonomiye büyük ölçüde katkıda bulunur ve sermaye piyasalarının gelişmesi ve işlem hacminin artmasını sağlar.<sup>77</sup>

- Menkul kıymet yatırım fonları, küçük tasarrufların bir araya gelmesini böylece büyük fon kaynakları haline almasını sağlarlar. Özellikle sermaye birikiminin yetersiz olduğu ülkeler için önemlidir.
- Sahip olduğu uzun vadeli kaynaklar sayesinde finansal piyasalardaki volatilitiyi azaltıcı etkiye sahiptir.<sup>78</sup>
- Menkul kıymet yatırım fonlarının, oluşturdukları sermayeyi finansmana ihtiyaç duyan sınıî ve ticari işletmelere aktarmak şeklinde önemli bir faydaları mevcuttur. Fonlar sayesinde bu işletmeler, banka borçlanmasından daha uygun şartlarda finansman kaynağına kavuşabilmektedirler.
- Yatırım fonları kapsamında hazine bonolarına ve tahvillere yatırım yapılarak kamu açığının finansmanına katkılar sağlanmaktadır.<sup>79</sup>
- Portföylerine aldıkları ipoteye dayalı menkul kıymetler ile konut ipotegi piyasasında yeni kaynaklar yaratmaktadır.
- Borsa'nın derinleşmesine ve işlem hacminin artmasına yardımcı olunmakta,<sup>80</sup> finansal piyasalarda kurumsal yatırımcı tabanı oluşturdukları için menkul kıymetlerini satmak isteyen yatırımcılar, yatırım fonlarının piyasalara kazandırdığı derinlik ve likidite etkisiyle düşen piyasada bile müşteri bulabilmektedirler.
- Portföy yönetim faaliyetlerinin geliştirilmesine katkıda bulunmaktadır,<sup>81</sup>

---

<sup>77</sup> Dilek, s. 32.

<sup>78</sup> Kont, s. 3.

<sup>79</sup> Dilek, s. 33.

<sup>80</sup> Güngör, s. 11.

<sup>81</sup> Ertaş ve diğerleri, s. 18.

- Deneyimsiz ve küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin menkul kıymet yatırımlarına dönüştürülmesini sağlar.<sup>82</sup>
- Yatırım fonları portföylerindeki yüksek tutarlı fonların gücüyle, aşırı değerlenmiş menkul kıymetleri satıp (fiyatını düşürerek), az değerlenmiş olanları satın alarak (fiyatını yükselterek) ve makro bazda piyasa gelişmelerine ters yönde karşılık vererek, finansal piyasalarda bir çeşit otomatik istikrarlaştırıcı görevi görürler. Böylece borsada fiyat mekanizmasının kaynak tahsisini en etkin ve en verimli tarzda icra etmesine katkıda bulunurlar.<sup>83</sup>

### 1.5.3 Yatırım Fonlarının Tasarruf Sahipleri Açısından Avantajları

Yatırım fonlarının katılımcılarına sağladıkları avantajları aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz;

- Tasarruf sahibinin ortaya koyduğu sermayesi yani parası, profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmektedir.<sup>84</sup>
- Fon portföyünün çeşitlendirmesi suretiyle riskin asgari seviyeye indirilmesi, çeşitlendirilmiş portföy, bazı varlıklardan doğan kayıpların diğer varlıklardan elde edilen kazançlarla telafi edilmesini sağlayarak riskin azaltılmasına imkân tanımaktadır.<sup>85</sup> Yatırım fonu portföyüne alınabilecek menkul kıymetlerin sabit getirili, dövizde endeksli ve hisse senedi gibi araçlarla çeşitlenmesi nedeniyle risk dağılımı sağlamaktadır.<sup>86</sup> Yatırım fonları, küçük yatırımcılar adına etkin bir çeşitlendirme yaparak yatırım risklerini azaltırlar. Bunlar; piyasa zamanlaması riski, fırsat maliyeti riski, kredi riski, faiz oranı riski,

---

<sup>82</sup> Ertaş ve diğerleri, s. 18.

<sup>83</sup> Akel, s. 30.

<sup>84</sup> Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “Yatırım Fonları”, **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3**, Ankara, Mart-2007, s. 17.

<sup>85</sup> Dilek, s. 33.

<sup>86</sup> SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, s. 17.

çeşitlendirme riski, satın alım gücü riski ve sistematik olmayan risk, olarak sıralanabilir.<sup>87</sup> Yatırımcılar, yatırım fonlarından üç tür çeşitlendirme hizmeti alırlar. Hisse senetleri, devlet tahvili, hazine bonosu olarak, ters repo yaparak, kıymetli maden alıp satarak *aktif çeşitlendirme* yaparlar. Aynı türdeki menkul kıymetler içinde sektör, grup, ölçek açısından *menkul kıymet çeşitlendirmesine* gidebilirler. Ayrıca, yatırımcılar farklı yatırım fonlarının katılma belgelerinden alarak *yönetim ve stil çeşitlendirmesi* gerçekleştirirler.<sup>88</sup>

- Yatırımcılar yatırım fonları aracılığıyla alternatiflere ve özellikle de mevduat hesabı gibi geleneksel yatırım araçlarına kıyasla daha yüksek getiri sağlayabilmektedirler.
- Yatırım fonları doğrudan hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılara kıyasla daha temkinli davranmaktadırlar.
- Menkul kıymetlerin değerlemesi ve kontrolü ile ilgili kupon, faiz ve temettü tahsili fon yönetimince yapılacağından vade takibi, tahsil etme gibi zaman ve kaynak kullanımını gerektiren işlemlerden kurtulmaktadırlar.<sup>89</sup>
- Tasarruf sahiplerinin farklı getiri ve risk beklentilerine cevap verebilecek çeşitte fonlar mevcuttur. Bu sayede tasarruf sahipleri, bu fonlar arasından kendi ihtiyaç ve beklentilerine uyanı bulup yatırım yapma şansına sahiptirler.<sup>90</sup> Birikim sahipleri, kendi risk ve vade profillerine uygun, farklı kompozisyonlardan oluşturulmuş yatırım fonlarından tercih edebilir.<sup>91</sup>
- Fon portföyündeki değer artışlarının portföy değerine günlük olarak yansıtılması nedeniyle işlemiş gelir ile birlikte gerek ihtiyacı kadar gerekse

---

<sup>87</sup>Marangoz, s. 17.

<sup>88</sup> Akel, s. 1.

<sup>89</sup> Spk Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, s. 17.

<sup>90</sup> Yalçınkaya, s. 21

<sup>91</sup> Dilek, s. 34.

tamamı istendiği anda paraya çevrilebilecektir,<sup>92</sup> Katılma belgelerinin küçük kupürlü olması özellikle küçük tasarruf sahiplerine alım-satım kolaylığı sağlamaktadır. Katılımcıların nakde ihtiyaç duyması halinde, vade sınırlaması olmaksızın katılma belgelerini fona geri satarak nakit ihtiyacını karşılayabilmektedir. Likidite en basit şekliyle, yatırımın (ya da varlıkların) kolay bir şekilde paraya çevrilebilme yeteneğini ifade etmektedir.

- Bazı yatırım fonları, katılma belgesi üzerinden çek yazabilme imkânı sağlamaktadır.<sup>93</sup> Katılma belgesi karşılığı çek keşide edebilme olanağı, katılma belgelerine olan ilgiyi artırmak amacıyla yapılan bir düzenlemedir.
- Ölçek ekonomilerden yararlanmaları sayesinde, portföye büyük hacimli alım satımlar nedeniyle zaman ve para tasarrufu sağlamaktadır. Böylece küçük ölçekli yatırımla büyük alım gücü avantajı sağlamaktadır.<sup>94</sup>
- Yatırım fonları gibi kolektif bir portföye yatırım yapan yatırımcılar, münferit olarak portföy yatırımında bulunanlara göre vergi avantajına sahiptirler. Gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcılar açısından çeşitli vergi avantajları bulunmaktadır.
- Düşük Maliyet; Yatırımcılar almış oldukları profesyonel yönetim hizmetleri karşılığında yatırım fonlarına bir komisyon veya ücret ödemektedir. Ödenen bu komisyonlar üç sebepten dolayı nispeten düşük olmaktadır. Birinci neden, ölçek ekonomileri ile ilgilidir. Ölçek ekonomisi, fon portföyünün artması ile birlikte birim başına maliyetin düşmesi olarak tanımlanmaktadır. Yatırım fonları, belirli bir gidere katlanarak elde ettikleri bilgileri bu portföyün tamamı için kullandıklarından, birim başına maliyet nispeten düşük olmaktadır. İkinci neden, yatırım fonlarının portföyünde bulunan varlıkların hem sayıca hem de tutar olarak büyük olmasından ve alım-satım işlemlerinde

---

<sup>92</sup>Spk Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, s. 17.

<sup>93</sup>Spk Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, s. 17.

<sup>94</sup> Dilek, s. 34.

bireysel yatırımcılara göre daha düşük komisyon ödemelerinden kaynaklanmaktadır. Üçüncü neden ise, çok sayıda ve türde yatırım fonunun varlığının rekabeti de beraberinde getirmesidir.<sup>95</sup>

- Yatırım fonları katılma belgelerinin telefon, otomatik para çekme makineleri (ATM cihazları) ve internet aracılığı ile doğrudan fonun kurucusundan veya yetkili acentelerden alınıp satılabilme imkânının olması. Ayrıca, yatırımcılar aylık ve yıllık mali tablolar, vergi bilgileri, 24 saat telefon hizmeti ve bilgisayarla fona ve kendi hesap bilgilerine ulaşabilme gibi hizmetlerden de faydalanabilmektedir.
- Yatırımcılar koruma altındadır. Yatırım fonları, Sermaye Piyasası Kurulu ve bağımsız dış denetim firmalarınca denetlenmektedir.

## **1.6 YATIRIM FONLARININ YÖNETİM İLKELERİ**

İlkelerin amacı yatırımcıların haklarının korunması ve yönetici kurum ve pay hâkimiyeti sahibi bulunanlarla tepe yöneticilerinin çıkarlarına hizmet etmek üzere kullanılmasını engellemektir. Fon portföyünü yönetmekle yükümlü kişi, birden fazla fon yönetmesi durumunda fonlar arasında ve müşteriler arasında müşterilerden veya yatırım fonlarından biri lehine diğeri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde bulunmamakla yükümlüdür.

Yatırım fonlarının yönetiminde uyulması gereken ilkeler aşağıdaki gibidir;

---

<sup>95</sup> Güngör, s. 13.

### 1.6.1 Riskin Dağıtılması İlkesi

Portföyü çeşitlendirerek risk dağıtılabılır. Bir portföyü çeşitlendirmenin farklı yolları vardır. Bunlar;<sup>96</sup>

- Farklı sektörlerdeki şirketlerin hisse senetlerinin alınması,
- Farklı şirketlerin hisse senetlerinin alınması,
- Farklı bölgelerde (örneğin farklı ülkelerde) bulunan şirketlerin hisse senetlerinin alınması,
- Farklı özelliğe sahip yatırım araçlarının alınması (tahvil, hisse senedi, repo, vb.)
- Yatırım ortaklığı, holding ve diğer yatırım şirketlerinin hisse senetlerinin veya yatırım fonu katılma belgelerinin alınması,
- Geçmişte fiyatları birlikte ve aynı yönde hareket etmeyen şirketlerin hisse senetlerinin alınması şeklinde olabilir.

### 1.6.2 Uzman Yönetim

Menkul kıymet piyasaları nitelikleri itibariyle belirli bir bilgi birikimi ve uzmanlık gerektiren teknik piyasalardır. Bu piyasada oluşan gelişmeleri yakından takip edilerek menkul kıymet fiyatlarındaki etkilerini tahmin edip zamanında tavır alınması gerekmektedir. Yatırım fonları, küçük yatırımcılar için zaman ve bilgi tasarrufu sağlayıp, risklerini azaltarak, mümkün olduğunca spekülasyon dalgalarından etkilenmeden piyasalarda yer almalarına olanak sağlar. Bunu da sahip olduğu uzman kadro vasıtasıyla gerçekleştirir.<sup>97</sup>

---

<sup>96</sup> Açelya Erten, “Yatırım Fonları Portföy Yönetim Stratejileri ve Yönetimsel Açısından Analizi”, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Bilim Dalı, İstanbul, 2008, s. 10.

<sup>97</sup> Dilek, s. 36.

Portföy teorisinin gerektirdiği şekilde en az riskle en iyi getiriye sağlamak için, portföy oluştururken hangi varlık gruplarına ne kadar ağırlık verileceğinin belirlenmesi önemli bir iştir. Bir varlık grubunda hangi menkul kıymetlere yatırım yapılacağı da doğru bir şekilde seçilmesi gerekir. Portföy oluşturulduktan sonra ise piyasadaki her yeni durum veya gelişmenin portföy oluşturulurken belirlenen risk seviyesine yapacağı etkinin analiz edilmesi ve ona uygun şekilde anında eyleme geçilmesi, diğer deyişle zaman zaman portföyün varlık dağılımının değiştirilmesi gereklidir. Bu da sürekli olarak piyasaların ve sektörlerin gözlenmesini gerektirir.

### **1.6.3 Menkul Kıymet Portföyü İşletmek**

Yatırım fonları, bazı kısıtlamalar dâhilinde nakit ve kıymetli madenlere de yatırım yapabilmekle beraber, temel amaçları menkul kıymet alıp satmak ve alım satımlar arasında oluşan olumlu fark ile bu menkul kıymetlerin kâr payları ve faizlerinden gelir sağlamak olan kuruluşlardır.<sup>98</sup> Menkul kıymet yatırım fonları, yatırım yapmalarına izin verilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek dışında herhangi bir işle uğraşamazlar.

### **1.6.4 İnançlı Mülkiyet İlkesi**

Yatırım fonlarının tüzel kişiliği olmayıp inançlı mülkiyet esasına göre kurulmaktadır.<sup>99</sup> Yatırım fonuna, inançlı olarak fon yöneticisi (inanılan) yani kurucu sahiptir. Yatırımcılar (inananlar), aldıkları katılma belgeleriyle, fonun mülkiyetini, inanılana devretmektedir. Bu intikal, bir inanç sözleşmesi ile (fon içtüzüğü) gerçekleşir. Fon yöneticisi, katılma belgeleri karşılığı oluşturulan fon mal varlığının maliki olur, ancak bu fon varlığını sözleşme çerçevesinde yönetmek zorundadır. Yatırım fonlarında inanılana devredilen, yani katılma belgesi sahipleri olan yatırımcıların kurucunun yönetimine devrettiği, menkul kıymet portföyünde bulunan

<sup>98</sup> Spk Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, s. 16.

<sup>99</sup> Akel, s. 2



varlıklardır. Devrettiği haklar ise, riskin dağıtılması, kâr payı elde etme ve basiretli bir tüccar gibi yönetimidir.<sup>100</sup> Yatırım fonlarında katılma belgesi sahipleri hiç bir şekilde yönetime katılmamakta ve fon yöneticisine talimat verememektedir.

### **1.6.5 Mal Varlığının Korunması İlkesi**

Fon tüzel kişiliğe sahip olmamakla birlikte fonun malvarlığı kurucunun mal varlığından ayrıdır. Fon mal varlığı rehin edilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü kişiler tarafından haczedilemez. Yani fon mal varlığının korunması Sermaye Piyasası Kanunu ile güvence altına alınarak, suiistimallerin önüne geçilmesi amaçlanmıştır. Kurucu; fonu, kendisine inanarak paralarını teslim eden katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil etmekte, yönetmekte veya yönetimini denetlemektedir.

Yatırım fonlarında, halktan toplanan sermaye ile portföy oluşturulması, riskin dağıtılması ilkesine göre yatırım yapılması, portföy yönetiminin uzmanlarca gerçekleştirilmesi şeklindeki temel esaslara ek olarak ülkemiz uygulaması doğrultusunda; inançlı mülkiyet ve malvarlığının korunması ilkelerini de ilave etmek mümkündür.

---

<sup>100</sup> Dilek, s. 38.

## İKİNCİ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI

#### 2.1 YATIRIM FONLARININ MEVZUATIMIZDAKİ GELİŞİMİ

Sermaye piyasası kurulundan önce 1979 yılında sermaye piyasasında aracılık işleri gören MEBAN (Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş.) bünyesinde bir fon kurulmuş ve bu fonun iştirak belgeleri piyasaya sürülerek tedavül edilmiş. Ancak başarılı olmamıştır.

24 Ocak 1980 kararlarıyla serbestleşmeye yönelik değişmeler yaşanmış. Ekonomi dışa açılmış, yabancı sermayenin ülkemize gelmesi için yeni teşvikler uygulanmış, kambiyo denetiminden vazgeçilerek serbest değişken kur sistemi uygulamasına geçilmiş, Türk Lirasının konvertibilitesi sağlanmış, döviz için fiyat ve miktar kısıtlamaları kaldırılmış, dövizin alım satımı serbestleştirilmiştir.<sup>101</sup>

Bu finansal serbestleşme sürecinin üç önemli aşaması bulunmaktadır. Bunlar faiz hadleri üzerine sınırlamaların kaldırılması, döviz alım satım işlemlerinin serbestleşmesi ve sermaye piyasası üzerindeki kısıtlamaların tamamen kaldırılmasıdır.

1980 kararlarından sonra 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çıkartılmış, 1982'de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur. Ardından 1986'da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) faaliyete geçmiştir.<sup>102</sup> Yatırım fonlarının Türkiye sermaye piyasasındaki yerini alması 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sağlanmış. SPK. 12.12.1986 tarih ve 19310 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri VII, No:1 sayılı “Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına Ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği” yayınlamış ardından 1987'de ilk menkul

---

<sup>101</sup> Odabaşı, s. 2

<sup>102</sup> Kont, s. 5.

kıymet yatırım fonu faaliyete geçmiştir. Böylece finansal piyasalar derinlik ve çeşitlilik kazanmıştır.<sup>103</sup>

Geçen dönemlerde yasal düzenlemeler fon kurma yetkisini sadece bankalara tanıdığından ilk yatırım fonları bankalar tarafından kurulmuştur. SPK'nın 1982 yılında yürürlüğe girmesine karşın, ilk yatırım fonu katılma belgesi Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın izni ile 1987 yılında İş Bankası tarafından ihraç edilmiştir. Yatırım fonlarının Türkiye'deki piyasalarda işlem görmesinin gecikmesinde başlıca üç önemli neden vardır. Bunlar;

- İ.M.K.B'nin açılmamış olmasıdır. Borsa faaliyete geçmediği için menkul değer alım satımları rayiç bedel üzerinden yapılamıyordu. Ayrıca kurulacak bir fona yasal yoldan portföy oluşturmak olanaksızdı. Yasal ve teknik alt yapı eksikleri nedeniyle sermaye piyasaları geç ve yavaş bir gelişme göstermiştir, dolayısıyla da sermaye piyasasının bu yapısı, yatırım fonlarının ortaya çıkışını ve gelişimini geciktirmiştir
- Sermaye piyasası Kurulunun, katılma belgelerinin halka arzına dair tebliğinin gecikmiş olmasıdır. Bu tebliğ ancak Aralık- 1986'da yayımlanmıştır,
- Vergi sorunlarıdır. Yatırım fonları tüzel kişiliğe haiz olmadığı halde sermaye şirketi sayılmış ve kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Ancak Gelir Vergisi Kanunu'nun 94. maddesi açısından istisna teşkil etmemesi çifte vergi durumunu ortaya çıkarmış, aynı kazançtan çifte vergilendirme, kazanca sekte vuracağından, bankalar yatırım fonu kurma konusunda istekli davranmamışlardır.<sup>104</sup> Kurumlar Vergisi (KV)'den muaf olan fonlar gelirlerinin, Gelir Vergisi (GV)'Kanununun 94.maddesine göre %10 stopaja tabi olması nedeniyle fonlara ilgiyi azaltacağı düşüncesiyle katılma belgesi ihraç edilmemiştir. Bu sorun Ağustos 1987'de giderilebilmiş ve katılma

---

<sup>103</sup> Şahin, s. 26

<sup>104</sup> Dilek, s. 23.

belgelerinin halka arzı başlamıştır.<sup>105</sup> Sonraları ise Vergi Kanunda değişiklik yapılmış ve vergi tevfiyat oranını en çok yedi yıl süreyle 0 olarak belirlemeye Bakanlar Kurulu yetkili kılınmıştır. Bakanlar Kurulu'nun katılma belgeleri ve portföylerinde yer alan menkul kıymetler bakımından bu oranı sıfır belirlemesinin ardından vergi sorunu çözülmüş ve Ağustos 1987'de yatırım fonları kurulmaya başlamıştır. Ancak bu vergi muafiyeti bankaların piyasalarda üstünlüğü ele geçirmesine neden olmuş ve bu farklılık da yatırım fonu kuramayan aracı kurumların tepkisine neden olmuştur. Bunun üzerine 1989 yılında GVK'da değişiklik yapılarak, yatırım fonlarının portföylerinde bulunan menkul kıymetlerden elde edilen kazançlar tekrar vergi kapsamına alınmıştır.<sup>106</sup>

Seri VII, No:1 sayılı “Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği” 31.07.1992 tarih ve 21301 sayılı resmi gazetede yayınlanan seri VII, No: 2 sayılı “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile değiştirilmiştir. Yatırımcıların korunması ilkesi ve piyasanın ihtiyaçları doğrultusunda gözden geçirilip yeniden düzenlenmiştir, daha sonraki tebliğlerle de hukuki altyapısının ve sektörün güçlendirilmesi amaçlanmıştır.

Endüstriye giriş imkânının genişletilmesinin rekabeti arttıracakı düşüncesiyle 1992 yılında yatırım fonu kurma yetkisi bankalar dışında aracı kurumlara da verilmiştir.

3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda başlangıçtaki düzenlemeden farklı olarak, yatırım fonlarının sadece menkul kıymet portföyü değil, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası piyasalarda işlem gören altın ve kıymetli madenlerden oluşan bir portföy oluşturabilmeleri ve fonun “inançlı mülkiyet esasına” göre kurulması olanağı sağlanmıştır.

---

<sup>105</sup> Bolat, s. 38

<sup>106</sup> Dilek, s. 25.

## **2.2 MEVZUATTA YATIRIM FONLARININ TANIMI**

3794 sayılı Kanun'la Değişik 2499 sayılı Sermaye piyasası kanununun 37'nci maddesinde Yatırım Fonu “...halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla kurulan malvarlığı...” şeklinde tanımlanmıştır.

Yatırım fonları yatırımcılardan topladıkları paralar karşılığı, hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçlarından ve kıymetli madenlerden oluşturulan portföyleri yönetirler. Her bir yatırımcı fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma belgesini alarak fona ortak olur.

Yatırım fonları, diğer yatırım araçlarından oluşan karma bir sepet olup küçük birikimlerin yapamayacağı büyük yatırımları yapmak üzere kurulan ve büyüklüğünden dolayı ölçek ekonomilerinden yararlanabilen, tasarruf sahiplerinden fon toplayıp onlar adına bu fonları profesyonel yöneticiler öncülüğünde yöneten kurumlardır.

SPK mevzuatına göre, İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi fonların katılma belgeleri menkul kıymet sayılır.

## **2.3 YATIRIM FONLARININ İÇERİĞİNİ OLUŞTURAN VARLIKLAR**

Yatırım fonlarının içeriği, faaliyet süreci ve kuralları, katılma belgelerinin oluşturulması ve halka arzına ilişkin esaslar Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII No.10 sayılı ‘Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’ ile düzenlenmiştir.

Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri VII, No:10 sayılı tebliğinin 4. maddesine göre yatırım fonları; aşağıda belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan tüzel kişiliği olmayan mal varlığıdır.

## Yatırım Fonunu Oluşturabilecek Varlıklar <sup>107</sup>

- Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri,
- Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel ve kamu borçlanma senetleri ve hisse senetleri,
- Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,
- Kurul'ca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri,
- Nakit değerlendirmek üzere yapılan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdindeki borsa para piyasası işlemleri.

Yatırım fonları, yukarıda sayılan varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacı dışında herhangi bir işle uğraşamazlar.

## 2.4 YATIRIM FONLARINDA TARAFLAR

Yatırım fonlarında ortaya çıkan yatırım ilişkisi, ülkeden ülkeye farklılık arz etmekle birlikte, temelde yatırım fonlarının işleyiş süreci dörtlü bir yapı içerisinde gerçekleşmektedir.<sup>108</sup>

---

<sup>107</sup> [http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat\\_index.html](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html),

<sup>108</sup> Kılıç, ss. 6-7.

- Kurucu; Fonu kuran, ihraç eden, fonun her türlü işlemlerinden dolayı ortaklara ve düzenleyici kurumlara karşı sorumlu olan ve fon yönetimini atayan kişidir.
- Portföy Yöneticisi; Kurucu tarafından atanan ve fonu amaçlarına uygun olarak yönetmekle sorumlu olan kişidir.<sup>109</sup>
- Saklayıcı Kuruluş (Takasbank); Fonun portföyündeki varlıkları saklayan ve bu varlıklara bağlı olarak ortaya çıkan faiz, temettü gibi gelirleri tahsil eden taraftır.
- Tasarruf Sahipleri; Fona iştirak eden gerçek ve tüzel kişilerden oluşan taraftır.

#### 2.4.1 Kurucu

Kurucu, tüzel kişiliği olmayan fonun, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet ilke ve esaslarına göre belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetim, temsil ve saklanmasından, Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca sorumlu tutulmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nda, SPK'nın fonun yönetim ve saklama işlemlerinin kurucudan farklı kurumlarca yürütülmesine karar verebileceği hüküm altına alınarak, çıkabilecek çıkar çatışmalarına karşı önlem alınmıştır.<sup>110</sup>

Kurucu, bir yatırım fonu kurarak bu fona iştiraki sağlayan katılma belgelerini halka arz eden ve fonun her türlü işlemlerinden ortaklara ve üçüncü kişiler ile kamu kurum ve kuruluşlarına karşı sorumlu olan taraftır.

Kurucu ile katılma belgesi sahipleri arasındaki ilişkilere SPKn. ve ilgili mevzuatta hüküm bulunmayan hallerde Borçlar Yasası'nın "vekâlet akdi" hükümleri

---

<sup>109</sup> Özdemir, s. 6

<sup>110</sup> Kılıç, s. 16.

uygulanır.<sup>111</sup> Vekâlet akdinde vekâlet 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. Bu sebeple 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 (fon içtüzüğü) ile sağlanır. Yönetici sözleşme çerçevesinde katılma belgeleri karşılığında aldığı paraların maliki olur, ancak bu paraları sözleşme çerçevesinde kullanmak zorundadır.<sup>112</sup>

Kurucunun Yükümlülükleri;<sup>113</sup>

- Fonun katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetilmesini sağlamak,
- Fon varlığının, korunması, saklanmasını yerine getirmek,
- Talep halinde katılma belgelerini satın almak,
- Riskin dağıtılmasını gerçekleştirmek,
- Öngörülmiş ise katılma belgesi sahiplerine kâr dağıtmak,
- Fon portföyündeki hisse senetlerine ait oy haklarını temsilciler veya yetkili kılacağı diğer kişiler vasıtasıyla kullanmak,
- Hesap raporu hazırlamak, SPK'ya sunmak ve özetini ilan etmek,
- Vekâlet akdinden çıkarılabilecek ve SPK'ya aykırı olmayan diğer yükümlülükler.

Kurucu, fonla ilgili işlemleri kendi adına yürütmesi için her bir fon için içeriden veya dışarıdan en az üç kişiden oluşan bir fon kurulu ve en az bir denetçi atar. Kurucunun, fon kurulu üyeliklerine ve denetçiliğine dışarıdan atama yapması mümkündür.<sup>114</sup> Fon kurulu üyeleri ve denetçilerinin yüksek öğrenim görmüş

---

<sup>111</sup> Hakan Güçlü, "Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları", s. 11, [www.hakanguclu.com](http://www.hakanguclu.com), (24.12.2009)

<sup>112</sup> Yalçınkaya, s. 26.

<sup>113</sup> Tefik, s. 35.

<sup>114</sup> Güngör, s. 28.



olmaları, Sermaye piyasası alanında en az beş yıllık tecrübeye sahip olmaları, faaliyet izinlerinden birinin veya birden fazlasının sürekli veya geçici olarak kaldırılmış yahut borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda sorumluluğu tespit edilmiş bulunan kişilerden olmamaları gereklidir.

Yatırım fonunun kurucusu, her bir fon için belirli özellikleri taşıyan en az bir denetçi tayin etmek zorundadır. Yatırım fonları Ayrıca, yapılacak bir sözleşme kapsamında 6 aylık ve yıllık olarak Bağımsız Dış Denetim şirketleri tarafından denetlenir. Yıllık denetim raporunun SPK'ya gönderilmesi zorunludur. Fon denetçisi, fon faaliyetlerinin iç kontrol esas ve usullerine uygun yapıp yapılmadığını denetler. Tespit ve denetleme sonuçlarını içeren raporları yılda en az bir kere kurucunun yönetim kuruluna ve fon kuruluna iletir. Bu raporların kurucu nezdinde en az beş yıl saklanması zorunludur. Fon denetçisi, eğer fonun mali durumunu zayıflatacak veya olağandışı sonuçlar doğuracak bir durumu tespit etmesi halinde ise bir denetim raporu hazırlar. Bu raporu en kısa sürede kurucunun yönetim kuruluna sunar ve aynı gün söz konusu olan bu raporun bir örneğini SPK'ya gönderir. Kurul, yatırım fonlarını her zaman denetleme yetkisine sahiptir.<sup>115</sup>

Bağımsız denetçinin raporunda yer vermesi gereken özel hususlar fon varlıklarının mevzuata uygun olarak saklanıp saklanmadığı, fon iç kontrol sistemi, birim pay değerinin mevzuata uygun olarak hesaplanıp hesaplanmadığı, fonun yatırım performansına ilişkin olarak kamuya açıklanan bilgilerin mevzuata uygun olup olmadığını denetler.<sup>116</sup>

---

<sup>115</sup> Dilek, s. 53

<sup>116</sup> Özütlük, s. 17.

## 2.4.2 Yönetici

Fon, kurucunun belirleyeceği bir fon yönetimi tarafından portföy yönetim sözleşmesine göre yönetilir.

Yatırım fonunun portföyü, kurucu tarafından atanan bağımsız bir yetkili yönetici kuruluş tarafından yönetilmektedir. Kurucu tarafından atanan yönetici, SPK'dan portföy yöneticiliği belgesi almış aracı kurumlar ile portföy yönetimi şirketlerinin yöneticileri olabilir.<sup>117</sup> Yönetici, kurucu ile yapacağı portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde fonun varlıklarını Kanun, Tebliğ ve fon içtüzük hükümlerine göre yönetmekle yükümlüdür yönetmekle görevlidir. Fon portföyünün kurucu tarafından atanan bir yönetici tarafından yönetilmesi ile Kurucu ile fon arasındaki menfaat çatışmalarının önlenmesi amaçlanmıştır.

Kurucu ve yönetici arasında portföy yöneticiliğine ilişkin yapılacak sözleşmenin bir örneğinin, sözleşmenin yapıldığı tarihten itibaren 6 işgünü içinde SPK'ya gönderilmesi zorunludur.

Portföy yönetim sözleşmesinde yönetici kuruluşun ve fon kurucusunun unvanı, sözleşme süresi, yöneticinin alacağı ücretin tutarı ve ödeme koşulları, portföy yönetim ilkeleri, fesih şartları gibi hususlar yer alır.

Yönetici nezdinde fonun sağlıklı bir şekilde yönetilebilmesi amacıyla fon yönetiminde görev alacak, fonun yatırım yapabileceği varlıklar konusunda yeterli bilgiye ve sermaye piyasası alanında en az beş yıllık tecrübeye sahip yeterli sayıda uzman personelin bulunması, fon yönetiminin gerektirdiği ve fonun amacına uygun mekân ve teknik donanımın da kurulmuş olması gerekmektedir.

---

<sup>117</sup> TKYD.

### 2.4.3 Yed-i Emin (Saklayıcı)

Kurucu ile yapacağı sözleşme çerçevesinde, fonun portföyündeki varlıkları muhafaza eder ve portföy yöneticisinin verdiği talimatlar doğrultusunda portföy hareketlerini yürütür ve portföydeki varlıkların faiz ve temettü gelirlerini tahsil ederek katılma belgesi sahiplerine aktarılmasına aracılık eder.<sup>118</sup>

Yatırım Fonu Tebliği'nde İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ile İstanbul Altın Borsası ve/veya SPK tarafından yetkilendirilen diğer kuruluşlar saklayıcı kuruluşlar olarak belirlenmiştir.

Fon portföyündeki varlıklar, esasları İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.tarafından belirlenen bir sözleşme çerçevesinde saklayıcı nezdinde saklanır. Portföyündeki varlıkların SPK tarafından belirlenmiş bir kuruluştaki saklanması halinde buna ilişkin sözleşme esaslarını SPK belirler. Fon portföyündeki kıymetli madenlerin İstanbul Altın Borsasında saklanması zorunludur. Kıymetli madenlerin saklanmasına ilişkin sözleşmenin esasları İstanbul Altın Borsası tarafından belirlenir. Sözleşmenin bir örneğinin yapıldığı tarihten itibaren 6 işgünü içinde SPK'ya gönderilmesi zorunludur. ; varsa, yabancı kıymetler uluslararası saklama kuruluşlarında muhafaza edilir.<sup>119</sup> Saklayıcının Görevleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir;

- Fon portföy yöneticilerinin yatırım fonu ve ortaklıkları adına İMKB ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası bünyesindeki mevcut piyasalarda yapmış oldukları işlemlerin nakit ve menkul kıymet takasını gerçekleştirmek,
- Sermaye Piyasası Kurulu'nun belirlemiş olduğu esaslar çerçevesinde, Yatırım Fonları ve Ortaklıklarının portföylerinde bulunan menkul kıymetlerin birim fiyatlarını ve piyasa değerlerini hesaplamak,

---

<sup>118</sup> Ertaş ve Diğerleri, s. 11.

<sup>119</sup> TKYD.

- Yatırım Fon ve Ortaklıklarının kurucu, yönetici veya operatörlerinin, günlük olarak portföylerine ilişkin bilgiler (portföy değeri, fon toplam değeri vs) sisteme girilir, bu değerleri Takasbank tarafından hesaplanan değerlerle karşılaştırıp mutabakata varmak,
- Bankanın kullandığı özel yazılım aracılığıyla sisteme girilen bilgileri günlük olarak Sermaye Piyasası Kurulu'na aktarmak.<sup>120</sup>
- Fon paylarının katılımcı bazında tutulması ve katılımcılara fon hesaplarında yatırıma yönlendirilecek katkı payı tutarı ile bunlara karşılık gelen pay sayılarını fon bazında izleme imkânı sağlanması,
- Fon portföyünün Kurulca belirlenen esaslar çerçevesinde yönetilmesinin kontrolü,
- Portföy değerinin ve birim pay değerinin yönetmelikte belirlenen değerlendirme esasları çerçevesinde hesaplandığının kontrolü,
- Fon hesaplarında yatırıma yönlendirilecek ve Şirket tarafından bildirilen katılımcı katkı paylarının fona aktarımında pay sayısının doğru hesaplanıp hesaplanmadığının kontrol edilmesi,
- Fon hesabından yapılacak ödeme ve virman işlemlerinin kontrolü.

---

<sup>120</sup>Takasbank, <http://www.takasbank.com.tr/tr/Hizm/fs10.htm> , (22.12.2009)

#### 2.4.4 Tasarruf Sahipleri

Katılma belgelerini satın alarak fona iştirak eden gerçek veya tüzel kişilerdir.<sup>121</sup> Katılma belgesi sahiplerinin fona karşı varsa kâr payı alma hakkı, katılma belgelerinin geri satın alınmasını talep hakkı ve tasfiye payını talep etme, bilgi alma hakkı vardır.<sup>122</sup>

Bir banka nezdinde açılacak hesap üzerine, sahibi bulunduğu yatırım fonu paylarını karşılık göstermek suretiyle, katılma belgesi karşılığı ödeme yapılmak üzere çek keşide etme hakları vardır.<sup>123</sup>

### 2.5 TÜRKİYE'DE FON TİPLERİ VE TÜRLERİ

Mevcut sermaye piyasası mevzuatına göre yatırım fonları iki farklı tipte kurulabilmektedir;

Fon içtüzüklerinde belirtmek koşuluyla fon portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'i sürekli olarak, mevzuata göre özelleştirme kapsamındaki Kamu İktisadi Teşebbüsleri de dâhil olmak üzere Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerinden oluşan fonlar “*A tipi*”, diğerleri “*B tipi*” yatırım fonu olarak adlandırılır. Bu fonlar daha az oranda hisse senedi içeren, hatta hisse senetlerine hiç yer vermeyen, sabit getirili menkul kıymet ve ters repo ağırlıklı fonlardır. Bu fonların katılma belgeleri kıymetli evrak olmakla birlikte, menkul kıymet sayılmamakta ve borsada işlem görmemektedir.

B tipi fonlar genellikle, değişken B tipi fonlar hariç; %95'i devlet tahvili veya hazine bonusu; %5'i borsada kote edilmiş ve son 3 yıldır kâr payı dağıtan bir şirketin hisseleri veya özel sektör tarafından ihraç edilmiş tahvil veya bonolardan

---

<sup>121</sup> Kont, s. 7.

<sup>122</sup> Tefik, s. 36.

<sup>123</sup> Haykır, s.12.

oluşmaktadır.<sup>124</sup> Tasarruf sahipleri açısından yatırım fonlarının türü, üstleneceği riske karşılık elde edeceği getiri hakkında bilgi sahibi olmak istemesi dolayısıyla önemli iken, yatırım fonu yöneticisi bakımından ise fon yönetim stratejisinin belirlenmesi açısından önemlidir.<sup>125</sup>

Yatırım fonları içtüzüklerinde belirtilmek koşuluyla aşağıdaki türlerde kurulabilir;

- a) Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak;
  - Özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil Türkiye'de kurulmuş olan ortaklıkların hisse senetlerine yatırılmış fonlar 'Hisse Senedi Fonu'
  - Kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlar 'Tahvil ve Bono Fonu',
  - Belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlar 'Sektör Fonu',
  - Belli bir topluluğun veya grubun menkul kıymetlerine yatırmış fonlar 'Grup Fonu',
  - Kurucunun iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış fonlar 'İştirak Fonu',
  - Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlar 'Yabancı Menkul Kıymetler Fonu',
  - Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar 'Kıymetli Madenler Fonu',

---

<sup>124</sup> Şahin, s.34.

<sup>125</sup> Marangoz, s.13.

- Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar 'Altın Fonu',

b) Fon portföyünün en az 80'ini devamlı olarak;

- Aşağıda yer alan formüle uygun olarak yapılan hesaplama çerçevesinde, baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşan fonlar "Endeks Fon",

Korelasyon katsayısı, belirli bir dönemde baz alınan endeksin değeri ile endeks fonun birim pay değeri arasındaki ilişkiyi ifade eden, (+1) ile (-1) arasında bir değer olup, mevzuatta belirtilmiş olduğu üzere aşağıdaki formüle göre hesaplanır.

$$r = \frac{\sum (X_t - X_{ort})x(Y_t - Y_{ort})}{\sqrt{\sum (X_t - X_{ort})^2} \times \sqrt{\sum (Y_t - Y_{ort})^2}}$$

r	: Korelasyon katsayısı
X <sub>t</sub>	: Fonun t günündeki birim pay değeri
Y <sub>t</sub>	: Baz alınan endeksin t günündeki değeri
X <sub>ort</sub>	: Hesaplama dönemindeki ortalama birim pay değeri ( $\sum x_t /$ Hesaplama dönemindeki gün sayısı)
Y <sub>ort</sub>	: Hesaplama dönemindeki ortalama endeks değeri ( $\sum Y_t /$ Hesaplama dönemindeki gün sayısı)

- Diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonlar “Fon Sepeti”,

c) Fon portföyünün tamamı;

- Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlar ‘Karma Fon’,
- Devamlı olarak, portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlar ‘Likit Fon’,
- Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki fon türlerinden herhangi birine dâhil olmayan fonlar ‘Değişken Fon’,

d) Alt fonları asgari olarak altı ay vadeli kurulmak kaydıyla fonlar;

Alt Fon; Bir şemsiye fon (Payları tek bir içtüzük kapsamında ihraç edilen tüm alt fonları kapsayan fon) içtüzüğüne bağlı olarak her katılma payı ihracı için ayrı bir izahname ve sirküler düzenlenmesi gereken fonları ifade eder.



- I. Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine ve Kurucu ile Garantör arasında imzalanan bir garanti sözleşmesine dayanılarak taahhüt edildiği ve şemsiye fon şeklinde kurulan fonlar "Garantili Fon",

Garantör; Garantili yatırım fonları tarafından içtüzüklerinde belirlenen esaslar çerçevesinde yatırımcılara geri ödeneceği taahhüt edilen yatırım tutarının Fon tarafından karşılanamayan kısmının yatırımcılara geri ödenmesini Fon'a garanti eden ve Tebliğde belirlenen niteliklere haiz; bankalar ve sigorta şirketleri ile tabi oldukları mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla yurtdışında yerleşik bankaları ve sigorta şirketlerini ifade eder.

- II. Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlandığı ve şemsiye fon şeklinde kurulan fonlar "Koruma Amaçlı Fon" olarak adlandırılır.

Garantili yatırım fonlarının ve koruma amaçlı yatırım fonlarının unvanlarının, garantinin veya korumanın başlangıç yatırımına oranını ya da garantili yatırım fonlarında garantör tarafından sağlanan garanti kapsamındaki getiri oranını açık olarak gösterecek şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Koruma amaçlı yatırım fonunun unvanında başlangıç yatırımının üzerinde hedeflenen getiriye ilişkin ifadeler yer verilemez.

Garanti ya da koruma, garantiden ve korumadan faydalanma hakkına sahip tüm katılma payı sahipleri açısından aynı nitelikte olmalıdır. Garantili yatırım fonlarının ve koruma amaçlı yatırım fonlarının portföy yönetim stratejisinde ve türünde fonun vadesi içerisinde değişiklik yapılamaz.

e) Piyasamızda İşlem Gören Diğer Fon Türleri;

- Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar ise "Serbest Yatırım Fonları" (Hedge Funds) olarak adlandırılır. Bu fonlar, diğer yatırım fonlarında geçerli olan portföy sınırlamalarına tabi olmaksızın, fon içtüzüklerinde yer alacak yatırım stratejileri limitleri dâhilinde para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.

Nitelikli Yatırımcı, yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar ile kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişileri ifade eder.

- Emeklilik Yatırım Fonu; Emeklilik şirketi tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inanca mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan malvarlığıdır.
- Borsa Yatırım Fonları; Hisse senetlerinin ve yatırım fonlarının özelliklerini birleştiren bir yatırım aracı olan borsa yatırım fonlarının temel avantajı, fon katılma belgelerinin hisse senetleri gibi borsada işlem görebilmesidir. Borsa yatırım fonları endeks fon şeklinde kurulmakta olup, baz aldığı endeks kapsamındaki hisse senetlerine/varlıklara endeksteki ağırlıkları oranında yatırım yapmaktadır. Bu sayede bu fonların katılma belgelerini satın alan

yatırımcı ilgili endekse yatırım yapabilmekte, endeksin getirisinden yararlanabilmektedir.

Borsa yatırım fonları, portföyünün en az %80'i devamlı olarak baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeks kapsamındaki menkul kıymetlerden oluşan ve baz alınan endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, baz alınan endeksi takip etmek üzere Endeks Fon olarak kurulur. Borsa yatırım fonlarının katılma belgesi menkul kıymettir.

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

Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi ve veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar 'Özel Fon'.

Yatırım fonlarına ilişkin Esaslar Tebliği'nde belirtilen yatırım fonu türlerinin "Hisse Senedi Fonu", "Likit Fon", ve "Endeks Fon" hariç tümü A ve B tipi fon olarak kurulabilir.

"Hisse Senedi Fonu"nda fon portföyünün en az %51'i özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerinden oluştuğundan bu tür fonlar B tipi yatırım fonu olamaz.

"Likit Fon" kısa vadeli sermaye piyasası araçlarından oluştuğu için bu tür yatırım fonları A tipi olamaz. Likit varlık fonlarına olan talebi artıran en önemli faktör Faiz oranlarının yüksek olmasıdır.

“Endeks Fonlar” ise, borsa endekslerindeki oranlara göre endeks kapsamındaki hisse senetlerinden oluşan portföyü işleten fonlar oldukları için, bu tür yatırım fonları B tipi olamaz.

## **2.6 YATIRIM FONLARININ KURULUŞU**

Aşağıda sayılan fon kurucularından yetkili bir kurucu yatırım fonu kurmak istediğinde, gerekli belgelerle birlikte hazırlayacağı bir fon içtüzüğü ve izahname ile SPK'ya başvurur ve halka arz edeceği katılım belgelerinin kayda alınmasını ister. Kayda alınma SPK tarafından uygun görüldüğü zaman, bir sirküler ilan ile bunu halka duyurur ve sonra sirkülerde belirtilen biçimde katılma belgeleri halka arz olunur. Katılma belgelerinin itibari (üzerinde yazılı) değeri yoktur, katılma belgelerinin değeri piyasa koşullarına göre değişen fonun mevcut varlığının katılım belgelerinin sayısına bölünmesiyle bulunmaktadır.

### **2.6.1 Fon Kurucuları**

Türkiye'de yatırım fonu kurabilecek kurum ve kuruluşlar; bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 38. Maddesinde belirtildiği üzere 506 sayılı kanunun geçici 20. Maddesi (bankalar, sigorta şirketleri, sanayi ve ticaret odaları, borsalar ve bunların kurduğu birliklerin, bütün personellerini kapsayacak şekilde kurulan ve personele sosyal güvenlik yardımı amacı tanıyan derneklerle ilgili düzenlemeleri içermektedir) uyarınca kurulmuş diğer sandıklardır. Buna göre ülkemizde bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, SSK, Emekli Sandığı, Bağkur, OYAK ve özel emeklilik kuruluşları fon kurup yönetebilmektedirler.

Katılma belgelerinin pazarlamasının ise kurucular dışında, sadece banka ve aracı kurumlar tarafından yapılabileceği düzenlenmiştir. Daha sonra bu kapsama katılım bankaları da eklenmiştir.

Yatırım fonunun katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak biçimde yönetimi, temsili ve saklanmasından fon kurucusu sorumludur.

Kurucunun yatırım fonu içtüzüğü hazırlayarak, bu tüzüğün noter onaylı bir örneği ve SPK'ca belirlenecek diğer belgelerle birlikte, SPK' ya başvurması gerekmektedir. Kurucu mevzuat ve fon içtüzüğünde belirtilen sınırlar içinde kalmak üzere fon portföyünü dilediği gibi oluşturabilmekte ve daha sonra değiştirebilmektedir.<sup>126</sup>

Fon kurucuları yatırım fonu katılma belgeleri dışında mevzuatlarınca izin verilen diğer ürünleri de doğrudan veya dolaylı olarak pazarlayabilmektedirler. Örneğin, bankalar döviz, altın, TL ve döviz cinsinden mevduat, sabit getirili devlet iç ve dış borçlanma senetleri ve ters repo; aracı kurumlar ise hisse senedi, sabit getirili devlet iç ve dış borçlanma senetleri ile ters repo ürünlerini satabilmektedirler.<sup>127</sup>

Kurucuların aşağıdaki koşulları sağlaması gerekmektedir

- a) Fon kurmak isteyen aracı kurumların sermaye piyasası faaliyetleri için (halka arza aracılık ve alım satıma aracılık) Kuruldan izin almış olmaları gerekir. Bankalar ve diğer kurucularda bu nitelik aranmaz.<sup>128</sup>
- b) Aracı kurumların öz sermayelerinin, "Aracı kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine ilişkin Esaslar Tebliği" kapsamında hesaplanan tutardan az olmaması,

---

<sup>126</sup> SPK, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, s. 8.

<sup>127</sup> Özütürk, s. 10.

<sup>128</sup> Ertaş ve diğerleri, s. 20.

- c) Banka ve sigorta şirketlerinin kendi mevzuatlarına göre sahip olmaları gereken asgari ödenmiş sermayeye sahip olmaları,
- d) Kurucuların kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde faaliyetlerinin tamamen veya belirli faaliyet alanları itibariyle sürekli veya son bir yıl içinde 1 ay veya daha fazla süreyle geçici olarak durdurulması kararı verilmemiş olması,
- e) Kurucuların yetkililerinin müflis olmamaları ve yüz kızartıcı suçlardan dolayı veya kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatına aykırılıktan dolayı mahkûmiyet kararlarının bulunmamış olması gerekmektedir.

## **2.6.2 Fon Kurma Yöntemleri**

Yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına göre iki yöntemle kurulabilmektedir: Nakit yöntemi ve tahsis yöntemi.

### **2.6.2.1 Nakit yöntemi (Katılma Belgelerinin Önceden Satılması)**

Fon sözleşmesi hazırlanıp fon yöneticisi ve güvenilir kişi belirlendikten sonra katılma belgeleri tasarruf sahiplerine satılarak fon oluşturulur. Fonun oluşmasının ardından fon yönetimi, fon sözleşmesinde belirlenmiş amaçlara uygun girişimlerde bulunmaya başlar. Bu sistemde kurucu avans vermemekte, fon kurulmadan katılma belgeleri satılmakta ve yatırım fonu portföyü bu şekilde oluşturulmaktadır.<sup>129</sup>

---

<sup>129</sup> Güngör, s. 22.

### 2.6.2.2 Tahsis yöntemi (Güvenilir Kişinin Avansı)

Kurucu, fon sözleşmesini hazırlayıp yasal formaliteleri yerine getirdikten sonra fon sermayesinin tamamını öder. Tahsis edilen bu nakitle bir portföy oluşturulmasını takiben katılma belgeleri hazırlanarak yatırımcılara satılır.<sup>130</sup> Bu fonlarda, kurucu şirket yatırım fonunun kurulması için önce bankaya bir avans koymakta, katılma belgelerini halka sattıkça koyduğu avansı geri almaktadır. Burada avans sistemi Sermaye Piyasası Kanunu tarafından belirlenmektedir. Bu sistem yatırımcılar açısından daha güven verici olmaktadır. Güvenilir kişi (trustee) yatırım fonunu kurmak için önceden ortaya bir avans koyar. Koyduğu avansa uygun bir portföy oluşturur. Portföyün varlığını çıkardığı katılma belgeleri sayına bölerek her katılma belgesi için fiyat oluşturur. Sonra ise bu fiyattan katılma belgelerini halka satarak, topladığı para karşılığında önceki avansını geri çeker. Katılma belgelerinin tümü satıldığı zaman tüm avansı geri almış olacaktır.<sup>131</sup> Başlangıçta fona katılacak kişilerden para toplamanın zorluğu nedeni ile kurucu, fonun oluşturulması için içtüzükte belirlenen tutar kadar fona avans vererek kıymetleri satın alır ve portföyü oluşturur. Kurucu katılma belgelerinin tümü satıldıktan sonra avansını geri alır.

Ülkemizde katılma paylarının halka arz edilmesi ya belirli kişi ve kuruluşlara ya da nitelikli yatırımcılara tahsisli satılması zorunludur.

### 2.6.3 Fonun Kuruluşu

Kurucunun, fon kurmak için; ilk olarak fon içtüzüğünü hazırlaması gerekir. Yatırım fonu içtüzüğü kurucu tarafından hazırlanır ve fon ile katılma belgelerine ilişkin bilgi ve esasları içerir.<sup>132</sup>

---

<sup>130</sup> Özdemir, s. 9.

<sup>131</sup> Karşlı, s. 174.

<sup>132</sup> Haykır, s. 6.

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

İltihaki sözleşmeler, özel sözleşme türlerinden olup, taraflar sözleşmenin içeriği veya şartları üzerinde görüşüp tartışmazlar, sözleşme içeriği bir taraf tarafından belirlenmiştir, müzakere yoktur, diğer taraf için tek bir seçim imkânı vardır. Sözleşmeyi feshetme hakkı tek tarafa (yatırımcıya) tanınmıştır ve yatırımcı kurucuya talimat veremez

Fon içtüzüğünde bulunması gereken başlıca hususlar şunlardır; fonun adı, türü ve tipi, kurucunun ve saklayıcının unvanı ve adresi, fon tutarı, pay sayısı ve fon süresi, portföy yönetim ilkeleri, fona katılma ve fondan ayrılma şartları, katılım belgelerinin satışına ve geri satın alınışına ilişkin usul ve esaslar, fonun tasfiye şekli.<sup>133</sup>

Kurucu, fon kurmak için hazırlayacağı fon içtüzüğü taslağı ve istenilen bilgi ve belgelerle Kurul'a başvurarak kuruluş izni alır. Banka ve sigorta şirketlerinin fon kurmak veya fon tutarını arttırmak üzere Kurul'a başvurmaları halinde Hazine Müsteşarlığı'nın görüşü alınır. Vakıfların fon kurmak veya fon tutarını arttırmak üzere Kurul'a başvurmaları halinde Vakıflar Genel Müdürlüğü'nün görüşü alınır.

Fon kuruluşu için SPK'ya gönderilen belgelerde bulunması gereken asgari hususlar; Fonun adı, Fonun Tutarı, Fon kurulu üyeleri ve denetçisi, Yönetici, Kurucunun ( ortaklık yapısı, Genel kurulca onaylı son tarihli mali tabloları ve genel kurul toplantı tutanağı, Faaliyet raporu) imza sirküleri, Fon kurulu üyelerinin ve fon denetçisinin sermaye piyasası faaliyet izinlerinin birinin veya birden fazlasının

---

<sup>133</sup> Şahin, s. 39.



sürekli veya geçici olarak kaldırılmasında yahut borsa üyeliğinden çıkarılmış kuruluşlarda sorumluluğu tespit edilmiş kişilerden olmadıklarına dair noter tarafından onaylanmış beyanları ve özgeçmişleri, Kurulca istenebilecek diğer bilgi ve belgeler.<sup>134</sup>

Katılma belgelerinin ihracı ve kayda alınması için Kurul'a yapılacak kayıt başvurusundan önce; Fon içtüzüğünün, kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan edilmiş olması, Fon kurulu üyeleri ve denetçisinin atanmış ve fon biriminin oluşturulmuş olması şarttır.

Kurucu fon içtüzüğünün tescilinden itibaren en fazla üç ay içerisinde yukarıdaki gerekli koşulları sağlayarak katılma belgelerinin kayda alınması için bir dilekçe ve gerekli belgelerle Kurula başvurur.

Kurucu, fonun katılma belgelerinin kayda alınması için bir dilekçe ekinde aşağıdaki belgelerle Kurul'a başvurur.

- a. Kuruluşta tescil ve ilan edilen fon içtüzüğünün metni ve ilanının yapıldığı TTSG,
- b. Fon portföy değeri tablosu,
- c. Fon toplam değeri tablosu,
- d. Portföy yönetim sözleşmesi
- e. Kurucu dışındaki kuruluşlarca yatırım fonu katılma belgelerinin alım-satımı yapılacaksa aracılık sözleşmesi,
- f. Saklama sözleşmesi,
- g. Yönetici dışında bir aracı kuruluş ile menkul kıymetlerin alım-satımı yapılacaksa yönetici ile bu kuruluş arasında imzalanmış aracılık sözleşmesi,
- h. Kurucunun sermayesinin %10'nundan fazlasına sahip hissedarların iştirak ettikleri ortaklıkların ve iştirak oranlarının dökümü,

---

<sup>134</sup> Dilek, s. 51.

- i. Kurucunun yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, genel müdür ve genel müdür yardımcılarının isimleri ile bunların iştirak ettikleri ortaklıkların ve iştirak oranlarının dökümü,
- j. Kurul'dan temin edilecek asgari standartları haiz izahname ve sirküler,
- k. Fon organizasyon şeması ve fonda görev alanların görev tanımları,
- l. Fon müdürü için belirtilen bilgi ve belgeler,
- m. Kurul'ca istenecek diğer bilgi ve belgeler.

Serbest yatırım fonları ve borsa yatırım fonları dışındaki fonların kuruluş ve kayda alma başvuruları birlikte değerlendirilir ve sonuçlandırılır. Kayda alma belgesi, fon içtüzüğünün ticaret siciline tescil edildiğine ilişkin belgenin Kurula gönderilmesini müteakip verilir.

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 Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan ettirilir. İzahnamenin tescilini takibenden 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.

Kısaca özetlemek gerekirse fon kuruluşundan halka arzına kadar geçen sürede başlıca yapılan işlemler;

- Halka arz öncesi,

- Fonun kuruluşu ve kuruluş giderlerinin ödenmesi,
  - Portföy oluşturulması,
  - Portföydeki varlıkların değerlendirilmesi,
- Halka arz aşamasında ise,
- Katılma belgelerinin halka arzı,
  - Kurucuya borçların ödenmesi,

#### **2.6.4 Fon Kurma Limiti**

Fon kuruluş ve tutar artırım başvurularında bir kurucuya ait mevcut tüm fonların toplam değerleri toplamının kurucunun Kurula gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tablosunda yer alan özkaynakları toplamının 10 katını aşmaması şartı aranır.

Fonların kuruluşta asgari fon tutarı 100.000 TL'den az olamaz. Bu tutar her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranı dikkate alınarak belirlenir. 2010 yılı için belirlenen asgari fon tutarı 4.050.000 TL'dir.

Fon tutarının artırılmak istenmesi halinde kurucu, fon tutarının ve pay sayısının artırılması amacıyla içtüzük değişikliği ve arttırılacak tutarı temsil eden payların kayda alınması talebiyle Kurul'a başvurur. Fon içtüzüklerinin ilgili maddesinde ihraç edilecek yeni katılma belgesi sayısı ile birlikte yeni fon tutarı belirtilir. Tutar artırımına ilişkin içtüzük değişikliğinin Kurul'ca uygun görülmesi halinde, artırılan tutarı temsil eden katılma belgeleri kayda alınır. Katılma belgelerinin kayda alınmasını takiben Kurulca uygun görülen fon içtüzüğü ve fon

izahname ve sirküleri kanunda düzenlenmiş esaslara uygun olarak tescil ve ilan ettirilir.<sup>135</sup>

Fon tutarı artırılmak suretiyle çıkarılacak yeni tertip katılma belgelerinin değeri, çıkarma günündeki fon toplam değerinin dolaşımdaki katılma belgelerinin temsil ettikleri tüm payların sayısına bölünerek hesaplanır.

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. Katılma belgeleri karşılığı yatırımcılardan toplanan paraların, en geç üç iş günü içinde, belirlenen varlıklara içtüzük hükümlerine göre yatırılması zorunludur

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 1 yıl içerisinde tahsil edilmek zorundadır. Bu süre içerisinde, zamanında tahsil edilemeyen artırım giderlerinden kurucu feragat etmiş sayılır.<sup>136</sup>

### **2.6.5 Katılma Belgeleri**

Katılma belgeleri, belge sahibinin kurucuya karşı sahip olduğu hakları ve fona ne kadar pay ile katıldığını belirten kıymetli evrak niteliğindeki senetlerdir. Emre veya hamiline yazılı, kaydi değer olarak tutulur.<sup>137</sup>

Katılma belgelerinin alım ve satımı fon yönetimi tarafından yapılmaktadır. Ancak bazı A tipi yatırım fonları borsaya kote olabilir ve katılma belgeleri borsada işlem görürse, katılma belgesi alım satımı borsada da yapılabilir.

---

<sup>135</sup> Yamaç Güneşli, “Yatırım Fonları”, [http://www.turkhukuk sitesi.com/makale\\_966.htm](http://www.turkhukuk sitesi.com/makale_966.htm), (03.09.2009)

<sup>136</sup> SPK Mevzuat, [http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat\\_index.html](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html),

<sup>137</sup> Ceylan; Korkmaz, s. 139.

Katılma belgesi, temsil ettiği değerin tam olarak nakden ödenmesi şartıyla satılabilir. Katılma belgesi sahiplerinin fon yönetimine katılma hakları yoktur. Katılma belgeleri Merkezi Kayıt Kuruluşu bünyesinde kaydi olarak saklanmaktadır.<sup>138</sup> Katılma belgelerinin kıymetli evrak niteliğinin bulunması, bu evrakların kendiliğinden menkul kıymet niteliği kazanmaları için de yeterli olmamaktadır.<sup>139</sup>

İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A Tipi fonların katılma belgeleri menkul kıymet sayılmaktadır. Yani, katılma belgeleri esas itibariyle kıymetli evrak niteliğine sahip bir senetken, A tipi fonlar içtüzüğünde katılma belgelerinin kurucu dışında alım satımının aracı kuruluşlarca yapılabileceğinin belirtilmesi kaydıyla menkul kıymet sayılmaktadırlar.

Fon mal varlığının fon kurucusunun mal varlığından tamamen ayrı olmasıyla beraber yatırım fonları tüzel kişilik değillerdir. Katılma belgelerinin itibari değeri yoktur. Fon pay değeri, fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesiyle elde edilir.

Katılma belgeleri ilk kez halka satılıyorsa, halka satış öncesinde kurucu tarafından gazetelerde ilan edilen izahname/sirkülerde belirtilen adreslerde, yine bu izahname/sirkülerde belirtilen saatler içinde alınıp satılmaktadır. Adresler genellikle kurucunun merkez ve şube adresleri olup, kurucu Ayrıca başka aracı kuruluşlar aracılığı ile kurduğu fonun katılma belgelerini pazarlayabilir veya alıp satabilir.<sup>140</sup>

A tipi fonlarda ve likit fonlar dışındaki B tipi fonlarda, katılma payı alım-satımlarında içtüzük hükümleri uyarınca verilen alım-satım emirleri, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İçtüzüklerinde hüküm bulunmak kaydı ile aynı gün içinde iki fiyat

<sup>138</sup> Spk Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, s. 4.

<sup>139</sup> Ahmet Kırman, **Yatırım Fonları, Katılma Belgeleri ve Vergilendirme Esasları**, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi, İstanbul 1999, s. 31.

<sup>140</sup> Spk Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, s. 11.

açıklanabilir. Diğer fon türlerinden farklı olarak, serbest yatırım fonlarının pay fiyatları en az ayda bir kere hesaplanmak ve fon yatırımcılarına bildirilmek zorundadır. Bu fonların içtüzüklerinde katılma paylarının fona iadesi için pay fiyatlarının ilan süresinden daha farklı ve uzun süreler belirlenebilir. Garantili yatırım fonlarının ve koruma amaçlı yatırım fonlarının pay fiyatları en az ayda iki kere hesaplanmak ve ilan edilmek zorundadır.

Katılma belgesi sahipleri, belgelerini fon içtüzüklerinde belirlenen esaslara göre fona iade etmek suretiyle paraya çevirebilirler. Ayrıca içtüzüğünde hüküm bulunmak şartı ile kurucunun talebi ve borsanın uygun görmesi üzerine menkul kıymet niteliği verilen fonların katılma belgeleri borsada işlem görebilir.

Fon içtüzüklerinde hüküm bulunmak kaydıyla, kurucular tarafından, bir banka nezdinde, katılma belgesi sahipleri adına katılma belgeleri karşılığında ödeme yapılmak üzere açtırılacak hesaplar üzerine, çek keşide etme olanağı sağlanabilir.

Fon kurucusunun banka dışında bir kuruluş olması halinde kurucunun bir sözleşmeyle belirleyeceği banka ile katılma belgesi sahipleri arasında, bu madde hükümleri çerçevesinde bir sözleşme yapılabilir. Yapılacak sözleşme içindeki koşullar uyarınca, katılma belgesi sahiplerine, belirlenmiş banka nezdinde fon katılma belgeleri karşılık gösterilerek çek keşide etme imkanı sağlanabilir.

Borsa'da işlem görmeyen katılma belgelerinin, aracılık amacıyla borsa dışında alım satımı fon içtüzüklerinde hüküm bulunması kaydıyla mümkündür. Bu durumda kurucu dışında fon katılma belgelerinin alım satımına aracılık edecek aracı kuruluşların Kurulca uygun görülecek yöntemlerle kamuya duyurulması zorunludur.

Serbest yatırım fonlarının, garantili yatırım fonlarının ve koruma amaçlı yatırım fonlarının katılma belgelerinin satışına aracılık edecek kurumların bu konuda yeterli bilgi ve deneyime sahip satış personeli istihdam etmeleri ve söz konusu fon katılma belgesi satışlarının bu satış personeli tarafından gerçekleştirilmesi gerekmektedir.

Borsa'da işlem görmeyen anonim şirketlerin hisse senetlerine ve borsada işlem görmeyen borçlanma araçlarına yatırım yapan fonların kurucuları, fon katılma belgelerinin geri dönüşlerinde gerekli likiditenin sağlanmasından sorumludur. Bu kapsamda geri dönen katılma belgeleri kurucu tarafından kendi portföyüne alınabilir. Kurucu Ayrıca söz konusu fonların portföylerinin büyütülmesi ve çeşitlendirilmesi amacıyla da fon katılma belgelerini kendi portföyüne alabilir.

Kurucu tarafından katılma belgelerinin fon adına alım satımı esastır. Kurucu ve/veya yönetici tarafından gerekli görülmesi halinde fon katılma belgeleri fonun toplam pay sayısının %20'sini aşmayacak şekilde kendi portföylerine dâhil edilebilir. Kurucu ve yönetici tarafından kendi portföylerine alınabilecek katılma belgelerine ilişkin sınırlamalar borsada işlem görmeyen anonim şirketlerin hisse senetlerine ve borsada işlem görmeyen borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlar ile serbest yatırım fonları için uygulanmaz.

#### **2.6.5.1 Katılma Belgesi Fiyatlarının Hesaplanması**

Katılma belgesinin fiyatı, kurucu tarafından her iş günü itibariyle aşağıdaki prosedür takip edilerek hesaplanmaktadır.

- Değerleme gününde, portföyde bulunan varlıkların işlem gördükleri, alınıp satıldıkları borsalarda oluşan fiyatlar dikkate alınarak fon portföy değeri hesaplanmaktadır.
- Fonun portföy değerine alacakları eklemek ve borçları düşülmek suretiyle fonun toplam değeri belirlenmektedir.
- Fonun toplam değeri, değerlendirme gününde tedavülde olan pay sayısına bölünerek birim katılma belgesi fiyatına ulaşılmaktadır.

Aracılık amacıyla katılma belgelerinin borsa dışında alım satımı için, kurucu ile alım satımı gerçekleştirilecek kuruluşlar arasında alım/satıma aracılık sözleşmesi yapılması zorunludur.

Yeni katılma belgelerinin ihracı ve kayda alınması için Sermaye Piyasası Kurulu'na yapılacak başvurudan önce fon içtüzük değişikliğinin Türkiye çapında yayın yapılması en az iki gazetede ilanı şarttır.

Pay fiyatlarının belirlenmesinde iki yöntem söz konusudur. Birincisi ve en geçerli olanı tarihsel veya geriye dönük fiyatlama; diğeri ise ileriye dönük fiyatlandırmadır. Geriye dönük fiyatlama yönteminde, bir önceki günün fiyatları ile portföy değeri dolayısıyla pay fiyatı belirlenirken, ileriye dönük fiyatlandırma, pay fiyatı alım ya da satım emri verildikten sonra bir-iki saat içinde oluşan fiyatlara göre belirlenir. İleriye dönük fiyatlamada, yatırımcının avantajı tarihi fiyatlarla değil, cari fiyatlarla işlem yapabilmesi, dezavantajı ise yatırımcının işlem yapılacak fiyatı bilmemesidir.<sup>141</sup>

Fiyatlama ilkesi olarak B tipi likit fonlar için "tarihi fiyatlama", bu fonların dışındaki fonlar yani A tipi fonlar ve likit fonlar dışındaki B tipi fonlar içinse "ileri fiyatlama" yöntemi uygulanmaktadır. B Tipi Likit Fonlar için uygulanan tarihi fiyatlama yönteminde, katılma belgesi satın almak veya elden çıkarmak isteyen yatırımcılar, kurucunun izahnamede ilan edeceği katılma belgesinin alım satımının yapılacağı yerlere iş günleri içerisinde başvurarak, içtüzükte belirtilen esaslara göre belirlenen fiyat üzerinden alım ve satımda bulunabilir.<sup>142</sup>

Öncesinde, katılma belgelerinin pay değerlerinin hesaplanmasında uygulanan yöntemde, bugünün pay değerleri bir önceki günkü ağırlıklı fiyat ortalamalarını yansıtmaktaydı. Bu durum, o gün içinde borsanın düşüşe geçmesi halinde katılma

---

<sup>141</sup> Kılıç, s. 52.

<sup>142</sup> Dilek, s. 66.



belgesi sahiplerini, bugüne oranla daha yüksek fiyattan değerlenmiş olan paylarını satma yönünde karar almaya zorlamakta ve böylece borsadaki düşüş hızlanmakta hem de katılma belgelerini arz edildikleri anda ödemek zorunda olan yatırım fonları bundan ötürü zarar etmekteydi. Borsanın yükselişi durumunda ise, payların değeri bugünkü değerinden düşük olduğundan, katılma belgesi sahipleri paylarını tutma yönünde bir eğilim göstereceğinden, bu durum sürekli yükseliş trendinde olan borsa evresinin uzamasına neden olmaktadır.Yeni uygulama ile (01.01.2001 tarihine kadar geçerli olan uygulamadan) farklı olarak A tipi fonlarda, katılma belgesi alım-satımlarında içtüzük hükümleri uyarınca verilen alım-satım emirleri, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyat üzerinden yerine getirilebilecektir.<sup>143</sup>

## **2.7 FON PORTFÖYÜNÜN YÖNETİMİ**

### **2.7.1 Fon Portföy Yönetim İlkeleri**

Fon portföy yönetim ilkelerine ilişkin hususlar, Tebliğin 41. Maddesine göre aşağıdaki gibidir;

- Yönetici, yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetmek zorundadır. Yönetici, herhangi biçimde kendisine ve üçüncü kişilere menfaat sağlama amacıyla fon portföyündeki varlıkların alım satımını yapamaz. Müşterilerinden biri ya da yatırım fonlarından biri lehine diğerleri aleyhine sonuçlanacak işlemlerde bulunamaz. Yönetici yatırım kararlarını objektif bilgi ve belgelere dayandırmak ve sözleşmede belirlenen yatırım ilkelerine uyma zorundadır. Bu bilgi ve belgelerin, alım satım kararlarına esas teşkil eden araştırma ve raporların en az beş yıl boyunca yönetici nezdinde saklanması zorunludur.
- Fon portföyüne varlık alım satımlarında rayiç bedel ile işlem yapılması zorunludur. Rayiç bedel borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı,

---

<sup>143</sup> Kont, s. 8-9.

borsada işlem görmeyen varlıklar içinse işlem gününde fon lehine alımda en düşük, satışta en yüksek fiyattır.

- Borsada işlem gören varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. Ancak garantili yatırım fonları ve koruma amaçlı yatırım fonları tarafından portföye alınan ters repo ve sermaye piyasası araçları bu hüküm kapsamında değerlendirilmez.
- Yönetici fon adına yaptığı alım satım işlemlerinden dolayı kendisine herhangi bir menfaat sağlıyorsa bu durumu kurucuya açıklaması gerekmektedir.
- Vereceği emirlerde gerekli özen ve dikkati göstermek zorundadır. Fon adına yapılacak tüm alım satımlarda sözleşmede gösterilen genel fon stratejilerine ve kurucunun genel kararlarına uyulur.
- Fon portföyünün önceden belirlenen bir getiri sağlayacağına dair yazılı veya sözlü bir garanti verilemez.
- Kurucu, fon kurulu üyeleri, yönetici ve fonların yönetimi ile ilgili olarak meslekleri sebebiyle ya da görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar, bu bilgileri kendileri veya üçüncü bir tarafın menfaati doğrultusunda kullanamazlar.

### **2.7.2 Fon Portföy Sınırlamaları**

Fon portföyüne ilişkin sınırlamalardaki amaç da yine portföydeki mal varlığının, kurucunun yararına kullanılmasının bu suretle de yatırımcıların zarara uğramasının önüne geçmektir.

Fon portföy yönetimine ilişkin sınırlamalar, Tebliğin 42. Maddesine göre aşağıdaki gibidir;

- Yatırım fonlarının, portföy değerlerinin %10'undan fazlası bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmaz.
- Yatırım fonu yalnız başına hiçbir ortaklıkta sermayenin veya tüm oy haklarının %9'undan fazlasına, yöneticinin yönetimindeki bir kurucuya ait yatırım fonları ise toplu şekilde, hiç bir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamazlar.
- Fon portföyüne borsaya kote edilmiş varlıkların alınması temeldir. Ancak, kurucunun ve yöneticinin borsa dışında halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlerin, borsaya kote edilmesi koşuluyla, ihraç miktarının azami %10'u ve fon portföyünün azami %5'i oranında yatırım yapılabilir.
- T.C. Merkez Bankası tarafından düzenlenen ihalelerden ve T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan halka arzlardan ihale ya da ihraç fiyatlarıyla fon portföyüne menkul kıymet alınabilir. Bu menkul kıymetlerin İMKB'ye kote ettirilmeleriyle birlikte alış fiyatları tescil ettirilir.
- Fon portföyüne kurucunun ve yöneticinin hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetleri satın alınamaz.
- Kurucunun ve yöneticinin doğrudan veya dolaylı iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerin toplamı, fon portföyünün %20'sini aşamaz.
- Kurucunun ve yöneticinin, sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan kamu kuruluşları dışındaki hissedarlarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, genel müdür ve genel müdür yardımcılarının; ayrı ayrı ya da birlikte sermayesinin %20'sinden fazla sahip oldukları ortaklıkların menkul kıymetlerinin toplamı fon portföyünün %20'sini aşamaz.
- Kurucunun, yöneticinin ve bunların doğrudan ve dolaylı iştiraklerinin fonlarının katılma belgeleri ile ortağı oldukları yatırım ortaklıklarının hisse senetleri dışında olmak ve içtüzüklerinde belirtilmek şartıyla, farklı türlerdeki

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

- Portföydeki varlıklarının değerinin fiyat hareketleri ve rüçhan haklarının kullanılması sebebiyle fon içtüzüklerinde ve tebliğde belirtilen asgari sınırların altına inmesi veya azami sınırların üzerine çıkması halinde oranın en geç 30 gün içerisinde içtüzükte ve tebliğde belirtilen sınırlara getirilmesi zorunludur. Belirtilen süre içinde elden çıkarmanın imkânsız olması ya da büyük zarar doğuracağıının belirlenmesi durumunda süre Kurul tarafından uzatılabilir. Bu süre sonunda Kurul'a başvurmayan veya süre verilmesi Kurul'ca uygun görülmeyen fonların türleri Kurulca resen değiştirilir ve ilan ettirilmesi sağlanır.
- Fon, açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi gerçekleştiremez.
- Yatırım fonları Kurulun Seri: V No:18 sayılı “Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliği”nin 26. maddesinde belirtilen esaslar içerisinde yapılacak bir sözleşme ile herhangi bir anda portföylerindeki menkul kıymetlerin piyasa değerlerinin en fazla %50'si meblağındaki menkul kıymetlerini ödünç verebilir ya da aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilirler. Ödünç verme ve alma işlemi en çok 90 işgünü süre ile yapılabilir. Fon portföyünden ödünç verme işlemi, ödünç verilen menkul kıymetlerin en az %100'ü karşılığında nakit ya da devlet iç borçlanma senetlerinden oluşabilecek teminatın fon adına saklayıcıda bloke edilmesi koşuluyla gerçekleştirilebilir. Teminat tutarının ödünç verilen menkul kıymetlerin piyasa değerinin %80'inin altına düşmesi durumunda fon yönetimi teminatın tamamlanmasını ister. Yatırım fonunun taraf olduğu ödünç verme ve alma sözleşmelerine, fon lehine tek tarafı olarak sözleşmenin fesih edilebileceğine dair bir hükmün konulması zorunludur.

- Yatırım fonları İstanbul Altın Borsası Kıymetli Madenler Ödünç Piyasasında portföylerindeki kıymetli madenlerin piyasa değerinin en fazla %25'i tutarındaki kıymetli madenleri ödünç verebilir ve aynı tutarı aşmamak kaydıyla ödünç alabilirler. Ayrıca, piyasada gerçekleşen ödünç işlemleri karşılığında ödünç alacaklarını temsil etmek üzere çıkarılan sertifikaları aynı oranda portföye alabilirler ve portföylerinde yer alan sertifikaları piyasada satarak portföyden çıkarabilirler. Kıymetli maden ödünç işlemleri ile kıymetli maden ödünç sertifikası alım-satım işlemleri söz konusu piyasadaki işlem esasları ile teminat sistemi çerçevesinde yapılır.
- Endeks fonlarında, baz alınan endeksin içeriğinin değiştirilmesi, portföyde yer alan menkul kıymetlerle ilgili olarak temettü ödemesi, faiz ödemesi ve bedelli hisse senedi ihracı, tutar artırımı ve nakit girişleri sebebiyle portföyün büyümesi, katılma belgesi geri dönüşleri ve diğer sebeplerle oluşacak nakit ihtiyaçlarının karşılanması ve endeksi izlemeyi etkileyecek diğer hususların ortaya çıkması sebebiyle portföyde değişiklik yapılması zorunlu olduğunda, söz konusu değişiklikler, içtüzükte belirlenen esaslar çerçevesinde portföye yansıtılır.

### **2.7.3 Portföy Değerleme Esasları**

Yatırım fonlarının portföyünde bulunan tüm varlıklar her iş günü akşamı, işlem gördükleri piyasalarda oluşan ortalama fiyatlarla değerlendirilir. Sadece endeks fonların değerlendirilmesi kapanış fiyatları üzerindedir.

Tebliğin 45. Maddesine göre portföydeki varlıkların değeri aşağıdaki esaslara göre tespit edilir;

- a) Portföye alınan varlıklar alım fiyatlarıyla kayda geçirilir. Yabancı para cinsinden değerinin T.C. Merkez Bankası döviz satış kuru ile çarpılması sureti ile bulunur.
- b) Alış tarihinden başlamak üzere portföydeki varlıklardan;
- Borsada işlem gören varlıklar değerlendirme gününde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyat ve oranlarla değerlendirilir.
  - IMKB Küçük İşlemler Pazarı'ndan oluşan fiyatlar değerlemede dikkate alınmaz.
  - Borsada işlem görmekle birlikte değerlendirme gününde borsada alım satıma konu olmayan hisse senetleri son işlem tarihindeki fiyatlarıyla, borçlanma senetleri, ters repo ve repolar son işlem günündeki iç verim oranı (günlük nakit girişlerini nakit çıkışlarına eşitleyen ıskonto oranı) ile değerlendirilir. Yukarıdaki şekilde değerleri belirlenemeyen borçlanma senetleri ve repolar ise, son işlem günündeki portföy değerlerine, sermaye piyasası aracının iç verim oranı üzerinden günlük bileşik faiz esasına göre hesaplanan faizin anaparaya eklenmesi suretiyle değerlendirilir.
  - Portföye alınan yabancı para birimi üzerinden çıkarılan varlıklar, satın alındıkları borsada değerlendirme günü itibariyle oluşan fiyatlarının ilgili oldukları yabancı paranın T.C. Merkez Bankası döviz satış kuru ile çarpılması suretiyle değerlendirilir.
  - Gelir ortaklığı senetleri, her gelir ortaklığı senedinin bir önceki dönemde gerçekleşen getirisine göre beklenen gelirlerinin işleyen gün sayısına göre anaparaya eklenmesi suretiyle değerlendirilir.

- Dövizde endeksli gelir ortaklığı senetleri, anaparanın değerlendirme günündeki T.C. Merkez Bankası efektif alış kuru ile çarpılması ve beklenen gelirlerinin işleyen gün sayısına göre hesaplanacak tutarının, Türk Lirası cinsinden anaparaya eklenmesi suretiyle değerlendirilir.
- Dövizde endeksli tahvillerin değerlendirilmesi, satın alma günü itibarıyla yabancı para cinsi esas alınarak bulunacak iç verim oranı üzerinden T.C.M.B. döviz satıl kuruyla çarpılması suretiyle yapılır. Diğerleri, alış değerleri veya en son borsa fiyatları ile değerlendirilir.

Fon, kâr payı, faiz, sermaye kazancı ve değer artışı gibi gelir getirebilir.<sup>144</sup> Fiyatı yükselen bu menkul kıymeti satıp, sermaye kazancı elde edip portföy değerine yansıtılabilir. Fiyatı yükselen menkul kıymet satılmayıp elde tutulmaya devam edildiği durumda ise katılma belgelerinin fiyatı artar. Yüksek fon toplam değeri, yatırımın yüksek değerli olduğunu gösterir. Böylece, yatırımcılar ellerinde buldukları katılma belgelerinin sattıklarında, o ana kadar gerçekleşen değer artışlarından paylarına düşeni alırlar.

## 2.8 SONA ERME, TASFİYE VE BİRLEŞTİRME

Kurucunun iflası veya tasfiyesi halinde kurul, fonu uygun göreceği başka bir kuruluşa tasfiye amacıyla devreder. Saklayıcı kurumun iflası halinde, kurucu fon varlığını Kurulca uygun görülecek başka bir kuruluşa devreder.<sup>145</sup> Bundan başka fon, içtüzüğünde öngörülmuş süre söz konusu ise bu sürenin sona ermesiyle, fon süresiz ise kurucunun kurulun uygun görüşünü aldıktan sonra altı ay öncesinden feshi ihbar etmesi ya da kurucunun fon kurma koşullarını kaybetmesi halinde fon sona erer. Fon mal varlığı, fon içtüzüğündeki ilkelere göre tasfiye edilir ve tasfiye bakiyesi katılma

<sup>144</sup> The Ohio State University, "All About Money", <http://ohioline.osu.edu/mm-fact/0001.html>, (23.11.2009)

<sup>145</sup> Ahmet Erol, Yatırım Fonlarının Tasfiyesi, [www.makalem.com](http://www.makalem.com), (16.10.2009), s. 2.

belgesi sahiplerine payları oranında dağıtılır. Fesih anından itibaren hiçbir katılma belgesi ihraç edilemez ve geri alınamaz.

Birleştirme ise aynı kurucunun kurduğu fonlar kurucunun veya kurulca gerekli görülen durumlarda Kurulun talebi üzerine birleştirilebilir. Bu amaçla kurucunun yönetimindeki ve birleşime konu olacak fonlardan, bünyesinde bileşilecek fon dışında kalan fonlara ilişkin içtüzük maddesi değişikliği için SPK'ya başvurulur. Kuruldan alınan uygun görüş ile içtüzük değişikliği, kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicil gazetesinde 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. Birleşme sonucu çıkarılacak katılma belgelerinin yatırımcılara dağıtımı için kurula bir dilekçe ve tebliğde belirtilen diğer belgeler ile başvurur. Bünyesinde bileşilecek fon dışındaki fonların içtüzük 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.<sup>146</sup>

Menkul kıymet yatırım fonlarının birleşmesi, ya fonun tüm mal varlığını bir başka kayıtlı fona satması, ya da fonun bir başka kayıtlı fonun bünyesine katılması veya bir başka kayıtlı fonla bütünleşmesidir.

---

<sup>146</sup> Kadir Yıldırım, “Finansal Küreselleşme Açısından Yatırım Fonlarının Etkinliği”, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul, 2009, s. 44-45.



## **2.9 BİLGİ KAYNAKLARI ( KAMUYU AYDINLATMA)**

Yatırım fonlarının katılma belgelerinin halka arzı sırasında ve sonrasında yatırımcılar ihtiyaç duydukları bilgileri aşağıdaki belgelerden elde edebilirler.

### **2.9.1 İçtüzük**

Yatırım fonlarının içtüzükleri, yatırım fonu katılma belgesi sahibi ile kurucu (fonu kuran tüzel kişi), saklayıcı (fon portföyünde yer alan menkul kıymetleri saklayan kurum) ve yönetici (fon portföyünü yöneten kuruluş) arasında fon portföyünün yönetilmesini ve saklanmasını konu alan sözleşmedir. İçtüzükte fonun adı, adresi, kuruluş amacı, portföy yönetimine ilişkin esaslar, yatırım sınırlamaları, katılma belgelerinin satışına ve geri alışlarına ilişkin esaslar vb. bilgiler yer alır.

### **2.9.2 İzahname**

İzahname, katılma belgelerinin halka arzı sırasında hazırlanır. Fonun satış dokümanıdır. İzahnamelerde fona ait temel bilgiler (fonun kurucusu, kurucu ve fonun adresi, fon katılma belgelerinin alınıp satılacağı yerler, fon yöneticilerinin kimler olduğu, sermaye piyasası alanındaki tecrübeleri, fonun yatırım stratejisi, yatırım sınırlamaları, yaptığı harcamalar, portföy yapısı, ilgili vergi düzenlemeleri vb.) bulunur. İzahnameler halka arz öncesinde Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilir, Ayrıca katılma belgelerinin alım satımının yapıldığı yerlerde yatırımcıların incelemesi için hazır bulundurulur.<sup>147</sup>

### **2.9.3 Sirküler**

Sirküler de izahname gibi katılma belgelerinin halka arzı sırasında hazırlanır ve fona ait temel bilgileri (fonun kurucusu, kurucu ve fonun adresi, fon katılma belgelerinin alınıp satılacağı yerler, portföy yapısı, v.b.) içerir. Sirkülerler, halka arz

---

<sup>147</sup> SPK, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, s. 13.

öncesinde Türkiye çapında yayın yapan en az iki gazetenin Türkiye baskısında ilan edilir.

#### **2.9.4 Fonun Finansal Tabloları**

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

#### **2.9.5 Aylık Raporlar**

Aylık raporlar her ayı takip eden 15 gün içinde, ay içerisindeki menkul kıymet ve katılma belgesi hareketleri ile fonun geçmiş performansına ilişkin bilgileri içerecek şekilde hazırlanır. Söz konusu rapor fon kurucusunun merkezinde ve katılma belgesinin satışı yapılan yerlerde yatırımcıların incelemesi için hazır bulundurulur.

#### **2.9.6 Günlük Gazete ve Periyodik Dergiler**

Pek çok günlük gazetede düzenli olarak yatırım fonu katılma belgelerinin fiyatları ilan edilmektedir. Periyodik ekonomi dergilerinde ise yatırım fonlarının dönemsel getirilerini karşılaştırmalı olarak bulmak mümkündür. Gazete ve dergilerde, fonlarla ilgili haberlere (kurulan/katılma belgeleri halka arz edilen fonlar, fon portföy yöneticileri ile ilgili bilgiler v.b.) de yer verilmektedir. Ayrıca sermaye Piyasası Kurulu'nun web adresinden fonlarla ilgili bilgilere ulaşılabilir.<sup>148</sup> Bunlara ek olarak fon kurucularının internet sitelerinde kurucusu oldukları fonlara ilişkin olarak "Sürekli Bilgilendirme Formu"nda güncel bilgilere ulaşılabilir.

---

<sup>148</sup> SPK, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, s. 15.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### A TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

#### 3.1 PERFORMANS ÖLÇÜMÜNÜN GEREKLİLİĞİ

Performans ölçümü, yatırım sürecinin başarısının ölçümüdür. Elde edilen sonuçların değerlendirilip yatırım fonunun amaçlarına ulaşip ulaşmadığının değerlendirilmesidir. Portföy performansının ölçümü bireysel yatırımcılar açısından, alternatif yatırım amaçları ve alternatif kurumsal yatırımcılar arasında yapılan tercihlerde yardımcı olmaktadır.

Performans ölçümünde sadece getiriler değil üstlenilen riskler de dikkate alınmalıdır ve risk düzeyine göre düzeltilmiş getirilerle değerlendirme yapılmalıdır. Bu sayede yatırımcı, aldığı her birim risk için ne kazandığını tam olarak ölçebilecektir.

Yatırım fonlarının performanslarının ölçülmesi ile geçmişte sergiledikleri performansı gelecekte de sergilemeleri beklenmez, ancak fonların geçmiş ekonomik koşullarda nasıl tepki gösterdikleri hakkında bilgi verir.

Yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi, yatırımcılara ışık tutması ve portföy yöneticilerinin başarısını ortaya koyması açısından önemlidir. Yönetilen portföyleri birbirleriyle karşılaştırmaya imkân sunar ve yönetilen portföylerin yönetilmeyen bir portföyden daha yüksek bir getiri sağladığını göstermek, Ayrıca akademisyenlere bilimsel çalışmalarında kullanabilecekleri veriler sağlamak amacıyla kullanılabilir.

### 3.2 PORTFÖY GETİRİSİNİN ÖLÇÜLMESİ

Bir yatırımdan elde edilen getiri farklı yöntemlere göre hesaplanabilir. Portföyler risk seviyelerine göre belirli gruplara ayrılarak her bir grubun kendi içinde karşılaştırmalar yapılabilir. Diğer bir yöntem ise daha karmaşık, ancak daha kullanışlı ve akılcı sonuçlar üreten, riske göre uyarlanmış (düzeltilmiş) getirinin hesaplanmasıdır.

Getirinin ölçülmesinde amaç, bir birim risk için elde edilmesi gereken getirinin belirlenmesi ve değerlendirilen portföyün riskine göre elde etmesi gereken getiri ile gerçekleşen getirinin karşılaştırılmasıdır.

Getiri hesaplamak için; mutlak getiri, göreceli getiri değişikliği ve logaritmik getiri yöntemlerinin biri esas alınabilir;

Mutlak Getiri Değişikliği,  $r_m = S_{t+1} - S_t$

Göreceli Getiri Değişikliği,  $r_k = \frac{S_{t+1} - S_t}{S_t}$

Logaritmik Getiri Değişikliği,  $r_l = \ln S_{t+1} - \ln S_t$

$r$ : yatırımın  $t$  ve  $t+1$  zaman dilimi arasındaki getirisi

$S_t$ : yatırım yapılmış olan varlığın  $t$  dönemindeki fiyatı

$S_{t+1}$ : yatırım yapılmış olan varlığın  $t+1$  dönemindeki fiyatı.

Bir portföyün veya yatırım aracının getirisi genelde görelî getiri yöntemi ile dönem sonundaki değeri ile dönem başı değerinin farkının dönem başındaki değerine oranı ile hesaplanır.

$$r_p = \frac{v_t - v_{t-1}}{v_{t-1}}$$

Formülde;

$r_p$  : Fonun getirisini,

$v_t$  : Fonun dönem sonundaki değerini,

$v_{t-1}$  : Fonun dönem başındaki değerini, ifade etmektedir.

Bu formül ile fonların getirileri karşılaştırılabilir, böylece yönetilen portföyün başarılı olup olmadığına karar verilebilir. Ancak bu yöntem riski dikkate almamaktadır, dolayısıyla sadece aynı risk seviyesindeki portföyler için bu yöntemle karşılaştırma yapılabilir. Bu yöntem genellikle dönem içinde nakit girişi ve çıkışı olmayan durağan portföyler için kullanılmaktadır.<sup>149</sup>

Birden fazla döneme ilişkin ve dönem içi nakit giriş ve çıkışlarını da göz önünde bulundurarak getiriye hesaplamada kullanılabilen iki yöntem vardır bunlar; İç verim oranı ve zaman ağırlıklı getiri oranı yöntemleridir.<sup>150</sup>

İç verim oranı, nakit girişlerinin bugünkü değerini nakit çıkışlarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranıdır,

$$v_{t-1} = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{V_1}{(1+r)^{n+1}}$$

C: Nakit hareketlerini ifade etmektedir.

<sup>149</sup> Mehmet Baha Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004, s. 668.

<sup>150</sup> Yalçınkaya, s.45

Zaman ağırlıklı getiri oranı ise, bütün nakit akımlarının tekrar yatırıldığı varsayımı ile değerlendirme dönemi için ilk portföyün bileşik büyüme oranını ölçer,

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

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.

Bu iki yöntemden iç getiri oranı daha gerçekçi sonuçlar verdiği için genellikle daha çok tercih edilir. Ancak iki yöntemin sonuçları farklı çıktığında iç getiri oranı yerine zaman ağırlıklı getiri oranının kullanılması daha uygundur.<sup>151</sup> İç getiri oranı yönteminde, getiri yöneticinin kontrolü altında olmayan nakit akışlarının hacim ve zamanlamasından çok fazla etkilenmektedir. Buna karşın, zaman ağırlıklı yöntem fon yöneticisinin katkılarının sınırlı olduğu emekli ve hayat sigortası gibi fonlarda daha gerçekçi sonuçlar vermektedir, çünkü bu tür fonlarda paranın girişi aylık primlere dayanırken, paranın çıkışı maaş ve tazminatlara bağlıdır.<sup>152</sup>

Basit bir yaklaşımla yatırım fonunun getirisi aşağıdaki gibi ifade edilebilir.<sup>153</sup>

$$r_t = \frac{c_t + (nvd_{t+1} - nvd_t)}{nvd_t}$$

$r_t$ : t döneminde yatırım fonundan elde edilen getiri,

$c_t$ : t döneminde elde edilmiş sermaye kazançları,

$nvd_{t+1}$ : t+1 döneminde portföyün net varlık değeri,

---

<sup>151</sup> Yalçınkaya, s. 46

<sup>152</sup> Karan, s. 669.

<sup>153</sup> Burçak Müge Tunaer, "Türkiye'de Yatırım Fonlarının Getirileri Açısından Karşılaştırılması ve Performanslarının Değerlendirilmesi", (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Para Banka Programı, İzmir, 2003, s. 10.

$nvd_t$ : t döneminde portföyün net varlık değeridir.

Bazı ülkelerde, örneğin ABD, menkul kıymet yatırım fonları portföylerindeki menkul kıymetler üzerinden elde ettikleri kâr payı, faiz ve sermaye kazancı gibi gelirleri yatırımcılarına nakit olarak dağıtırlarken; bazı ülkelerde, örneğin Türkiye'de fonlar bu tür gelirleri yatırımcılarına nakit şeklinde dağıtmazlar. Portföydeki varlıklar üzerinden elde edilen bu tür gelirler fonun toplam değeri içerisindedir.<sup>154</sup>

### 3.3 PORTFÖY RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ

Fona alınan menkul kıymetlerin değerlerindeki artış veya azalışa bağlı olarak getirileri de değişmektedir. Böylece yatırım fonlarının riski de buna paralel olarak değişim gösterir.<sup>155</sup>

Risk beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki farktır. Bu fark ne kadar büyükse risk o kadar fazla demektir. Bu fark koşulların değişmesinden kaynaklanmaktadır, bir kısmı menkul kıymeti alınan firmaya özgü olan koşullardır. Yani firmanın yönetim, üretim, pazarlama ve finans gibi temel iş anlayışı, faaliyet yaklaşımları ve stratejilerindeki değişimlerden kaynaklanan, dolayısıyla firma tarafından kontrol edilebilen ve firmanın kendi işleyişine ait olan değişimlerin neden olduğu risktir. Buna firmaya özgü risk adı verilmektedir. Diğer kısmı ise, firmayı çevreleyen ve firmanın kontrolünde olmayan, faiz ve enflasyon oranlarındaki değişimler sonucu ortaya çıkan değişme ya da risktir. Buna sistematik risk ya da piyasa riski adı verilmektedir. Yani risk beklenen ile gerçekleşen arasındaki fark bir bütün olarak firmanın kontrolünde olan firma içi ve kontrolünde olmayan firma dışı koşullardaki değişimlerin bir sonucudur.<sup>156</sup>

---

<sup>154</sup> Kahraman, s. 58.

<sup>155</sup> Hakan Aksoy, Nur Yavuz, "Türkiye'deki A Tipi Fonların Performansının Risk Yapısına Göre Değerlendirilmesi ve Spk Tarafından Uygulanmaya Konulan Bant Kriterinin Önemi", **Uluslararası Finans Sempozyumu 2005**, İstanbul, 9-10 Haziran 2005, s. 529.

<sup>156</sup> Halil Sarıaslan, Cengiz Erol, **Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler**, siyasal kitabevi, Ankara, 2008, s. 309.

Risk beklenen getiri oranından sapma olasılığıdır. Bir menkul kıymetin gerçekleşen getirisi, beklenen getiriden ne kadar büyük farklılık veya sapma gösteriyorsa, söz konusu menkul kıymetin riskinin o kadar yüksek olduğunu söylenebilir. Risk beklenen değer ile gerçekleşen değer arasındaki olumlu veya olumsuz farktır. Yani beklenen ile gerçekleşen arasındaki fark olarak risk, beklenen getiri oranından sapma olarak ele alınmakta, dolayısıyla negatif ve pozitif değişimler arasında bir ayırım yapılmamaktadır. Örneğin getiri oranı %15 olarak beklenen bir menkul kıymetin getiri oranı %25 olarak gerçekleşirse bu da bir risktir. Çünkü bu yüksek getiri oranının gerçekleşmesi beklenseydi yatırımın büyüklüğü ve boyutu daha farklı olarak gerçekleşecekti. Dolayısıyla risk beklenmeyen durumlar sonucu ortaya çıkmaktadır.

Aralarında negatif ilişki bulunan hisselerden oluşturulan portföylerin riski korelasyon katsayısının büyüklüğüne bağlı olarak çok azalmaktadır. Hazine bonosuna risksiz varlık denmesinin sebebi, birey dönem sonunda hazine bonosunun belirttiği faiz kadar bir geliri kesin olarak elde edecektir çünkü hazine bonusu ihraç eden devletin iflası çok uzak bir ihtimaldir.

Portföy çeşitlendirmede yani yatırım yapılan farklı hisse senetlerinin sayısını arttırmada; çeşitli ve birbirinden farklı (örneğin, tekstil ve bankacılığın yanı sıra enerji, gıda, turizm, madencilik, kimya, sağlık, çimento, tarım v.b) gibi sektörlerdeki çeşitli şirketlerin hisse senetlerinden oluşan bir portföy yatırımı tercih edilmelidir. Yani aralarındaki korelasyon katsayısı düşük olan, hatta eğer varsa korelasyon katsayısı negatif olan, hisse senetleri tercih edilmelidir.

Hemen hemen tüm şirketlerin performansı ekonomi iyi giderken iyi ve kötü giderken kötü olmaktadır. Ancak etkilenmenin derecesi şirketlere göre farklılık göstermektedir.

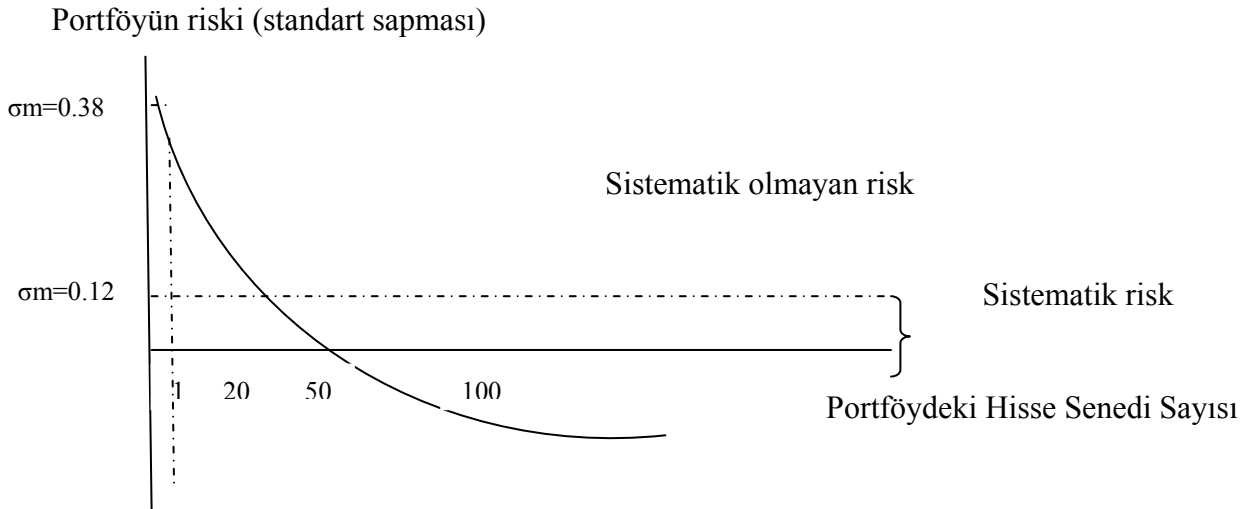
Çeşitlendirme ile portföy riskindeki düşüş, başlangıçta hisse senedi sayısına bağlı olarak hızlı olmakta, fakat sonradan yavaşlamakta ve daha sonra da sayı ne kadar artırılsa artırılsın azalmamakta, yani belli bir düzeyde hep aynı kalmaktadır.



Hisse senedi çeşidi ne kadar artırılırsa artırılınsın, çeşitlendirme ile giderilemeyen ya da düşürülemeyen risk sistematik risk ya da piyasa riski olarak adlandırılmaktadır. Başka bir ifade ile o ülkenin sermaye piyasasının ya da tüm hisse senetlerinin ve diğer menkul kıymetlerinin maruz kaldığı ekonomik sistemin riskidir. Şekil 4'te kesikli çizgilerle gösterilen  $\sigma_m = 0.12$  biçimindeki standart sapma değeri sermaye ya da menkul kıymet piyasasının bir endekse göre ölçülen risk düzeyini ifade etmektedir. Örneğin İMKB endeksinin standart sapması yani riski olarak düşünülebilir.

Öte yandan çeşitlendirilmeyle yani menkul kıymet çeşidi artırılarak azaltılan risk ise sistematik olmayan risk ya da firmaya özgü risk olarak adlandırılmaktadır. Bu risk çeşitlendirilme ile giderilebilen firmaya özgü risk olarak bilinir.

Şekil 3: Hisse Senedi Sayısı ve Portföy Riski İlişkisi



Kaynak: Haim Levy, **Fundamentals of Investments**, The Hebrew University of Jerusalem and Zicklin School of Business, Financial Times Prentice Hall, NewYork, 2002, s.510.

Şekilde riski yani standart sapması  $\sigma_m = 0.38$  olan bir tek hisse senedi ile yatırıma başlanırsa risk fazladır . Hisse senedi sayısı 20, 50 ve 100'e ulaşınca kadar arttırılırsa portföyün riski hızla azalmakta, ancak belli bir noktadan sonra azalma yavaşlamakta ve daha sonra hisse senedi sayısı ne kadar arttırılırsa arttırılınsın

piyasanın risk düzeyine ( $\sigma_m = 0.12$ ) ulaşınca artık risk düşmemektedir. Yani piyasadaki tüm hisse senetlerini kapsayacak derecede genişçe çeşitlendirilmiş bir portföy belli ölçüde piyasa riskine maruzdur.

Tüm yumurtaların aynı sepete konulmaması nasıl ki tüm yumurtaların aynı anda kırılması tehlikesini önleyebiliyorsa, tüm yatırımın aynı şirketin hisse senetlerine yapılmaması da tüm yatırımın aynı anda kaybedilmesini (sistemik risk hariç) önleyebilir. Yani yatırımcı portföy çeşitlendirmesini etkin bir biçimde yaparsa, toplam riskin sistemik olmayan kısmını yok edebilir. Bu durumda da toplam risk sistemik riske yani piyasa riskine eşit olur.

En çok kullanılan riskler, standart sapma, beta katsayısı, aşağı yönde sapma, sistemik ve sistemik olmayan risklerdir.

### 3.3.1 Standart Sapma

Standart sapma muhtemel değerlerin beklenen değerden olan sapmalarının büyüklüğünü ifade eder. Standart sapma ne kadar büyükse değişme yani risk o kadar büyük demektir.

Bir yatırımdan elde edilecek getirinin değişkenliğinin ölçülmesinde kullanılır, yatırım fonları için standart sapma aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmaktadır.

$$\sigma = \sqrt{\sum (r_i - \bar{r})^2 / (n - 1)}$$

Formülde;

$\sigma$ : standart sapmayı,

n: standart sapmanın hesaplandığı dönemdeki ay sayısını, ya da gözlem sayısı,

$r_i$  : fonun aylık getirisini,

$\bar{r}$ : fonun aritmetik ortalama getirisini, ifade etmektedir. ( $\bar{r} = r_i/n$ )

( $\sigma_r = \sqrt{\text{var}_r}$ ) Standart sapma varyansın kareköküdür. Varyans ise, ortalamadan sapmaların karelerinin ortalamasıdır.

### 3.3.2 Beta Katsayısı

Sistemik riski ifade eden beta katsayısı, menkul kıymetlerin getirisinin piyasa getirisine olan duyarlılığını ölçen bir risk ölçütüdür.

Beta=1 ise menkul kıymetin getirisindeki değişim pazar portföyünün getirisindeki değişim yüzdesi ile aynıdır. Beta katsayısı >1 olan menkul kıymetlerin getirileri pazar portföyünün getirisindeki değişimden daha büyük; beta katsayısı <1 olan menkul kıymetlerin getirileri pazar portföyünün getirisinde meydana gelen değişimden daha küçük oranda etkilenir. Beta katsayısının negatif olması, o menkul kıymetin pazar portföyü ile ters yönde ilişkili olduğunu gösterirken; beta katsayısının sıfır olması, o menkul kıymetin getirisinin piyasa getirisine eşit olduğu anlamına gelir.<sup>157</sup>

### 3.3.3 Aşağı Yönde Sapma

Aşağı yönde sapma, getirinin bir eşik değerin altında olma riski olarak tanımlanabilir.

A.B.D. ve Avrupa'da yatırım fonlarını derecelendiren kuruluşlar vardır. Bunlardan en tanınmış Morningstar'dır. Morningstar yatırım fonlarını risk ve getirilerine göre değerlendirir ve bir ila beş arasında yıldız vererek her ay derecelendirir.<sup>158</sup> Derecelendirmede getiri ölçütü olarak, fonların artık getirilerinden elde ettiği puanı, risk ölçütü olarak ise, fonların risksiz getiri oranının altında kalan

---

<sup>157</sup> Güçlü, s. 22.

<sup>158</sup> [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)

getirilerinden elde ettiği puanı kullanır. Morningstar fonları, risk puanı ile getiri puanı arasındaki farkı esas alarak sıralar.<sup>159</sup>

### 3.3.4 Sistemik Risk

Riskler kontrol altına alınıp alınamamaya göre “Sistemik Risk” ve “Sistemik Olmayan Risk” olmak üzere iki ana gruba ayrılabilir.

Maruz kalınan toplam risk, sistemik riskler ve sistemik olmayan riskler toplamına eşittir. Portföyde bulunan menkul kıymetlerin çeşitlendirilmesi yoluyla sistemik olmayan riskin azaltılması ve maruz kalınan toplam riskin sistemik riske indirilmesi sağlanabilir. Sharpe tarafından geliştirilen piyasa modelinde risk şu şekilde ayrıştırılmaktadır.

$$\text{Toplam Risk} = \text{Sistemik Risk} + \text{Sistemik Olmayan Risk}$$

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

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

$\beta_p^2 \sigma^2(\bar{r}_m)$  : Sistemik risk

$\beta_p$  (Beta) : Portföy getirisinin piyasaya olan duyarlılığı

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

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

Sistemik riskin kaynağı makro ekonomik olaylar, enflasyon, faiz ve döviz kuru gibi ulusal ekonomi politikaları, maliye ve vergi politikaları ve dünya ekonomik sorunları gibi genel ekonomik olaylardaki değişimlerdir. Yani firmaları çevreleyen

---

<sup>159</sup> Mete Doğanay, “Hisse Senedi Fonlarının Çok Kriterli Karar Yaklaşımı İle Derecelendirilmesi”, Ankara Üniversitesi, **Siyasal Bilgiler Fakültesi dergisi**, No: 57-3, s. 35.

ve firmaların kontrolünde olmayan olayların neden olduğu risktir. Bu riski çeşitlendirmeye gidermek mümkün değildir. Tüm firmalar ya da işletmeler bu riske maruzdur.

Sistemik risk, dışsal olan unsurlardan kaynaklanır ve yatırımcı tarafından sistemik riskin tamamen kontrol edilmesi mümkün değildir.

Piyasadaki değişimler karşısında bir şirketin ihraç ettiği hisse senetlerinin getirileri ne kadar çok değişiyorsa, o şirketin ya da hisse senedinin sistemik riski o kadar yüksek demektir. Hisse senedinin sistemik riski, o hisse senedinin piyasa ile birlikte hareket etmenin ya da piyasadaki değişimlere gösterilen tepkinin derecesi beta katsayısı ile gösterilir.

Portföy getirisinin piyasa riskine olan duyarlılığı da (sistemik risk) Beta ile ölçülmektedir. Sistemik riski ölçen Betanın hesaplanması için CAPM modelinden esinlenerek kurulan doğrusal regresyonun eğimi kullanılmaktadır.

Bir portföy ya da hisse senedi genel ekonomi ve piyasa koşullarında ortaya çıkan değişimler karşısında menkul kıymet piyasası ile (örneğin borsa endeksi ile) aynı ölçüde değişiyorsa, beta katsayısı 1'e eşittir ( $\beta=1$ ).

Beta katsayısı 1'den büyük olan portföylerin menkul kıymet piyasasına göre daha çok riskli olduğu, ancak beta katsayısı 1'den küçük olan portföylerin menkul kıymet piyasasından (borsadan) daha az sistemik riskinin olduğu ifade edilir.

Sistemik riskin ölçüsü olan beta katsayısı bir hisse senedinin menkul kıymet piyasası ya da pazarı ile birlikte nasıl değiştiğini göstermesinin yanı sıra, çeşitli hisse senetlerinin sistemik risk bakımından karşılaştırılmasına imkân sağlar. Portföyü oluşturan bir yatırımcı eğer riske duyarlı ise, beta katsayısı küçük olan hisse senetlerini tercih edecektir. Yani riske duyarlı portföy yatırımcısı risk ölçüsü olarak hisse senetlerinin bireysel standart sapmaları yerine, hisse senetlerinin beta katsayılarına bakacaktır. Çünkü firmaların standart sapmaları ile ölçülen bireysel

riskinin bir kısmı olan firmaya özgü risk ya da sistematik olmayan risk portföy çeşitlendirilmesi ile giderilebilir. O halde iyi çeşitlendirilmiş bir portföyde söz konusu olacak risk, çeşitlendirme ile giderilemeyen ve portföydeki hisse senetlerinin sistematik risklerinin bir bütün halinde oluşturduğu portföyün toplam riskidir. Bu nedenle düşük beta katsayıları olan hisse senetlerinden oluşan bir portföyün riski ya da beta katsayısı da düşük olacaktır.

Sistematik riskin başlıca kaynakları; Piyasa (Pazar) riski, politik risk, enflasyon riski, faiz riski ve kur riskidir.

- Piyasa (Pazar) riski: Menkul kıymetlerde piyasadaki fiyat oynamalarının yol açtığı zarar olasılığıdır. Piyasa riskinin hisse senetlerine etkisi tahvilden daha fazladır.<sup>160</sup> Yatırımların değeri düşer çünkü Piyasa riski bütün piyasayı etkileyen önlenemez bir risktir.<sup>161</sup>
- Politik risk: Ulusal veya uluslararası siyasi gelişmeler sonucunda politik koşullarda meydana gelen değişikliklerin menkul kıymet getirilerinde yarattığı dalgalanma olarak tanımlanan bir risk türüdür.
- Enflasyon riski: Fiyatlar genel seviyesindeki artış nedeniyle paranın satın alma gücünde meydana gelen düşüş menkul kıymet yatırımlarının verimliliğini etkiler. Enflasyon oranı bir belirsizliktir ve yatırımları olumsuz yönde etkilemektedir. Yatırımdan elde edilen getiri ancak enflasyonun üzerindeyse reel bir kazançtan söz etmek mümkündür. Sabit getiri sağlayan yatırımlar (tahvil, repo vs.) enflasyondan daha fazla etkilenmektedir. Enflasyon yükselme eğiliminde ise, yatırımcı yatırımlarını yaparken daha temkinli olur ve menkul kıymetler yerine alternatif yatırım araçlarına yönelir.

---

<sup>160</sup> Şahin, s. 59.

<sup>161</sup> Canadian Securities Administrators, “Understanding Mutual Funds”, [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Investors/res\\_mutual-funds\\_en.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Investors/res_mutual-funds_en.pdf), (19.1.2010), s. 5.

- Faiz oranı riski: Enflasyon artış eğiliminde ise faiz oranları da artış yönünde olacaktır. Faiz oranı riski genelde sabit getirili menkul kıymetlerden oluşan fonları etkiler, faiz oranlarındaki yükseliş sabit getirili menkul kıymetlerin değerinde düşüşe neden olur.<sup>162</sup>
- Kur riski: Yabancı paraların değişiminde meydana gelen değişimle ortaya çıkan bir risktir.<sup>163</sup> Kur riski diğer kurlara endeksli yatırımlarda kendini gösterir, yabancı para cinsindeki düşüş yatırımımızın değerinde düşüşe neden olur.<sup>164</sup> Yabancı menkul kıymetlerden oluşan ya da yabancı para birimi üzerinden Türkiye'de ihraç edilen menkul kıymetlerden oluşan portföylere sahip olan fonlar kur riski ile karşı karşıyadır.<sup>165</sup>

### 3.3.5 Sistemik Olmayan Risk

Sistemik olmayan risk, firmanın yönetim, üretim, pazarlama ve finans gibi temel iş anlayışı, faaliyet yaklaşımları ve stratejilerindeki değişimlerden kaynaklanan, dolayısıyla firma tarafından kontrol edilebilen ve firmanın kendi işletişine ait olan değişimlerin neden olduğu risktir.

Sistemik olmayan risk, işletmenin ya da sektörün yapısına özgü olan risktir. Yönetim hataları, grevler, teknolojik gelişmeler, yeni buluşlar, tüketici tercihlerinde değişimler gibi etkenler sistemik olmayan değişimlere neden olabilmektedir. Sistemik olmayan risk, iyi bir çeşitlendirme stratejisi ile giderilebilir. Çünkü portföyde yer alan hisse senetlerinin ait olduğu şirketlerden birisinin ya da bazılarının hataları nedeniyle oluşacak risk sonucu ortaya çıkacak kayıplar, diğer şirketlerin karı ile kapatılabilir.

---

<sup>162</sup> Canadian Securities Administrators, s. 5.

<sup>163</sup> Şahin, s. 60

<sup>164</sup> Canadian Securities Administrators, s. 5.

<sup>165</sup> Dilek, s. 35

İyi çeşitlendirilmiş bir portföyde sistematik olmayan riskten önemli ölçüde kaçınılabilir. Dolayısıyla etkin bir sermaye piyasasında sistematik olmayan risk fazla önemli değildir. Çünkü iyi bir çeşitlendirme stratejisi ile ortadan kaldırılabilir. Bu durumda üzerinde yoğunlaşılacak risk kısmı sistematik risk olacaktır.

Sistematik olmayan riskin başlıca kaynakları; yönetim riski, endüstri riski, finansal risk, ve faaliyet riskidir.

- Yönetim riski: İşletme yöneticilerinin hatalarını ortaya koyan risktir. İşletme yönetiminin yapacağı hatalar işletmeyi direkt olarak etkiler.
- Endüstri riski: İşletmenin içinde bulunduğu endüstri ve buna bağlı olarak işletmenin o endüstri içindeki konumundan kaynaklanan risktir.
- Finansal risk: Şirketin finansal yükümlülüklerini yerine getirmemesi ya da iflas etmesi halinde yatırımcının yatırdığı parayı kaybetme olasılığıdır. Yatırım yapılan menkul kıymeti ihraç eden kurum veya devletin mali yükümlülükleri karşılayamama veya söz konusu bu ödemelerde gecikme olasılığıdır.
- Faaliyet riski: İşletmelerde faiz yükümlülüğünün yüksekliği, finansal riski arttırırken, sabit giderlerin yüksekliği de faaliyet riskini arttırmaktadır. Sabit giderlerin yüksekliği başa baş noktasını yükseltmektedir.



### 3.4 PERFORMANS ÖLÇÜM YÖNTEMLERİ

Portföy performansının ölçülmesi, portföy içerisindeki her bir menkul kıymetin değerlendirilmesiyle başlar. Getiriler riske göre düzeltilerek karşılaştırılabilir hale getirilir, portföyün ve portföy yöneticisinin getirisi (seçicilik kabiliyeti, zamanlama kabiliyeti) hesaplanır. Elde edilen bu sonuçlar, profesyonel olarak yönetilen portföy ile pasif olarak yönetilen portföyün veya gösterge portföyün karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır.<sup>166</sup>

Performans ölçümleri, bir portföyün performansının bir zaman periyodundan başka bir periyoda veya farklı portföylerin aynı periyoda karşılaştırılmasında kullanılır.<sup>167</sup>

Yatırım fonlarının performansını değerlendirmeye yönelik olarak geliştirilen yöntemler temelde 1960'lı yıllarda yapılan çalışmalara dayanmaktadır. Etkin portföyler için Markowitz'in portföy teorisi ve etkin olmayan portföyler için "Finansal Varlık Fiyatlama Modeli"nin çerçevesinin çizilmesiyle, finans biliminde portföylerin performanslarının ölçülmesi de önem kazanmıştır. Markowitz'in oluşturduğu modern portföy teorisini esas alarak menkul kıymetler arasındaki ilişkiye dikkat ederek portföyün riskini azaltarak beklenen getiriyi artırmaya çalışan "Finansal Varlık Fiyatlama Modeli" (FVFM), portföy performansı ölçüm tekniklerinin de temelini oluşturmuştur. FVFM'ne dayalı olarak yaygın bir şekilde kullanılan başlıca performans ölçüm yöntemleri Treynor Endeksi, Sharpe Endeksi ve Jensen Endeksidir.<sup>168</sup>

Performans ölçütleri; toplam risk başına getiriyi ölçen Sharpe performans ölçütü, toplam sistematik risk başına getiriyi ölçen Treynor performans ölçütü, M2 ve T2 performans oranları, gerçekleşen getiri ile beklenen getiri arasındaki farkı ölçen Jensen performans ölçütü, aşağı yönde sapmaya göre getiriyi ölçen Sortino

---

<sup>166</sup> Belgi Odabaşı, "Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: A Tipi Karma Fonlar İçin Çok Kriterli Modellerle Türkiye Uygulaması", (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Para Banka Programı, 2007, s. 48

oranı ve portföy yöneticisinin seçiciliğini ve zamanlama kabiliyetini ölçen Fama performans ölçüsüdür.

Geleneksel ölçütlerin görece eksik sayılan sakıncaları farklı performans ölçüm yöntemleri ile giderilebilir. Bu alternatif ölçümlerden birisi de matematiksel bir temele dayanan Veri Zarflama Analizidir (VZA). Charnes, Cooper ve Rhodes (1978) ve (1979) tarafından geliştirilen VZA, Portföy Etkinlik Endeksiyle geleneksel ölçütlerin sakıncalarını ortadan kaldırmaktadır. Bir dizi kavram ve yöntemlerden oluşan VZA ortak girdi ve çıktılara dayanır ve her bir karar verme biriminin performansını ölçer. Benzer işler yapan, benzer unsurları kullanarak aynı sonuçları elde eden birimlerin birbirleri ile olan göreceli etkinliklerini ölçmek performans ölçümünün temel uğraşı alanına girmektedir. Getirilerini elde ederken farklı unsurlar tarafından etkilenen yatırım fonlarının da beta, standart sapma, çarpıklık, basıklık gibi etkenlerden nasıl etkilenip nasıl bir getiri elde ettiği VZA ile ölçülebilmektedir.<sup>169</sup>

### 3.4.1 Treynor Performans Ölçütü

1965 yılında Jack Treynor tarafından geliştirilen “Treynor Ölçütü” üstlenilen her bir birim sistematik risk başına elde edilen ek getiriyi ölçen orandır. Oynaklığın ödülü oranı olarak da adlandırılabilir.

Risk ölçütü olarak sistematik riski, gösterge olarak ise portföyün getiri oranı ile Pazar portföyünün getiri oranı arasındaki ilişkiyi tanımlayan “Karakteristik Doğrusunu” kullanmıştır. Beta ise karakteristik doğrunun eğimidir. Portföy getirilerinin Pazar getirilerine göre dalgalanmalarını ölçer.<sup>170</sup>

---

<sup>167</sup> Pehlivan, s. 26.

<sup>168</sup> Güçlü, s. 2.

<sup>169</sup> Pehlivan, s.3.

<sup>170</sup> Jack L. Treynor, “How To Rate Management of Investment Funds”, **Harvard Business Review**, January-February 1965, ss. 63-75.

Karakteristik doğrudan sapmalar portföyün pazara göre kendine özgü riski olduğunu gösterir. Portföy iyi çeşitlendirilmişse bu risk ortadan kalkar. Bu nedenle karakteristik doğrudan sapmalar, portföy yöneticisinin uygun çeşitlendirme yapıp yapmadığı kabiliyetlerinin bir göstergesidir. Portföyün pazarla korelasyonu ne kadar büyükse sistematik olmayan riski o kadar azdır ve portföy o kadar iyi çeşitlenmiştir.

Menkul Kıymet Piyasa Doğrusunun (Security Market Line-SML) eğimi formülünü herhangi bir A fonu için yazdığımızda Treynor oranı ile aynı formülü vermektedir. Bu ölçüte göre, eğim ne kadar büyük ise, fonun performansı da o kadar iyi olmaktadır.<sup>171</sup>

Treynor oranı, risk priminin sistematik riske olan oranıdır. Sermaye piyasalarında fazla olan risk karşılığında fon sahipleri risk primi adı altında telafi edici bir ilave getiri isteyeceklerdir. Riskten kaynaklanan getiri farkına risk primi adı verilir ve herhangi bir menkul kıymetin genel olarak risksiz olduğu kabul edilen hazine bonolarının ya da devlet tahvillerinin getiri (ya da faiz) oranlarından olan getiri farkı olarak, menkul kıymetin riskine bağlı olarak değişecektir. Yani riski fazla olan menkul kıymetlerin risk primi fazla, riski az olanların ise düşük olacaktır. Riskin ölçüsü olarak beta katsayısı kabul edildiğine göre, beta katsayısı yüksek olan menkul kıymetlerin risk primi de yüksek olacaktır.<sup>172</sup>

$$T_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

formülde;

$T$  : Treynor oranı

$r_p$  : Portföy getirisi

$r_f$  : Risksiz faiz oranı

$\beta_p$  : Portföyün betası

---

<sup>171</sup>Yalçınkaya, s. 57.

<sup>172</sup> Sarıslan, Erol, s. 331.

Treynor, riski içeren ilk portföy performansı ölçüm bileşimini geliştirmiş ve riski piyasa dalgalanmaları ve portföyde bulunan varlıkların tek tek dalgalanmaların bir sonucu olduğunu belirtmiştir.

Menkul kıymet piyasasının yani pazarın beta katsayısı 1 olacağından ( $\beta_m = 1$ ) yatırım fonu için hesaplanan Treynor endeksinin 1 'den büyük olması portföyün pazara göre daha yüksek performans gösterdiği, 1'den küçük olması ise düşük performans gösterdiğini ifade eder.

Risk primi sistematik riskle orantılı olduğuna göre, menkul kıymet piyasası ya da pazarı kadar riski olan yani Pazar ile aynı oranda değişen her hangi bir "i" hisse senedi için aşağıdaki eşitlik yazılabilir:

$$\frac{r_m - r_f}{\beta_m} = \frac{r_i - r_f}{\beta_i}$$

$r_m - r_f$ : pazarın risk primi

$r_i - r_f$ : her hangi bir i hisse senedinin risk primi

$\beta_m$ : pazarın sistematik riski

$\beta_i$ : i hisse senedinin sistematik riski

Menkul kıymet piyasasının yani pazarın beta katsayısı 1 kabul edilirse ( $\beta_m = 1$ )

$$\frac{r_m - r_f}{1} = \frac{r_i - r_f}{\beta_i}$$

$$(r_i - r_f) = \beta_i(r_m - r_f)$$

$$r_i = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

Yani herhangi bir hisse senedinin beklenen getiri oranı ( $r_i$ ), risksiz getiri oranı ile hisse senedinin pazara göre oluşan risk priminin toplamına eşit olacaktır.

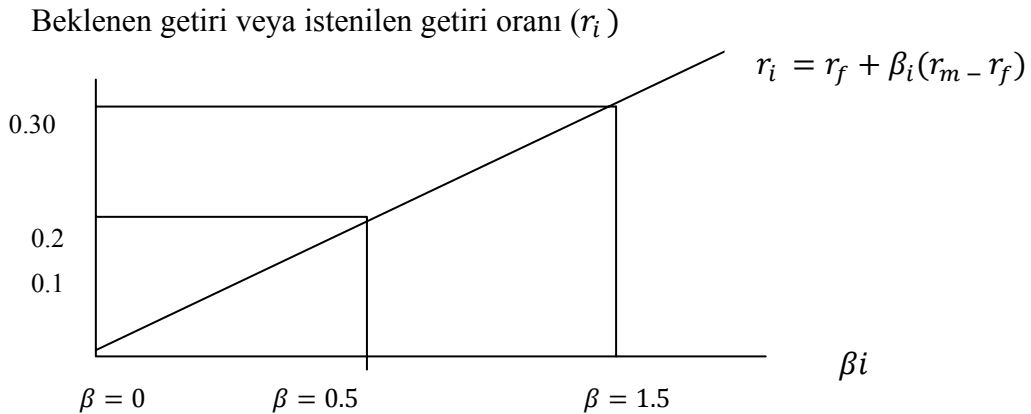
Yukarıda ulaşılan doğrusal denklem sermaye piyasası doğrusu ya da menkul kıymet piyasa doğrusu olarak adlandırılmaktadır.

$\beta_i(r_m - r_f)$ : herhangi bir hisse senedinin pazara göre risk primi, yani bir hisse senedinin risk primi o hisse senedinin beta katsayısı ile Pazar risk priminin çarpımına eşittir. O halde, Pazar ile aynı oranda değişen yani aynı riske sahip olan bir hisse senedinin beta katsayısı da 1 olacağına göre, hisse senedinin risk primi pazar risk primine eşit olacaktır.

Hisse senedinin beta katsayısı 2 ise; hisse senedinin risk primi  $2(r_m - r_f) = 2 \cdot (\text{Pazar risk primi})$ .

Menkul kıymet piyasası doğrusu veya sermaye piyasası doğrusunun başlangıç noktası risksiz faiz oranı ( $r_f$ ) ve eğimi ( $\beta_i$ ) dir. Dikey ekseninde hisse senetlerinin beklenen ya da yatırımcıların istediği getiri oranını ( $r_i$ ) ve yatay ekseninde de sistematik risk ölçüsü ( $\beta_i$ ) katsayılarını göstermektedir.

Şekil 4: Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu



Kaynak: Haim Levy, **Fundamentals of Investments**, The Hebrew University of Jerusalem and Zicklin School of Business, Financial Times Prentice Hall, New Yourk, 2002, s.512.

Risk ( $\beta_i$ ) arttıkça beklenen ya da istenen getiri oranı da doğrusal olarak artmaktadır. Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu (SML) risksiz faiz oranı ve Pazar getiri oranına dayalı olarak herhangi bir menkul kıymetin beklenen ya da istenilen getiri oranı ile beta katsayısı ilişkisini ortaya koymaktadır.

Herhangi bir menkul kıymetin dönemsel getiri oranları ( $r_i$ ) ile menkul kıymet piyasasının (borsanın) dönemsel getiri oranları ( $r_m$ ) doğrudan ilişkilendirilerek  $\beta_i$  katsayısı aşağıdaki gibi tahmin edilebilir:

$$r_i - r_f = \alpha_i + \beta_i(r_m - r_f) + e_t$$

Yukarıda verilen ve menkul kıymetin dönemsel getiri oranları ile pazarın getiri oranlarına (ya da bunların risksiz faiz oranından olan farklarına) dayalı olarak B katsayısını tahmin etmek amacı ile kullanılan doğrusal eşitlik menkul kıymet karakteristik doğrusu olarak adlandırılmaktadır.

Portföyün karakteristik doğrusunun eğimi olan beta, portföy getirilerinin pazara karşı olan değişkenliğinin de göstergesidir. Bu nedenle, doğru eğimi ne kadar yüksek olursa, beta o kadar büyük ve portföy o kadar riskli demektir.

Karakteristik doğru denklemi;

$$Y_t = a + b.it$$

Formülde;

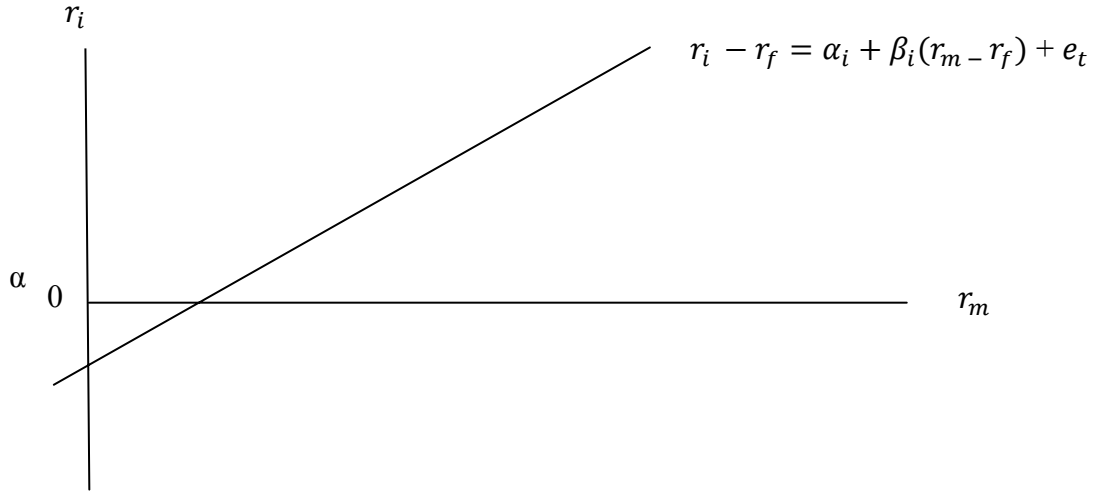
$Y_t$ : Portföy getirisini,

$a$ : Alfa katsayısını,

$b$ : Beta katsayısını,

$it$ : piyasa getirisini, göstermektedir.

Şekil 5: Menkul Kıymet Karakteristik Doğrusu



kaynak:, Gordon J.Alexander, William F. Sharpe “Fundamentals of Investments”, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, 1989.

Menkul kıymet karakteristik doğrusu bir menkul kıymetin getirilerini doğrudan pazarın getirileri ile ilişkilendirilerek, menkul kıymetin kendi özelliklerini (karakteristiğini) yansıtmaktadır.

Portföyün karakteristik doğrusunun eğimi olan beta portföy getirilerinin pazara karşı olan oynaklığının da bir göstergesidir. Eğim ne kadar yüksek olursa, beta o kadar büyük ve portföy o kadar riskli olacaktır.

Doğrunun  $\alpha$  ve  $\beta$  katsayıları en küçük kareler yönteminin aşağıdaki formüllerine göre tahmin edilmektedir.

$$\beta_i = \frac{n \sum r_i r_m - \sum r_i \sum r_m}{n \sum r_m^2 - (\sum r_m)^2}$$

$$\alpha = \frac{\sum r_i - \beta \sum r_m}{n}$$

Karakteristik doğrudan 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.<sup>173</sup>

Beta katsayısı kovaryans yaklaşımıyla da hesaplanabilir. Bir hisse senedinin sistematik riski o hisse senedinin menkul kıymet piyasası ya da pazarı ile birlikte değişim derecesi olduğuna göre, hisse senedinin Pazar endeksi ile birlikte değişiminin en iyi gösteren kovaryans Pazar endeksinin varyansına (değişimine) oranlanırsa beta katsayısı hesaplanabilir.<sup>174</sup>

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma_m^2}$$

formülde;

$Cov(r_i, r_m)$  : fon getirileri ile piyasa endeksinin kovaryansı,

$\sigma_m^2$  : piyasa endeksinin varyansını göstermektedir.

Formülü daha da açarsak;

$$\beta_i = \frac{\sum(r_i - r_{orti})(r_M - r_{ortM})}{\sum(r_M - r_{ortM})^2}$$

Bu denklem aşağıdaki şekilde yazılabilir;

$$\beta_i = \frac{\sum(r_i r_m) - n(r_{orti})(r_{ortM})}{\sum r_m^2 - n(r_{ortM})^2}$$

---

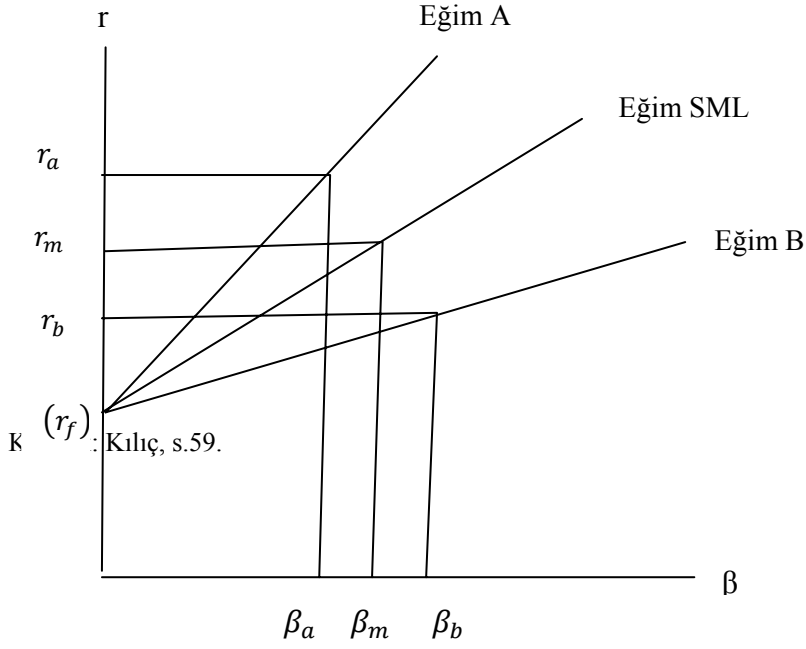
<sup>173</sup> Şahin, s. 68.

<sup>174</sup> Akel, s. 59.



Portföyün sistematik riski ya da bu riskin ölçüsü olan beta katsayısı, Portföyde yer alan hisse senetlerinin sistematik risklerinin ölçüsü olan beta katsayıları ile portföydeki ağırlıklarının çarpımının toplamına eşittir.  $\beta_p = \sum(w_i \beta_i)$

Şekil 6: Treynor Oranı



Treynor ölçütü fon ile risksiz oranı birleştiren doğrunun eğimidir. Daha yüksek ölçüt daha yüksek beceriye işaret etmektedir.<sup>175</sup>

Menkul kıymetlerin hesaplanan Treynor oranları, piyasanın Treynor oranıyla da karşılaştırılarak o menkul kıymetin piyasaya göre daha iyi veya daha kötü performans sergilediklerine karar verilebilir. Söz konusu doğru eğer Menkul Kıymet Piyasa doğrusu (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.

<sup>175</sup> Karan, s. 678.

Treynor ölçütü beta faktörü üzerine çok fazla dayanmaktadır. Portföyün betası portföyde yer alan menkul kıymetlerin betalarının ağırlıklı ortalamasıdır. Dolayısıyla portföy içinde hisse senedi adedinin artması betanın küçüleceği anlamına gelmez, keza, portföy içindeki hisse senedi adedinin azalması da betanın artacağı anlamına gelmez. Bu bakımdan Sharpe'in performans ölçütü Treynor'un ölçütüne göre üstünlük kazanmaktadır.<sup>176</sup>

### 3.4.2 Sharpe Performans Ölçütü

William Sharpe tarafından 1966'da geliştirilen “Sharp Performans Ölçütü” riske göre düzeltilmiş performans ölçütüdür. Sharpe ölçütü, portföyün risksiz faiz oranını aşan getirisinin standart sapmasına olan oranıdır. Yani bir birim standart sapma karşılığında sağlanan ek getiriyi ölçmektedir.

Risk primi, fonun geçmiş ortalama getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkı, başka bir deyişle yatırımcının riske katlanması karşılığında elde ettiği risk primini ifade etmektedir. Standart sapma hem sistematik riski hem de sistematik olmayan riski kapsar.

Sharpe ölçütü portföy yöneticisinin riske göre ne kadar fazla getiri elde edebildiğini göstermesinin yanında başarılı bir çeşitlendirme yapıp yapmadığını da gösterir.

Sharpe'in performans ölçütü olarak portföyün toplam riskini (getirilerin standart sapmasını) dikkate alır. Gösterge olarak da Sermaye Piyasası Doğrusunu kullanmaktadır (CML: Capital Market Line).<sup>177</sup>

---

<sup>176</sup> Kadir Özkaya, “ Portföy Performansının Ölçülmesi, A Tipi Yatırım Fonlarının Sharpe Modeliyle Değerlemesi” (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları Borsa Anabilim Dalı, İstanbul, Haziran 2001, s.51.

<sup>177</sup> William F. Sharpe, “Mutual Fund Performance”, **The Journal of Business**, Vol.39, No.1, Part.2, 1966, ss. 119-138.

Sharpe çalışmasında, iyi çeşitlendirilmiş portföylerin SPD'nin üzerinde yer alacağını, doğrudan sapmaların ise geçici olacağını ifade etmektedir.

Risksiz faiz oranından Pazar portföyüne doğru geçen Sermaye Piyasası Doğrusu'nun eğimi formülünde (rm) yerine A portföyünün getirisi için yazıldığında;

$$Eğim_A = \left[ \frac{r_a - r_f}{\sigma_a} \right]$$

Sharpe oranı bir fonun getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki tüm olası etkin portföylerin eğimini vermektedir. Bu eğim ne kadar dik veya bulunan oran ne kadar yüksek ise portföy performansı o kadar yüksek anlamına gelmektedir.

Sharpe oranı;

$$S_p = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

Formülde,

$s_p$  : Sharpe oranı

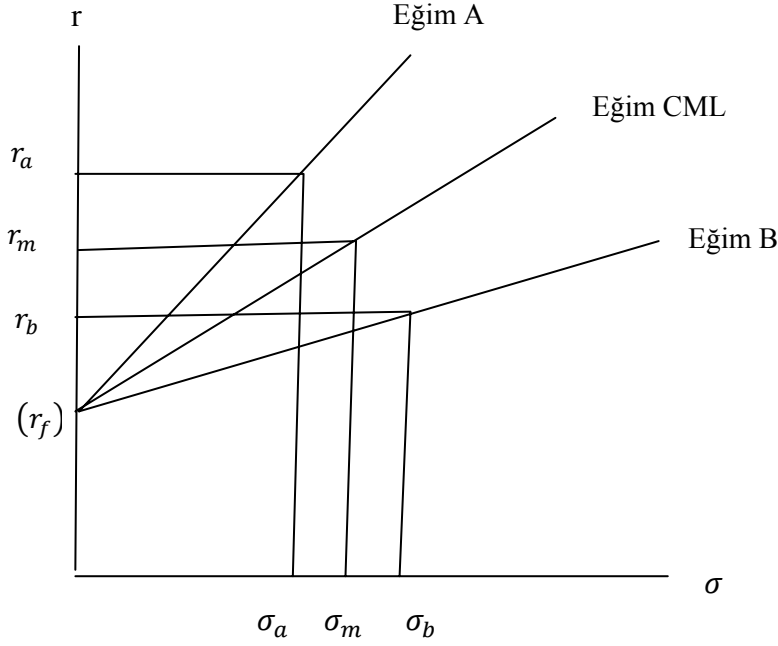
$r_p$  : Portföy getirisi (getirilerin aritmetik ortalaması)

$r_f$  : Risksiz faiz oranı (Hazine Bonosu getirisinin aritmetik ortalaması)

$\sigma_p$  : portföyün standart sapması (Getirilerin standart sapması)

Aynı toplam risk seviyesi için ek getirisi yüksek olan portföyün daha iyi performans gösterdiği söylenebilir.

Şekil 7: Sharpe Oranı



Kaynak: Sharpe, s.124.

Sharpe ölçütü fon ile risksiz oranı birleştiren doğrunun eğimidir. Sermaye Piyasası Doğrusu üzerinde yer alan herhangi bir fonun sharpe ölçütü pazarinkine eşittir.<sup>178</sup>

Eğim ne kadar dik ve hesaplanan oran ne kadar büyükse fonun performansı o kadar iyidir.

Şekilde aynı toplam risk için risksiz faiz oranını aşan en yüksek ek getiriyi sağlayan portföyün daha büyük sharpe oranına sahip olduğu, dolayısıyla daha üstün performans gösterdiği söylenebilir. Grafikte görülen portföylerden A portföyü, CML(Sermaye Piyasası Doğrusu) ve B portföyüne göre daha iyi performans gösterdiği söylenebilir. Sharpe oranıyla portföylerin performanslarının kendi aralarında değerlendirilmesi mümkünken; aynı zamanda bu portföylerin performanslarını piyasa performansı ile karşılaştırmak da mümkündür. Böylece, bir portföyün piyasa getirisi altında mı kaldığı, yoksa üstünde mi bir performans

<sup>178</sup> Karan, s. 677.

sergilediği anlaşılır<sup>179</sup>. Örneğin, A portföyün getirisi pazara göre daha iyi performans göstermiştir. B portföyü ise pazara göre düşük performans göstermiştir.

Sharpe performans ölçüsü toplam riski kullanarak fon portföy yöneticisini, hem getiri oranı performansı, hem de çeşitlendirme bazında değerlendirir. Treynor performans ölçüsü ise sistematik riski kullanarak, fon portföy yöneticisini yalnızca getiri oranı performansı bazında değerlendirir. İyi çeşitlendirilmiş portföyler için sharpe oranı, iyi çeşitlendirilmemiş portföylerin başarısını ölçmek için ise Treynor oranı daha uygundur.

Eğer fonun portföyü tamamen çeşitlendirilmiş ise, bu portföyün toplam riski onun sistematik riskine eşit olacağından, bu iki ölçü aynı sıralamayı verir. Fakat eğer fonun portföyü zayıf çeşitlendirilmiş ise, yani sistematik olmayan riski yüksek olan bir menkul kıymet Treynor performans ölçüsüne göre piyasadan daha üstün bir performans gösterirken; aynı menkul kıymet Sharpe performans ölçütüne göre piyasanın altında bir performans gösterir. Öyleyse, yüksek bir Treynor oranına ve düşük bir Sharpe oranına sahip bir menkul kıymetin yüksek bir sistematik olmayan riske sahip olduğu sonucuna varılabilir. Dolayısıyla, iyi çeşitlendirilmiş portföylerin riskleri büyük ölçüde ortadan kalkacağından, Treynor ölçütü Sharpe ölçütünden çok farklı olmayacaktır.

Gerçekleşmiş performansı ölçmek üzere, Sharpe performans ölçüsü; iyi çeşitlendirilmiş portföy olması şartı ile gelecekteki performansı ölçmek üzere, Treynor ölçüsü kullanılmalıdır.

---

<sup>179</sup> Güçlü, s. 29.

### 3.4.3 Jensen Performans Ölçütü

Micheal C. Jensen, 1968 yılında FVFM'ye dayanan bir performans ölçütü geliştirmiştir. Jensen performans ölçütü, portföyün beklenen getiri oranı ile Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu üzerinde bulunan bu portföyün risk seviyesine sahip olan bir portföyün beklenen getiri oranı arasındaki fark olarak tanımlanır. Fark eden getiriler yöntemi olarak da adlandırılabilir.

Jensen portföy performansını ölçmek için Sermaye Piyasası Doğrusunu kullanmış ve performansı, portföyün gerçek getirisinin sermaye piyasası doğrusundan sapma derecesi olarak tanımlanmıştır. Herhangi bir portföyün menkul kıymet piyasa doğrusundan sapmasını ölçen “Jensen alfası”, portföyün gerçekleşen getirisi ile Finansal Varlık Piyasa Doğrusu üzerinde yer almış olması varsayımı ile beklenen getirisi arasındaki fark olarak tanımlanabilir.<sup>180</sup>

$$r_{it} - r_{ft} = \alpha_i + (r_{mt} - r_{ft})\beta_i$$

formülde,

$\alpha_i$  : sabit katsayı olup modele göre oluşan doğrunun x eksenini kestiği noktayı

$r_i$  : i Portföyünün t dönemindeki ortalama getirisini

$\beta_i$  : i Portföyünün sistematik riski ölçüsünü

$r_m$  : t dönemindeki Pazar portföyünün ortalama getirisini

$r_f$  : t dönemindeki Risksiz faiz oranını göstermektedir.<sup>181</sup>

Alfa, Portföy yöneticisinin doğru menkul değer seçme yeteneğini ortaya koymaktadır. Yani fon portföyünün getirisine olan katkısını ölçer. Alfa pozitif ise üstün bir performans söz konusudur. Alfa negatif ise herhangi bir performanstan bahsetmek mümkün değildir. Alfa'nın değeri sıfır ise fon yöneticisinin piyasa

---

<sup>180</sup> Güçlü, s. 30.

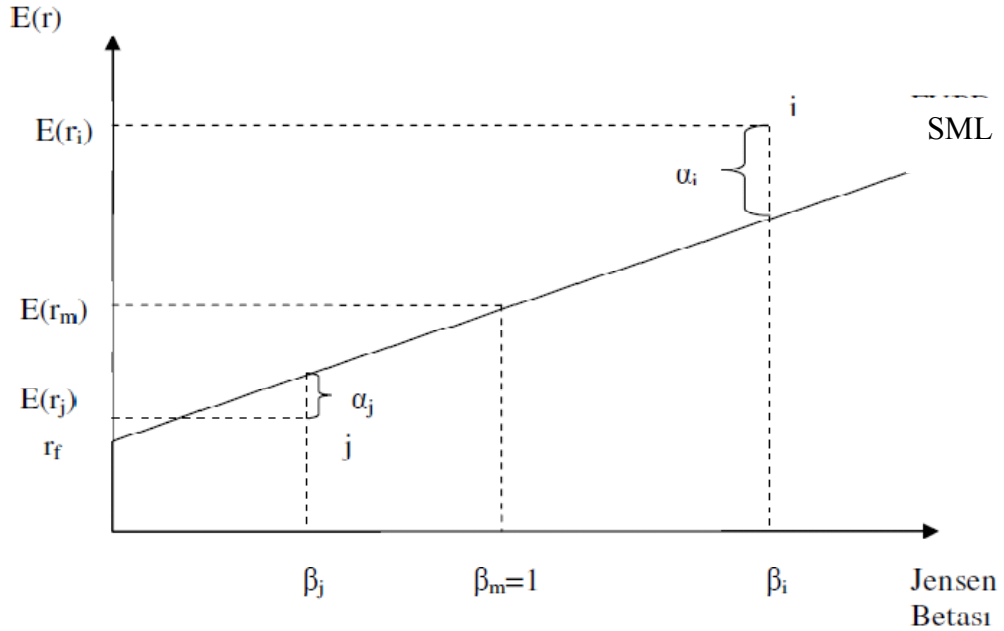
<sup>181</sup> Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, 3. Baskı, Etkin Kitabevi Yayınları, Bursa, 1998, s. 265.

portföyüne yakın bir performans gösterdiği söylenebilir. Jensen ölçüsü, portföyün getirisinin, piyasanın getirisini geçip geçmediğini gösterir.

Alfa; bir yöneticinin, FVFM'ye göre hesaplanan bir varlığın beklenene getirisine eşit veya onun üzerinde sağladığı getiri ölçüsüdür. Alfa pozitif ise yöneticinin kararlarının fonun değerine değer kattığını, negatif ise fonun değerini azalttığını gösterir.

Alfa, fonun gerçekleşen ortalama getirisi ile finansal varlık piyasa doğrusu (SML)'ye göre olması gereken getirisi arasındaki farkı, başka bir deyişle fon ile SML arasındaki dikey uzaklığı temsil etmektedir. Yani portföyün piyasayı geçip geçmediğini ölçer.<sup>182</sup> Alfa pozitifse, yatırım fonu Pazar karşısında üstün performans sağladığı, alfa negatif ise; Pazar karşısında düşük performans sağladığı, alfa sıfıra eşit ise pazarla aynı performans gösterdiği anlamına gelir.

Şekil 8: Jensen Oranı



Kaynak, Kılıç, s.61.

<sup>182</sup> Akel, s. 101.

Alfa, portföy yöneticisinin portföy performansına olan katkısını gösterir. Jensen alfası pozitif ise Finansal Varlık Piyasa Doğrusu'nun (SML'nin) üzerinde; negatif ise Finansal Varlık Piyasa Doğrusu'nun altında kalmaktadır, Sıfır ise pazarla aynı performans gösterdiği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, pozitif bir alfaya sahip portföyün üstün performans gösterdiği söylenebilir. Portföy yöneticisi pazar portföyü getirisi üzerinde ek getiri elde etmiştir. Bu nedenle alfa portföy yöneticisinin doğru menkul değer seçme yeteneğini ortaya koymaktadır.<sup>183</sup>

Treynor ve Sharpe'in endeks modelleri portföy risklerine göre nispi bir performans sıralamasına olanak sağlamaktadır. Jensen ise, riski dikkate alarak nispi performans ölçüsü yerine mutlak performans ölçüsü geliştirmeye çalışmıştır.

Jensen, FVFM'ye dayanarak hesaplanan alfa değerlerinin uzun dönemli devamlılığı ölçmede iyi sonuçlar verdiğini daha kısa dönemlerde ise yanlış sonuçlara neden olduğunu ifade etmiştir.

Sharpe ve Treynor ölçüm periyodunda ortalama getirileri ve ortalama risksiz faiz oranı kullanırken, Jensen getirisini ve döneme ait risksiz faiz oranını kullanmaktadır.

#### 3.4.4 $M^2$ Performans Ölçütü

Sharpe oranı yatırım fonlarının sıralamasında oldukça yararlı bir ölçüt olmasına karşın, sıradan bir yatırımcı için ortaya çıkan sayısal değeri yorumlamak oldukça zordur. Franco Modigliani ve Leah Modigliani tarafından 1997 geliştirilen  $M^2$  performans ölçütü modelinde, bunu basite indirmek için geliştirilmiştir. Sharpe metodunda olduğu gibi risk ölçütü olarak standart sapma kullanılmaktadır ve Sermaye Piyasası Doğrusuna (CML) dayanmaktadır.<sup>184</sup>

---

<sup>183</sup> Karan, s. 682.

<sup>184</sup> Franco Modigliani, Leah Modigliani, "Risk Adjusted Performance", **Journal of Portfolio Management**, Vol.23, No2, 1997. s. 46.



Örneğin; portföy A için Sharpe oranı 0,68, portföy B için Sharpe oranı 0,75 olsun, ve portföy A'nın piyasanın altında performans gösterdiği varsayalım. Ortalama yatırımcı bunu bilmeyebilir, dolayısıyla  $M^2$  gösterge endekse göre portföy performansını yorumlamaya imkan sunar.

$M^2$  performans ölçütü, portföyleri karşılaştırma ölçütüyle aynı volatiliteye getirerek performans karşılaştırması yapar. Böylelikle, tüm yatırımcıların daha kolay anlayabileceği bir ölçüm olarak,  $M^2$  performans ölçütündeki amaç; portföye risksiz finansal varlık ekleyerek standart sapmasını piyasa portföyünün standart sapmasıyla eşit hale getirerek, getirilerin karşılaştırılması yoluyla performans karşılaştırması yapılmasıdır.

$M^2$  ölçüsü,

$$M^2 = r_p - r_m$$

Formülde,

$r_p$  : riski düzeltilmiş portföy getirisi

$r_m$  : piyasa portföyünün getirisi

Riski düzeltilmiş portföy getirisi aşağıdaki şekilde hesaplanır;

$$r_p = \left\{ r_p \frac{\sigma_m}{\sigma_p} + \left[ 1 - \frac{\sigma_m}{\sigma_p} \right] r_f \right\}$$

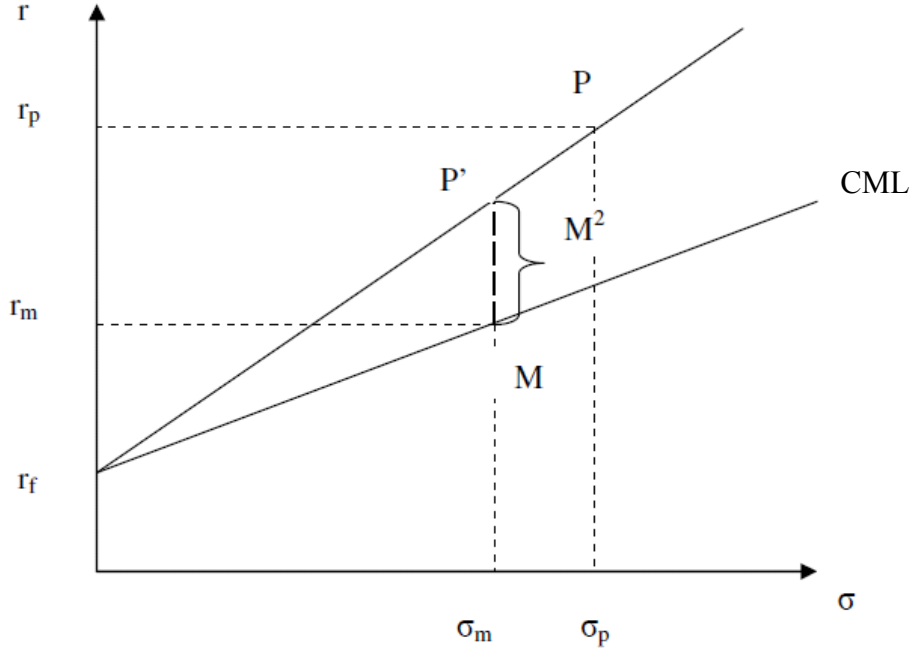
$M^2$  formülünde  $r_p$ ' yi yerine koyarsak,

$$M^2 = \left\{ r_p \frac{\sigma_m}{\sigma_p} + \left[ 1 - \frac{\sigma_m}{\sigma_p} \right] r_f \right\} - r_m$$

$$M^2 = \left[ \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \right] \sigma_m - (r_m - r_f)$$

$$M^2 = (\text{sharpe oranı})\sigma_m - (r_m - r_f)$$

Şekil 9:  $M^2$  Performans Ölçütü



Kaynak: Kılıç, s.57.

$\sigma_p$  standart sapmasına sahip P portföyünün, Karşılaştırma ölçütü olarak piyasa portföyü kullanılarak performansının ölçülebilmesi için öncelikle, P portföyüne  $(1 - \sigma_p/\sigma_m)$  oranında risksiz finansal varlık eklenerek P portföyünün standart sapması piyasa portföyünün standart sapmasına eşitlenir. Riski düzeltilmiş P' portföyünün getirisi hesaplanır ve piyasa portföyünün getirisiyle karşılaştırılır.

Grafikte P portföyünün karakteristik doğrusu Sermaye Piyasası Doğrusundan (CML) daha dik bir eğime sahip olduğundan  $M^2$  pozitif bir değer almıştır. Dolayısıyla, P portföyü piyasa portföyünden daha üstün bir performans göstermiştir.

Sharpe oranıyla  $M^2$  performans ölçütü portföy performans sıralamasında aynı sonuçları vermektedir.

### 3.4.5 T<sup>2</sup> Performans Ölçütü

Treynor oranını, yüzde getiri şekline çeviren T<sup>2</sup> Performans ölçütü, portföye risksiz getirili menkul kıymet ekleyerek risk düzeltmesi yapan bir ölçüttür. Risk ölçütü olarak Sistematik risk ( $\beta$ ) kullanılmaktadır.

Portföye eklenen risksiz menkul kıymetle birlikte, portföyün getirisi şu şekilde olur<sup>185</sup>:

$$r_p = \left\{ r_p \frac{\beta_m}{\beta_p} + \left[ 1 - \frac{\beta_m}{\beta_p} \right] r_f \right\}$$

T<sup>2</sup> ölçütü;

$$T^2 = r_p - r_m$$

T<sup>2</sup> formülünde  $r_p$ 'yi yerine koyarsak,

$$T^2 = \left\{ r_p \frac{\beta_m}{\beta_p} + \left[ 1 - \frac{\beta_m}{\beta_p} \right] r_f \right\} - r_m$$

$$T^2 = \left[ \frac{r_p - r_f}{\beta_p} \right] \beta_m - (r_m - r_f) \quad (\beta_m = 1)$$

$$T^2 = (\text{Treynor oranı}) - (r_m - r_f)$$

Formülde,

T<sup>2</sup>: T<sup>2</sup> Performans ölçütü

$r_p$ : Riski düzeltilmiş portföyün getirisi

$r_m$ : Piyasa getirisi

$\beta_m$ : Piyasa  $\beta$  değeri

$\beta_p$ : Portföy  $\beta$  değeri.

---

<sup>185</sup> Suat Teker, Emre Karakurum ve Osman Tav, "Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi", Doğu Üniversitesi Dergisi, Cilt:9, Sayı:1, 89-105, s.95.

### 3.4.6 Sortino Performans Ölçütü

Sortino performans endeksi Frank A. Sortino tarafından 1994 yılında geliştirilmiştir. Hesaplama yaparken standart sapma yerine getirinin bir eşik değerin altında olma riski anlamına gelen aşağı yönde sapmayı kullanır. Bu şekilde getiri dağılımlarının asimetrik olma problemine çözüm yaratılmış olur.

Ortalama getirinin minimum kabul edilebilir değeri aşan kısmının, aşağı yönde alt varyansa oranı, Sortino oranını verir.<sup>186</sup>

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{\bar{r}_p - MAR}{\sqrt{\frac{\sum (r_{p_t} - MAR)^2}{T}}}$$

Formülde,

$r_{p_t}$  : portföyün t anındaki getirisini,

$\bar{r}_p$  : portföyün ortalama getirisini,

MAR: minimum kabul edilebilir getiri oranını,

T: incelenen gün sayısını ifade etmektedir.

Minimum kabul edilebilir getiri oranı yatırımcının elde etmeyi hedeflediği getiri oranıdır. Sortino, riski minimum getiri oranının altında gerçekleşen değer olarak kabul etmiştir. Yani riski portföyün ortalama getirisi altında kalan portföy getiri oranlarının standart sapması olarak hesaplamıştır. Sortino performans endeksinin pozitif olması portföy performansının iyi olduğunu göstermektedir.

---

<sup>186</sup> Şahin, s.74.

### 3.5 PİYASA ZAMANLAMASI MODELLERİ

Geleneksel portföy performansı değerlendirme yöntemleri, sadece menkul kıymet seçiciliğinden kaynaklanan performansın ölçülmesine yarar. Ancak üstün bir performans, fon yöneticisinin menkul kıymet seçicilik kabiliyeti ile piyasa zamanlaması kabiliyetinin bir arada bulunmasına bağlıdır.

Yatırım fonu yöneticisinin, zamanlama kabiliyetini ölçmede kullanılan yöntemlerin en önemlileri Treynor-Mazuy (1966) tarafından geliştirilen *Kuadratik Regresyon Modeli* ile Henriksson-Merton (1981) tarafından geliştirilen *Kukla Değişkenli Regresyon Modeli*'dir. Bu modellerle portföy yöneticisinin menkul kıymet seçim kabiliyetinin (seçicilik) yanı sıra pazar hareketlerini tahmin kabiliyetini (zamanlama) de ölçülebilir. Piyasa zamanlamasını ölçmeye yönelik geliştirilen modellerin hepsi Jensen modelini esas almaktadır.

Menkul kıymet seçiciliği, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeline göre sermaye piyasası doğrusunun altında veya üzerinde olan menkul kıymetlerin tek tek belirlenmesidir. Piyasa zamanlaması ise genel piyasa hareketlerinin önceden tahmin edilebilmesini ifade eder. Fon yöneticilerinin portföy oluştururken, doğru zamanda ve doğru menkul kıymeti seçmesi fon portföyünün performansını doğrudan etkilemektedir. Piyasa zamanlaması yeteneğine sahip bir fon yöneticisi, yükselen bir piyasada kazanç elde etmek için sistematik riski yüksek, başka bir ifadeyle betası yüksek menkul kıymetleri portföyüne dahil ederek portföyün ortalama betasını arttırabilirse portföyün getirisi pazarın getirisinin üzerinde olacaktır. Düşen piyasalarda kazanç sağlamak için betası düşük menkul kıymetleri portföyüne alarak portföy getirilerinin Pazar getirilerinden daha az bir oranda düşmesini sağlayabilir.

### 3.5.1 Fama Yaklaşımı

Fama, 1978 yılında yaptığı çalışmada, portföy yöneticilerinin fonun belli bir risk seviyesinde en iyi menkul kıymetleri alabilme yeteneği “çeşitlilik” ve genel piyasa fiyat hareketlerini tahmin edebilme “zamanlama” olmak üzere iki farklı üstünlükleri olduğunu ifade ederek, bunların portföy performansına ayrı ayrı etkilerinin bulunduğunu ileri sürmüştür. Ayrıca bir portföyün getirisinin, menkul kıymet seçiciliğinden gelen getiriler ve alınan riskin sağladığı getirilerden oluştuğunu savunmuştur.<sup>187</sup>

Fama ölçütü aşağıdaki gibi formüle edilebilir:<sup>188</sup>

$$\text{Fama Ölçütü} = (r_p - r_f) - \left[ \frac{\sigma_p}{\sigma_m} \right] (r_m - r_f)$$

Formülde,

$r_p$ : fon getirisini

$r_f$ : risksiz faiz oranını

$r_m$ : piyasa getirisini

$\sigma_p$ : fonun volatilitelerini

$\sigma_m$ : pazarın volatilitelerini ifade etmektedir.

Fama'ya göre iyi çeşitlendirilmiş bir portföyün sistematik olmayan riski ortadan kalkacağından toplam riski sistematik riskine eşit olacaktır. Ayrıca yöneticisinin pazara ilişkin beklentilerine göre portföy içerisinde yer alan menkul kıymetlerin ağırlıklarını değiştirerek portföy performansını artırabilmek için farklı stratejiler uygulanabileceğini ifade etmiştir. Pazara ilişkin beklentileri yükselme yönünde ise beta katsayısı yüksek yatırım araçları portföye alınacaktır.

---

<sup>187</sup> Güçlü, s. 36.

<sup>188</sup> Şahin, s. 75.

### 3.5.2 Treynor ve Mazuy Kuadratik Regresyon Modeli

1966 yılında Treynor ve Mazuy, yatırım fonu yöneticilerinin hisse senetleri piyasasındaki büyük değişimleri önceden tahmin etmede başarılı olup olmadıklarını araştırmışlardır. Treynor ve Mazuy, yöneticilerin zamanlama kabiliyetini ölçmek için kullanılan temel lineer modele yeni bir terim (C) eklemişlerdir.<sup>189</sup>

Kuadratik (ikinci dereceden) regresyon modelini, aşağıdaki gibi formüle etmişlerdir.

$$(R_{it} - R_{ft}) = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + C(R_{mt} - R_{ft})^2 + \varepsilon_{it}$$

Jensen modelinden farklı olarak C terimi eklenmiştir. C katsayısı, fon yöneticisinin piyasa zamanlamasını ölçmektedir. C'nin pozitif olması, fon yöneticisinin piyasa zamanlaması kabiliyetinin yüksek olduğunu, negatif C katsayısı ise yöneticinin zamanlama kabiliyetinin hiç olmadığını göstermektedir.

Bu model, yatırım fonunun ek getirisi ile piyasanın ek getirisi arasındaki doğrusal olmayan ilişkiyi test etmektedir. Piyasada yükseliş başlar başlamaz hemen portföyüne betası yüksek olan menkul kıymetleri dahil etmelidir. Piyasa düşüşe başlayacağı zaman yüksek betalı varlıklardan düşük betalı varlıklara geçiş yapılarak portföyün zarar etmesi önlenmelidir.<sup>190</sup>

Pazar getirilerinin azaldığı zamanlarda (ayı piyasası) düşük betaya sahip fonlar üst sırada yer alacaktır. Pazar getirilerinin arttığı zamanlarda (boğa piyasası) yüksek betaya sahip olan fonlar sıralamada üste çıkacaktır.

Fon yöneticilerinin piyasa zamanlaması ve menkul kıymet seçiciliğini ölçmeye çalışan araştırmalarda en çok kullanılan model TM modelidir.

---

<sup>189</sup> Jack L. Treynor, Kay K. Mazuy, "Can Mutual Funds Outguess The Market?" **Harvard Business Review**, Vol.44, No.4, 1966, ss. 131-136.

<sup>190</sup> Akel, s. 10.

### 3.5.3 Henriksson ve Merton Kukla Değişkenli Regresyon Modeli

Henriksson ve Merton (1981), fon yöneticilerinin zamanlama kabiliyetlerini doğrusal ve doğrusal olmayan yöntemlere göre nasıl ölçülebileceğini incelemişlerdir. Fon yöneticilerinin piyasanın yönü konusundaki tahminlerinin gözlemlenemediği durumlarda, ya CAPM ya da çok faktörlü modellerin varsayımları altında doğrusal yöntemlerin kullanılabilceğini ifade etmişlerdir.

Henriksson ve Merton, fon yöneticilerinin sadece piyasanın yönünü tahmin edebildiklerini, bu trendin uzunluğunu ise tahmin edemediklerini varsayımlardır.

Fon yöneticisinin yalnızca hisse senedi ve hazine bonusu olmak üzere iki menkul kıymet arasında seçim yapma imkânına sahip olduğu için yükselen ve düşen piyasada yöneticinin zamanlama kabiliyetini ölçmek üzere kukla değişkenli iki doğrusal regresyon kullanılmaktadır.<sup>191</sup>

$$(R_{it} - R_{ft}) = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + C((R_{mt} - R_{ft})D) + \varepsilon_{it}$$

Formülde,

C = piyasa zamanlaması kabiliyeti

D: kukla değişken(yükselen ve düşen piyasaları ifade eder).

Yükselen piyasada D = 1 olur ( $R_m > R_f$ )

Düşen piyasada D = 0 olur ( $R_m < R_f$ )<sup>192</sup>

Portföy yöneticisi iki hedef risk düzeylerinden birini seçecektir. Risksiz tahvillerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri elde edeceği düşünüldüğünde

---

<sup>191</sup> Roy D.Henriksson, Robert C.Merton,"On Market Timing and Investment Performance II. Statistical Procedures for Evaluation Forecasting Skills" **The Journal of Business**, Vol.54, No.4, 1981, ss. 513-533.

<sup>192</sup> Akel, s. 10.



yönetici düşük betayı tercih edecek, hisse senetlerinin getirilerinin fazla olacağı tahmin edildiğinde ise yüksek bir betayı tercih edecektir.<sup>193</sup>

### 3.5.4 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, fonun alfasını fonun sistematik riskine bölerek bu düzeltmeyi yapmaktadır.<sup>194</sup> Hesaplanan oran ne kadar büyük ise fonun performansı da o oranda yüksek kabul edilmektedir.

$$\text{Fon A için değerleme Oranı} = \frac{\alpha_a}{\sigma^2(e_p)}$$

Formülde,

$\alpha_a$ : Fonun Jensen alfası,

$\sigma^2(e_p)$ : Fonun sistematik olmayan riskinin karekökünü, ifade etmektedir.

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.

Bir fonun sistematik olmayan riski ne kadar düşük olur ise değerlendirme oranı Jensen indeksine o ölçüde yakın sonuçlar vermektedir. Sistematik olmayan riski yüksek fonlarda ise iki yöntem arasında sonuçlar açısından ciddi farklılıklar ortaya çıkmaktadır.

---

<sup>193</sup> Karaman, s.684.

<sup>194</sup> Kılıç, s.78.

Yönetici piyasanın hareketlerine bağlı olarak portföyün ortalama beta katsayısı değerini ayarlayarak iyi performans sergileyebilir. Piyasa yükseleceği zaman fonun Pazar hareketlerinden daha fazla etkilenmesini sağlamak amacıyla portföyün beta katsayısı değeri arttırılmaktadır. Piyasanın düşeceği beklentisini varsa fondaki yüksek betalı hisse senetleri satılmakta ve düşük betalı hisse senetleri portföye dahil edilmektedir.<sup>195</sup>

### **3.6 A TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLEME UYGULAMASI**

#### **3.6.1 Uygulamanın Amacı**

Portföyün performansı portföy yöneticisinin başarısına bağlıdır. Yatırım fonlarının performanslarının ölçülmesi, hem yatırımcıların tasarruflarının ne kadar iyi yönetildiğini bilmelerini, hem de kurucu ve portföy yönetim şirketinin fon yöneticilerinin performanslarını bilmelerini sağlamaktır. Böylece, fon yönetim anlayışı, portföyde yapılan hatalar ve yapılabilecek değişiklikler kolaylıkla ortaya çıkabilecek ve daha iyi bir fon yönetim stratejisi araştırılmaya ve uygulanmaya başlanacaktır.

Portföy performansının ve devamlılığının ölçülmesi, portföy yöneticisinin geçmişteki performansının normalin üzerinde olup olmadığını ve bu performansın şanstan mı yetenekten mi kaynaklandığının araştırılmasını kapsar.

Uygulamamızın amacı, Türkiye'deki A tipi yatırım fonlarının kısa ve uzun dönemde risk ve getirilerini bulmak ve portföylerin risk ve getirilerini beraber değerlendiren yöntemlerle her bir birim riske karşı elde edilen getirinin ölçülmesi ve portföy yöneticilerinin seçme ve zamanlama yeteneklerinin ölçülmesidir. Ayrıca

---

<sup>195</sup> Fazıl Gökgöz, **A Tipi Karma Yatırım Fonlarının Stil Analizi ve Performans Değerlendirmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları Yayın No:188, Ankara, 2005, s. 41.

fonların değerleme katsayılarını pazar portföyü ile karşılaştırarak seçilen dönem bazında yaşanan krizlere nasıl tepki gösterdikleri ve bu koşullarda devamlılıklarının analizidir.

### 3.6.2 Uygulamanın Kapsamı ve Dönemi

Uygulamamızın kapsamı Ocak 2000- Aralık 2008 tarihine kadar 108 aylık dönemde kesiksiz ve sürekli veriye sahip olan, ismi ve fon portföy türü değişmeyen, devredilmeyen, sonlandırılmayan 14 adet A tipi Değişken Yatırım Fonu, 4 adet Hisse Senedi Fonu ve 6 adet Karma Fon olmak üzere toplam 24 adet A tipi yatırım fonundan oluşmaktadır.

Diğer A tipi fon türlerinin araştırma kapsamına alınmamasının gerekçeleri şöyle açıklanabilir; A tipi değişken fon, A tipi karma fon ve A tipi hisse senedi yatırım fonları dışında kalanlar olarak A tipi sektör fon, A tipi iştirak fon A tipi özel fon, A tipi yabancı menkul kıymetler fonu, A tipi Altın fon ve A tipi sepet yatırım fonları sayı ve büyüklük bakımından geri planda kalmaktadırlar. A tipi endeks fon ise sayı bakımından yeterli büyüklüğe sahip olmasına rağmen aktif yönetilen fonlar olmaması bakımından inceleme dışında bırakılmıştır.

İncelenen A tipi fonların tür bazında adları aşağıdaki gibidir;

<b>A TİPİ DEĞİŞKEN FONLAR</b>
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon
Alternatif bank A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu
Denizbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon
Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon

Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon
Şekerbank T.A.Ş. A Tipi Değişken Fon
Tacirler Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon
Taib Yatırım A.Ş. A Tipi Değişken Fon
Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fon
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon
Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon

<b>A TİPİ HİSSE SENEDİ FONLARI</b>
Denizbank A Tipi Hisse Senedi Fonu
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.A Tipi Hisse Senedi Fonu
T.İş Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu

<b>A TİPİ KARMA FONLAR</b>
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Karma Fon
Denizbank A Tipi Karma Fon
Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon
Tacirler Menkul Değerler A.Ş. Tipi Karma Fon
Türk Ekonomi Bankası A.Ş.A Tipi Karma Fon
Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon

Adı geçen yatırım fonları önce uzun dönem (2000- 2008 yılları arası) performansları hesaplanmıştır. Kendi aralarında ve piyasayla karşılaştırılmıştır. Daha sonra yatırım fonlarının kısa dönemde (yıllar itibariyle) performansı hesaplanmıştır.

### 3.6.3 Analiz Yöntemleri

Portföy performanslarının ölçümünde, göreceli riske duyarlı olsun diye riski düzeltilmiş performans ölçütleri kullanılmaktadır.

**Tablo 8: Fon Performans Kriterleri Karşılaştırması**

Fon Performans Değerleme Yöntemleri	Sistemik risk	Sistemik Olmayan Risk	Aşağı Yönde Risk	Karşılaştırmalı Performans Göstergesi	Tek Başına Performans Göstergesi	Yönetici Seçicilik Kabiliyeti	Yönetici Zamanlama Kabiliyeti
Sharpe	x	x		x			
$M^2$ Performans Ölçütü	x	x			x		
Sortino	x	x	x	x			
Treynor	x			x			
$T^2$ Performans Ölçütü	x			x			
Jensen Alfası	x				x	x	
Değerleme Oranı	x	x			x	x	
Fama Ölçütü	x	x			x	x	x
TM Yöntemi	x	x			x	x	x
HM Yöntemi	x	x			x	x	x

Kaynak: Suat Teker, Emre Karakurum, Osman Tav, “Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi”

Doğuş Üniversitesi Dergisi, 9.1.2008, ss. 89-105.

Tabloda görülen ve en çok kullanılan performans değerlendirme yöntemlerinin avantajlarını ve dezavantajlarını göz önüne alarak 10 performans değerlendirme yönteminden Sharpe, Treynor, Jensen ve TM ölçütleri olmak üzere 4 yöntem kullandık.

Bir birim standart sapma karşılığında sağlanan ek getiriye ölçen Sharpe ölçütünü, bir birim sistemik risk karşılığında sağlanan ek getiriye ölçen Treynor ölçütünü, portföy yöneticisinin fon portföyüne olan katkısını ölçen Jensen ölçütünü ve fon yöneticisinin piyasa zamanlamasını ve menkul kıymet seçiciliğini ölçen Treynor-Mazuy yöntemlerini kullandık.

Sharpe oranı portföy performansını toplam riske göre değerlendirirken, Treynor oranı Pazar riskine göre değerlendirmektedir. Bu ölçüt getiriye toplam risk yerine sistematik riske göre değerlendirmektedir. İyi çeşitlendirilmiş portföylerin riskleri büyük ölçüde ortadan kalkacağından bu portföylerde Treynor ölçütü Sharpe ölçütünden çok farklı olmayacaktır.

Jensen yöntemi seçme yeteneğinin ölçülmesinde kullanılmaktadır. Bu yöntemin amacı gerçekleşen riske göre bir portföyün beklenen getirisini hesap ederek o dönemdeki gerçekleşen getirisi ile karşılaştırmaktır.

Portföy yöneticisinin, bireysel menkul kıymetlerin fiyat hareketlerini önceden tahmin etmesi olan seçme yeteneği ve menkul kıymet borsası fiyat hareketlerini önceden tahmin etmesi olan zamanlama yeteneğini Treynor-Mazuy Kuadratik Regresyon Modeliyle ölçtük. Son olarak da portföy performansının devamlı olup olmadığını analiz ettik.

### **3.6.4 Uygulamada Kullanılan Veriler ve Hesaplanış Biçimleri**

#### **3.6.4.1 A Tipi Yatırım Fonlarının Aylık Getirileri**

Portföy performanslarının ölçülmesi aynı risk düzeyine sahip portföylerin getirilerinin karşılaştırılmasına dayanmaktadır.

Değerlendirme kapsamına alınan yatırım fonlarına ilişkin getiriler ay sonu birim pay değerleri kullanılarak hesaplanmıştır. Söz konusu veriler SPK'nın aylık istatistiklerinden derlenmiştir.

Çalışma kapsamına alınan 24 adet A tipi yatırım fonunun getirileri aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır. (EK1- EK3-EK5)

$$r_p = \frac{v_t - v_{t-1}}{v_{t-1}}$$

#### 3.6.4.2 Risksiz Getiri

Çalışmamızda risksiz getiri olarak gecelik repo faiz oranları hesaplanarak kullanılmıştır.

#### 3.6.4.3 Piyasa Gösterge Endeksi

Çalışmamızda piyasa gösterge endeksi olarak İMKB Ulusal 100 Endeksi kullanılmıştır. Ulusal endeksinin aylık getirileri fon getirilerini hesapladığımız formülle hesaplanmıştır.(EK6)

#### 3.6.4.4 Standart Sapma

Yatırım fonlarına ilişkin bulunan standart sapma değerleri aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır. (EK1- EK3-EK5)

$$\sigma = \sqrt{\sum (r_i - \bar{r})^2 / (n - 1)}$$

### 3.7 A TİPİ YATIRIM FONLARININ GETİRİ DEĞERLERİ VE İMKB İLE KARŞILAŞTIRILMASI

Çalışmamız kapsamına aldığımız her bir yatırım fonunun ortalama getiri değerlerini hesaplayarak elde ettiğimiz verileri karşılaştırarak en yüksek ortalama getiriye sahip fonlardan başlanarak tür bazında kendi aralarında sıralanmıştır.

Ancak yalnızca geçmiş dönem getirilerine bağlı kalınarak alınan yatırım kararları sağlıklı değildir ve yanlış tercih yapılmasına neden olur. Oysa bir birimlik getiri karşısında ne kadar risk üstlenildiğinin bilinmesi ve buna göre karşılaştırılması gerekmektedir, dolayısıyla sadece getiriler değil riskte ön planda olmalıdır.<sup>196</sup>

Rasyonel davranan yatırımcılar minimum risk maksimum getiri sağlamak isterler, bir birim getiriye karşılık riski ölçen yayılma katsayılarını dikkate aldık. Yayılma katsayısı standart sapmanın ortalama getiriye bölünmesiyle bulunur. Çıkan sonuç ne kadar küçükse o kadar iyidir çünkü bir birimlik getiri elde etmek için az riske katlanıldığını gösterir. Yayılma katsayılarının büyüklüğü ile performansı ters orantılıdır.

$$\text{Yayılma Katsayısı} = (\sigma / \bar{r})$$

Formülde,

$\sigma$ : Standart sapma,

$r$ : Ortalama getiriye ifade eder

---

<sup>196</sup> Aksoy, Yavuz, s. 529.



### 3.7.1 A Tipi Değişken Fonların Getirileri ve Yayılma Katsayıları

Aşağıdaki tabloda A tipi değişken fonlarının ortalama getirileri ve yayılma katsayılarına ilişkin değerler ve sıralaması yer almaktadır.

A tipi değişken yatırım fonlarını getirileri bakımından en iyiden en kötüye doğru sıralarken, fonların yayılma katsayılarını da en iyiden en kötüye doğru sıraladık, yani getiri karşılığında en az riske sahip fonlar ilk sırada yer almaktadır.

Tablo 9: A Tipi Değişken Fonların Ortalama Getiri ve Yayılma Katsayısı Değerleri

<b>A TİPİ DEĞİŞKEN FONLAR</b>	<b>ORT. GETİRİ</b>	<b>ORT. GETİRİ SIRALAMASI</b>	<b>YAYILMA KATSAYILARI</b>	<b>YAYILMA KATSAYILARI SIRALAMASI</b>
STRATEJİ MENKUL DEĞERLER	0,0201	1	4,8603	7
İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER	0,0189	2	3,6311	2
ECZACIBAŞI MENKUL DEĞERLER	0,0164	3	4,0585	6
TAİB YATIRIM	0,0162	4	3,5239	1
GLOBAL MENKUL DEĞERLER	0,0151	5	3,9687	4
TÜRKİYE KALKINMA BANKASI	0,0149	6	3,9974	5
DENİZBANK	0,0146	7	3,8364	3
YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER	0,0146	7	5,4117	9
ALTERNATİFBANK	0,0146	7	4,9814	8
TACİRLER MENKUL DEĞERLER	0,0143	8	6,1184	12
İMKB 100 ENDEKSİ	0,0134	9	9,6617	14
FİNANSBANK	0,0124	10	10,0536	15
ACAR YATIRIM MENKUL DEĞERLER	0,0117	11	5,9036	11
YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER	0,0111	12	5,6785	10
ŞEKERBANK	0,0089	13	8,6145	13

Ulusal 100 Endeksle karşılaştırdığımızda; risklerini dikkate almadan sadece ortalama getirilerine baktığımızda 2000-2008 yılları arasında değerlendirmeye aldığımız toplam 14 adet A tipi değişken yatırım fonundan 4 adedi İMKB Ulusal 100 Endeksinin altında getiri sağladığı geri kalan 10 adet değişken fonun pazarın üstünde getiri sağladıkları görülmektedir. Yayılma katsayılarını sıraladığımızda Finans bank

A Tipi Değişken Fon hariç hepsi piyasanın üstünde üstlendikleri riske karşılık getiri elde etmişlerdir.

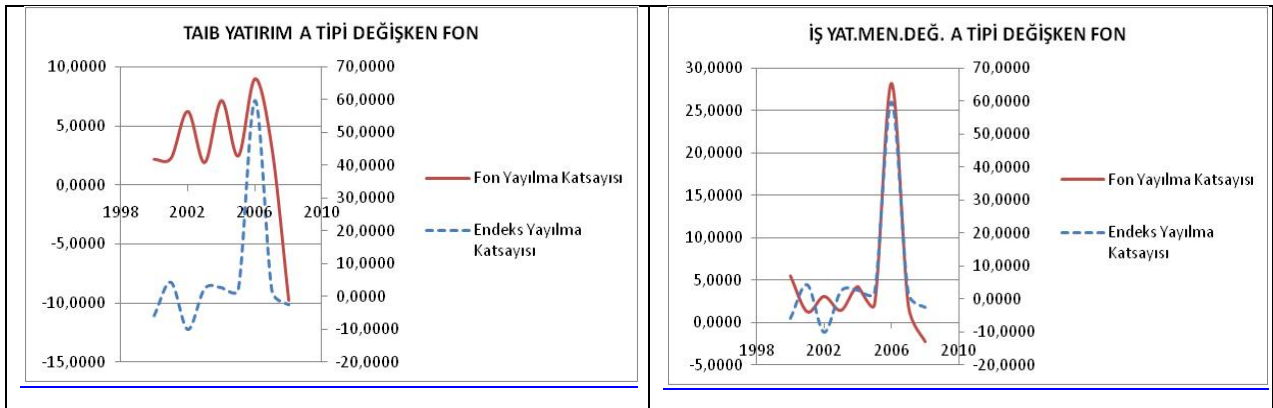
Aynı ortalama getiriye sahip olan Denizbank A Tipi Değişken Fon, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon ve Alternatif Bank A Tipi Değişken Fonların risklerini de dikkate alarak yayılma katsayılarına baktığımızda aynı sıralamayı vermediklerini görmekteyiz. Getirileri aynı olan bu üç fonun yayılma katsayıları bakımından Denizbank A Tipi Değişken Fon üstün değere sahiptir.

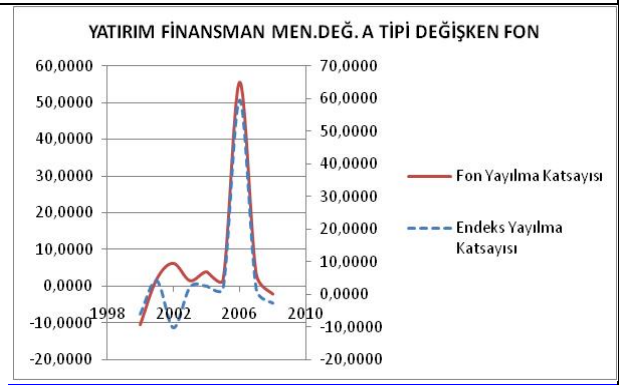
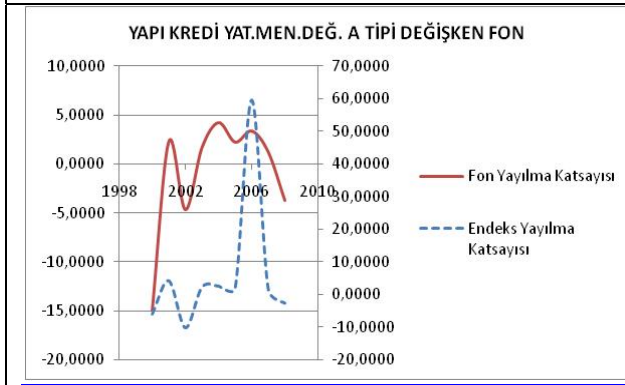
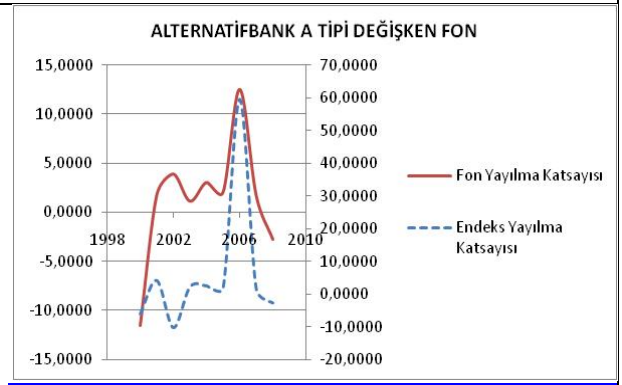
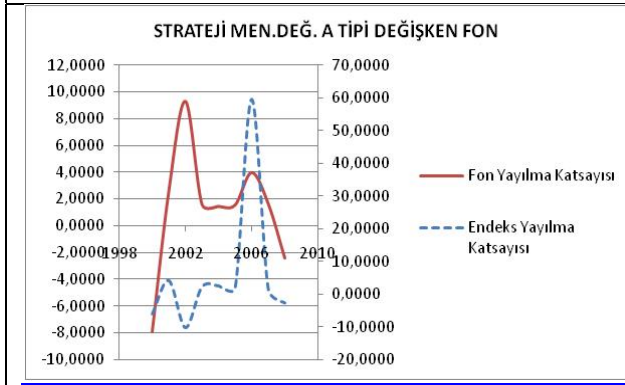
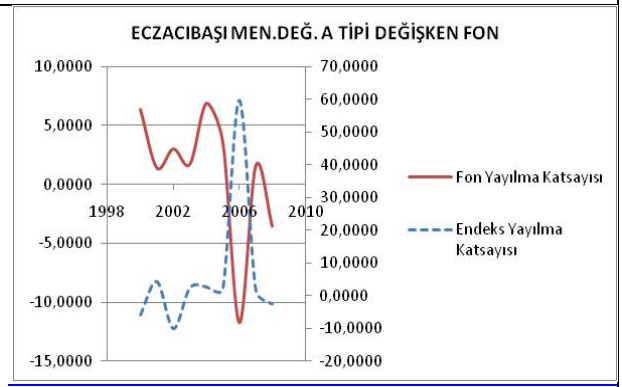
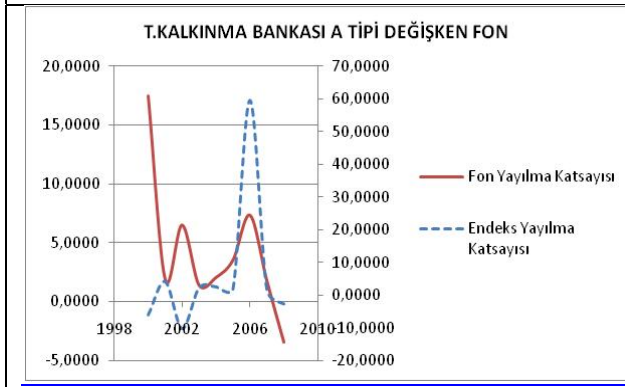
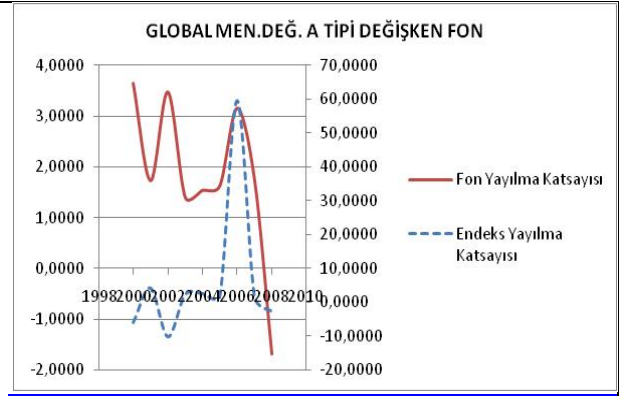
Hem ortalama getiri hem de yayılma katsayısı bakımından İş Yatırım Menkul Değerler A Tipi Değişken aynı sıralamayı vermektedir.

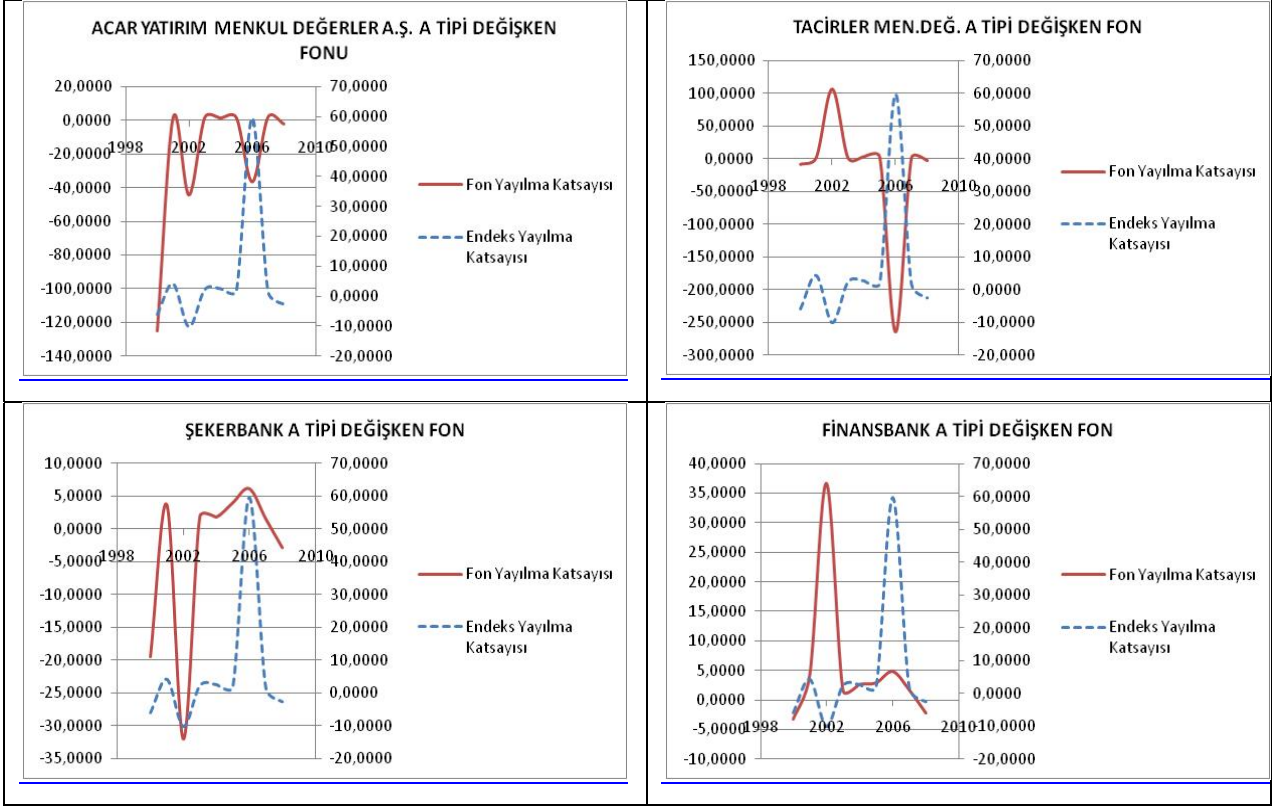
Strateji menkul değerlerin ortalama getirisi yüksekken aldığı risk karşılığında sağladığı getiri bakımından 7. sıraya düşmüştür. Onun yerine Taib Yatırım A Tipi Değişken Fon ilk sırada yer almaktadır.

A Tipi Değişken Fonların yayılma katsayıları ile İMKB 100 Endeksinin yayılma katsayısı grafiklerle karşılaştırarak yıllar itibariyle hareketlerini daha açık bir şekilde aşağıdaki grafiklerde görmekteyiz.

Grafik 10: A Tipi Değişken Fonlar ile İMKB 100 Endeksi Yayılma katsayıları Grafikleri (2000-2008 Yılları Arası )







Grafiklerin yorumunu yaparken değerler yayılma katsayıları oldukları için grafikte yüksek görülen değer aslında bizim için iyi performans olmadıkları, değerler düşüktükçe maksimum getiri minimum risk sağlandığını söyleyebiliriz.

Grafiklerde İş Yatırım Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon ile Yatırım Finansman Menkul Değerler A Tipi Değişken Fonların değerleri farklı olmasına rağmen İMKB ulusal 100 Endeksi ile aynı yönlere hareket ettikleri görülmektedir. bu iki fonun 2006 yılı hariç risk-getiri dengelerini iyi ayarladıklarını görmekteyiz.

### 3.7.2 A Tipi Hisse Senedi Fonların Getirileri ve Yayılma Katsayıları

A Tipi Hisse Senedi Fonların ortalama getiri ve yayılma katsayıları değerleri ve bu değerle ilişkin sıralama aşağıda yer almaktadır.

Tablo 10: A Tipi Hisse Senedi Fonların Ortalama Getiri ve Yayılma Katsayısı Değerleri

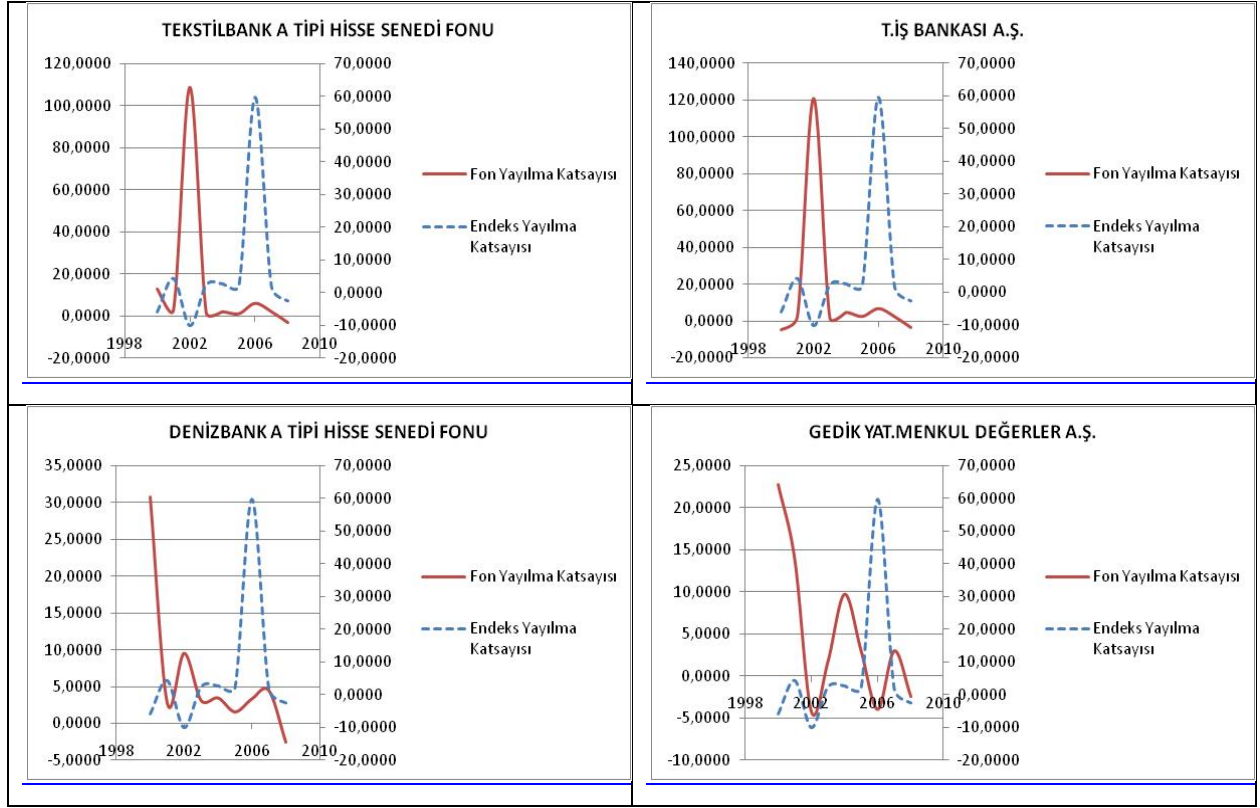
<b>A TİPİ HİSSE FONLAR</b>	<b>ORT. GETİRİ</b>	<b>ORT. GETİRİ SIRALAMASI</b>	<b>YAYILMA KATSAYILARI</b>	<b>YAYILMA KATSAYILARI SIRALAMASI</b>
Tekstilbank	0,0200	1	5,1633	1
Denizbank	0,0138	2	6,6262	3
T.İş Bankası	0,0136	3	5,9326	2
<b>İMKB Ulusal 100 Endeksi</b>	0,0134	4	9,6617	4
Gedik Yatırım Menkul Değerler	0,0026	5	37,1432	5

A Tipi Hisse Senedi Fonların getiri ve yayılma değerlerini İMKB Ulusal 100 Endeksi değerleri ile karşılaştırdığımızda Gedik yatırım Menkul Değerler A Tipi Hisse Senedi Fonu dışında hepsi Ulusal 100 Endeksinin üstünde yer almışlardır.

A Tipi Hisse Senedi Fonları arasında en iyi getiriye sağlayan fon Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonudur.

Yayılma katsayılarına baktığımızda ilk sırada yine Tekstilbank yer almaktadır. İş bankası ikinci sıraya yükselmiştir. Risk ve getiriye Denizbank'a göre daha iyi kontrol etmiştir.

Grafik 11: A Tipi Hisse Senedi Fonlar ile İMKB 100 Endeksi Yayılma katsayıları Grafikleri (2000-2008 Yılları Arası )



A Tipi Hisse Senedi grafiklerini incelediğimizde 2000'li yıllarda getiriye karşılık daha fazla risk üstlendiklerini buna karşılık son yıllara gelindiğinde bir birim getiri elde etmek karşılığında riskin azaldığını görmekteyiz.

### 3.7.3 A Tipi Karma Fonların Getirileri ve Yayılma Katsayıları

A Tipi Karma Fonları incelediğimizde getiri bakımından 2 adet karma fonun Ulusal 100 endeksinin altında getiri sağladıkları, yayılma katsayısı bakımından ise hepsi Ulusal 100 Endeksinin üstünde yer aldıkları görülmektedir. Karma fonlarda en iyi getiri yayılma katsayısı değerine sahip fon Denizbank A Tipi Karma Fondur.

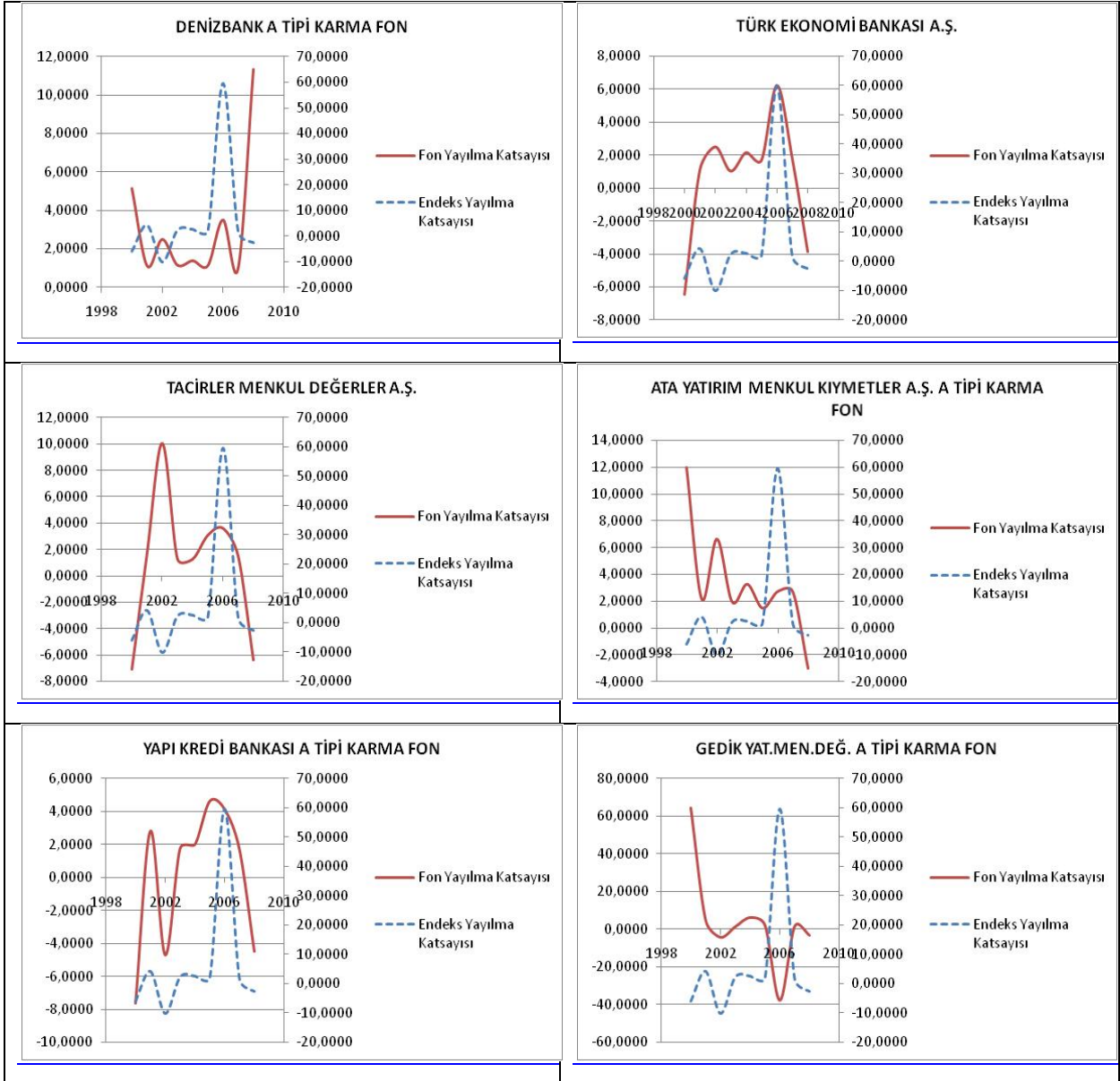
Tablo 11: A Tipi Karma Fonların Ortalama Getiri ve Yayılma Katsayısı Değerleri

<b>A TİPİ KARMA FONLAR</b>	<b>ORT. GETİRİ</b>	<b>ORT. GETİRİ SIRALAMASI</b>	<b>YAYILMA KATSAYILARI</b>	<b>YAYILMA KATSAYILARI SIRALAMASI</b>
Denizbank A Tipi Karma Fon	0,0200	1	2,2252	1
Türk Ekonomi Bankası	0,0138	2	3,6640	2
Tacirler Menkul Değerler.	0,0136	3	3,8612	3
Ata Yatırım Menkul Değerler	0,0134	4	4,0404	4
<b>İMKB Ulusal 100 Endeksi</b>	0,0026	5	9,6617	7
Yapı Kredi Bankası	0,0109	6	6,5383	5
Gedik Yatırım Menkul Değerler	0,0089	7	7,7134	6

Sadece ortalama getiriye dayanarak yatırım yapılması gerçeği yeterince yansıtmaması açısından sakıncalıdır, ne kadar riske katlanarak ne kadar getiri sağlandığını bilmemiz önem arz etmektedir. Yalnız getiriye dikkate almakla portföy yöneticisinin mahareti dikkate alınmamaktadır. Portföyün performansını ölçerken portföyün o döneme ait getirisinin yanında risk faktörü de dikkate alınmalıdır. Portföy performans değerlendirme yöntemlerini kullanırken ortalama getiri yerine artık getiriye dikkate alıyoruz.

Yatırımın geliri, dönemler itibariyle sağlanan nakit akışının yanında sermaye kazançlarını da içermektedir. Hisse senetleri için dönemsel nakit akışı temettü gelirleri olurken, tahvil ve bonolar için faiz gelirleridir.

Grafik 12: A Tipi Karma Fonlar ile İMKB 100 Endeksi Yayılma katsayıları Grafikleri (2000-2008 Yılları Arası )



Grafiklerden görüldüğü üzere Denizbank A Tipi Karma Fon 2008 yılı hariç getiri karşılığı riski kontrol ettiğini görmekteyiz.

Ata yatırım menkul değerler yıllar itibariyle giderek risk getiri dengesini düzelttiğini görmekteyiz.



### **3.8 TÜRKİYE'DE A TİPİ YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN PERFORMANS SONUÇLARI**

A tipi yatırım fonları portföy dağılımları dikkate alınarak dahil oldukları fon grubu içerisinde kendi aralarında ve Ayrıca İMKB ile kıyaslayarak sıralanmıştır. Analizde kullanılan tüm verilerden eklerde verilmiştir.

#### **3.8.1 Sharpe Ölçütüne Göre Performans Sonuçları**

Bir birimlik toplam risk karşılığında sağlanan ek getiriye ölçen Sharpe yöntemine göre Strateji Menkul Değerler negatif değer olmasına rağmen hem kendi grubu içinde hem de piyasaya karşı üstün performans göstermiştir. Dolayısıyla bu fon çok iyi çeşitlendirilerek hem sistematik olmayan riski ortadan kaldırmıştır hem de piyasayı yenerek daha üstün performans göstermiştir.

##### **3.8.1.1 A Tipi Değişken Fonların Sharpe Ölçütüne Göre Performansları**

Portföy sınırlamaları itibarıyla fon türlerinden herhangi birine dâhil olmayan fonlar 'Değişken Fon' olarak adlandırılır. Portföy bileşimi bakımından herhangi bir sınırlamaya tabi değildir.

A tipi değişken fonların Sharpe ölçütüne göre performans ayrıntıları Ek 2 de verilmiştir.

Tablo 12: A Tipi Değişken Fonların Sharpe Değerleri

<b>A TİPİ DEĞİŞKEN FONLAR</b>	<b>SHARPE</b>
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,1425
<b>İMKB Ulusal 100 Endeksi</b>	<b>-0,1588</b>
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,1738
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,2203
Tacirler Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,2254
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,2448
Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,2654
Alternatif bank A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	-0,2680
Taib Yatırım A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,3121
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	-0,3161
Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,3197
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,3209
Şekerbank T.A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,3249
Denizbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,3451
Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,3617

Sharpe ölçütüne göre performans sıralamasında Ulusal 100 Endeksi ikinci sırada yer almaktadır. Değerlemeye katılan bütün değişken fonlar Ulusal 100 endeksi de dahil olmak üzere negatif değere sahiptirler.

### 3.8.1.2 A Tipi Karma Fonların Sharpe Ölçütüne Göre Performansları

Karma fonlar; hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler, para piyasası araçları ve türev araçlarından oluşan portföylere yatırım yapan fonlardır.

A tipi karma fonların Sharpe değerlerine ilişkin ayrıntılar Ek4'te verilmektedir.

Tablo 13: A Tipi Karma Fonların Sharpe Değerleri

<b>A TİPİ KARMA FONLAR</b>	<b>SHARPE</b>
<b>İMKB Ulusal 100 Endeksi</b>	<b>-0,1588</b>
Denizbank A Tipi Karma Fon	-0,2716
Türk Ekonomi Bankası A.Ş. A Tipi Karma Fon	-0,2784
Tacirler Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	-0,2891
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Karma Fon	-0,3073
Yapı Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Karma Fon	-0,3250
Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon	-0,3674

İncelenen dönemde süreklilik gösteren 6 adet A tipi karma yatırım fonunun Sharpe oranlarına baktığımızda hepsi negatif değere sahiptirler ve İMKB Ulusal 100 Endeksinin altında getiri sağlamışlardır. Yani aldıkları riske karşılık ek getiri elde edememişlerdir.

### **3.8.1.3 A Tipi Hisse Senedi Fonlarının Sharpe Ölçütüne Göre Performansları**

Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak Türkiye'de kurulmuş olan ortaklıkların hisse senetlerine yatırılmış fonlar 'Hisse Senedi Fonu' olarak geçmektedir. A tipi hisse senedi fonların Sharpe değerlerine ilişkin ayrıntıları Ek-6'da verilmiştir.

Tablo 14: A Tipi Hisse Senedi Fonların Sharpe Değerleri

<b>HİSSE FONLAR</b>	<b>SHARPE</b>
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,1352
<b>İMKB Ulusal 100 Endeksi</b>	<b>-0,1588</b>
Denizbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,2203
T.İş Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,2537
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,3310

Hisse Senedi Fonları içerisinde Sharpe ölçütüne göre en yüksek performansı negatif değer almasına rağmen Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi göstermiştir. Hem kendi grubuna göre hem de piyasaya göre üstün performans göstermiştir.

### 3.8.2 Treynor Ölçütüne Göre Performans Sonuçları

Treynor sistematik riski dikkate almaktadır ve bir birim sistematik risk karşılığında elde edilen ek getiriyi ölçmektedir. Sistematik risk tüm katılımcıları etkilemektedir ancak etkileme derecesi farklı olabilmektedir.

#### 3.8.2.1 A Tipi Değişken Fonların Treynor Ölçütüne Göre Performansları

Fonlar iyi çeşitlenmişse Treynor ve Sharpe aynı sıralamayı verirler, çünkü Treynor sadece sistematik riski dikkate almaktadır, Sharpe ise İyi çeşitlendirilmiş portföylerde sistematik olmayan riski ortadan kaldıracabildiğine göre geriye sadece sistematik risk kalır. Kısacası sıralamada farklılık varsa çeşitlendirmeden kaynaklanmaktadır.

Tablo 15: A Tipi Değişken Fonların Treynor Oranları

<b>A TİPİ DEĞİŞKEN FONLAR</b>	<b>TREYNOR</b>
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0211
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0245
Tacirler Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0319
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0322
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0369
Alternatif bank A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	-0,0399
Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0399
Şekerbank T.A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0459
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0465
Taib Yatırım A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0465
Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0467
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	-0,0474

Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0513
Denizbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0518

Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon, Finansbank A Tipi Değişken Fon, Yapı Kredi Yatırım Menkul değerler A Tipi Değişken Fon Sharpe ve Treynor ölçütlerine göre aynı sıralamayı vermişlerdir. Bu da iyi çeşitlendirilmiş olduklarını göstermektedir.

A tipi Değişken fonların performanslarını Treynor ölçütüne göre hesapladığımızda bütün değerlerin negatif çıkmasına karşın en iyi performansı Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon sergilemiştir.

İş Yatırım Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon, Tacirler Menkul Değerler A Tipi Değişken Fona göre Sharpe ölçütünde Treynor Ölçütüne göre daha iyi performans göstermiştir, dolayısıyla İş Yatırım Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon Tacirler Menkul Değerler A Tipi Değişken Fona kıyasla daha iyi çeşitlenmiştir. Ayrıca Taib Yatırım A Tipi Değişken Fon, Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon, Türkiye Kalkınma Bankası A Tipi Değişken Fon, Global Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon ve Denizbank A Tipi Değişken Fon sharpe ölçütünde Treynor ölçütüne göre üstün performans sergilemişlerdir.

Alternatif bank A Tipi Değişken Fon, Tacirler Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon, Acar Yatırım A Tipi Değişken Fon, Şekerbank A Tipi Değişken Fon ve Yatırım Finansman A Tipi Değişken Fonları ise Treynor ölçütüne göre Sharpe ölçütünden daha üstün performans göstermişlerdir. Treynor sistematik olmayan riski dikkate almadığından dolayı bu farklılık oluşmuştur.

### 3.8.2.2 A Tipi Karma Fonların Treynor Ölçütüne Göre Performansları

Tablo 16: A Tipi Karma Fonların Treynor Oranları

<b>A TİPİ KARMA FONLAR</b>	<b>TREYNOR</b>
Tacirler Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	-0,0416
Denizbank A Tipi Karma Fon	-0,0416
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Karma Fon	-0,0437
Türk Ekonomi Bankası A.Ş. A Tipi Karma Fon	-0,0456
Yapı Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Karma Fon	-0,0481
Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon	-0,0555

A Tipi Karma Fonların performanslarına baktığımızda ise, Treynor ölçütüne göre en iyi performansı aynı oranlarla Tacirler Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon ve Denizbank A Tipi Karma Fon vermişlerdir.

Treynor ve Sharpe ölçütlerini karşılaştırdığımızda Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon ve Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon her iki ölçüte göre aynı sıralamayı vermektedirler, bu da iyi çeşitlendiklerini göstermektedir.

Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon ve Ata Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon i Treynor ölçütünde Sharpe ölçütüne göre daha iyi performans göstermişlerdir. Yani bir birimlik sistematik riske göre ek getiri sağlamışlardır.

Denizbank A Tipi Karma Fon ve Türk Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fon Sharpe ölçütünde Treynor ölçütüne göre daha iyi performans göstermiştir. Yani bir birim toplam risk karşılığında ek getiri elde etmişlerdir.

### 3.8.2.3 A Tipi Hisse Senedi Fonlarının Treynor Ölçütüne Göre Performansları

Hisse Senedi Fonlarını incelediğimizde ise Treynor ölçütüne göre en üstün performansı Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu göstermiştir.

Tablo 17: A Tipi Hisse Senedi Fonların Treynor Oranları

HİSSE FONLAR	TREYNOR
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,0200
Denizbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,0315
T.İş Bankası A.Ş.A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,0353
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,0491

Treynor ve Sharpe ölçütlerini karşılaştırdığımızda ise değerlendirme kapsamına aldığımız her dört hisse senedi fonu da aynı sıralamayı vermişlerdir. Dolayısıyla hisse senedi fonların iyi çeşitlendirilmiş oldukları sonucuna vardık.

### 3.8.3 Sharpe ve Treynor Ölçütlerinin karşılaştırılması

Ekonomide büyük çaplı yaşanan 2000, 2001 döviz kaynaklı kriz ve 2007 de başlayan uluslar arası küresel kriz yatırım fonlarını da olumsuz etkilemiştir. Yaşanan bu krizlerden dolayı ciddi bir şekilde etkilenen fonlar değerlendirme kapsamındaki dönem boyunca toparlanamamış çoğunlukla eksi değerlere sahip olmuşlardır.

Finansal piyasayı ve dolayısıyla da yatırım fonlarını etkileyen krizlerin nedenleri genellikle makro ekonomik politikadaki tutarsızlıklar, finansal yapı zayıflıkları, kurun belirlenmesindeki hatalar, uluslararası piyasalardaki etkenler, politik karmaşıklıklar, denetim ve düzenleme sorunlarıdır.<sup>197</sup>

<sup>197</sup> Mert Ural, **Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi**, Detay Yayıncılık, Ankara, 2010, s.55.

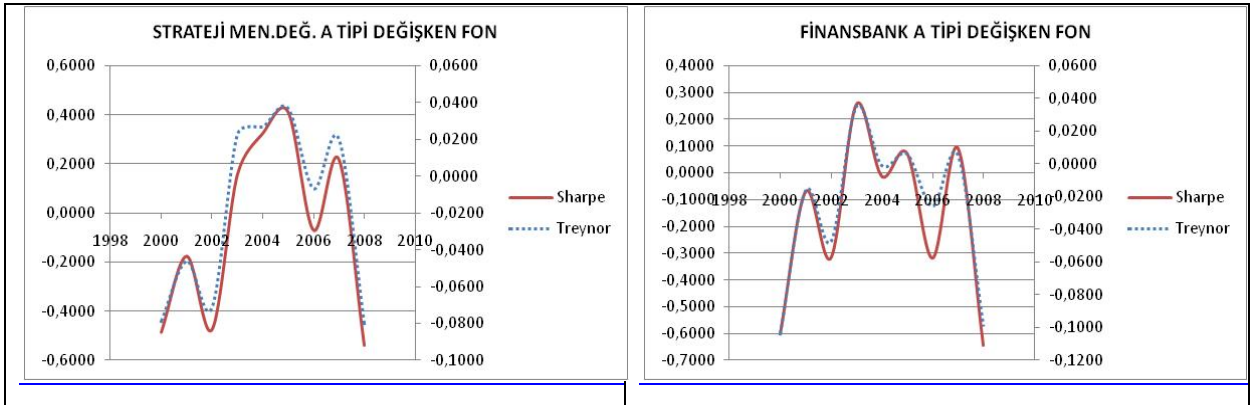
Krizlere en iyi şekilde direnen A tipi değişken fon Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fondur. 2000-2001 krizlerinde düşüş göstermesine rağmen ancak 2003'ten itibaren toparlanarak yükselme eğilimine girmiştir. 2006 da düşme baskısına karşı direniş göstermiştir. Ancak 2008'e doğru tekrar piyasaya ve krizlere yenilerek düşme eğilimine girmiştir.

### 3.8.3.1 A Tipi Değişken Fonların Sharpe ve Treynor Oranları

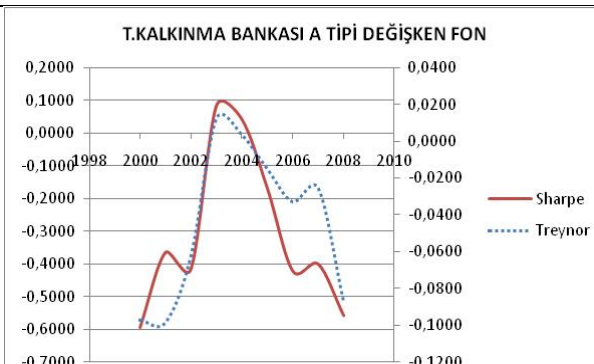
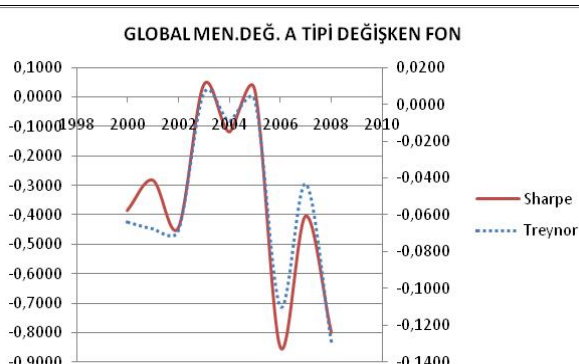
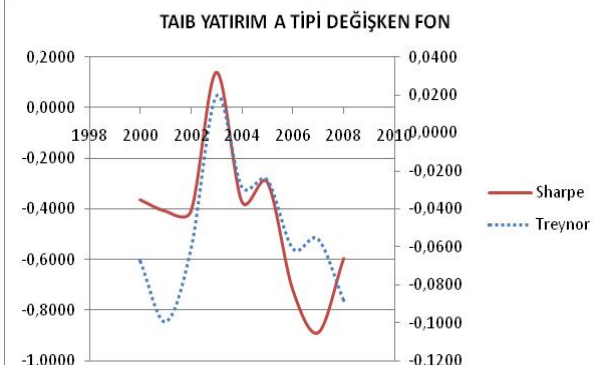
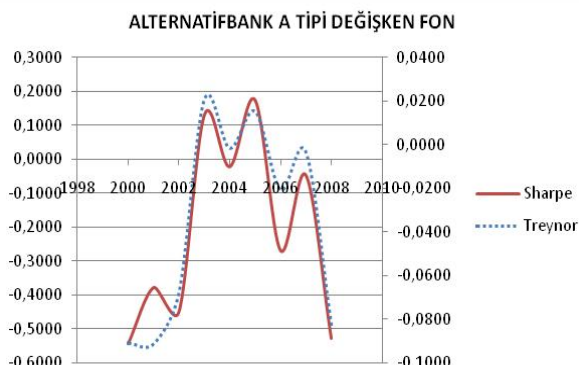
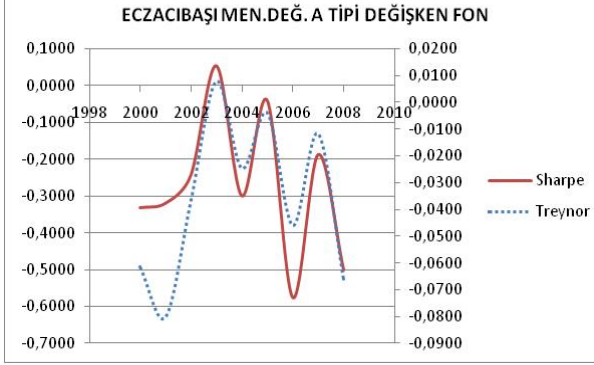
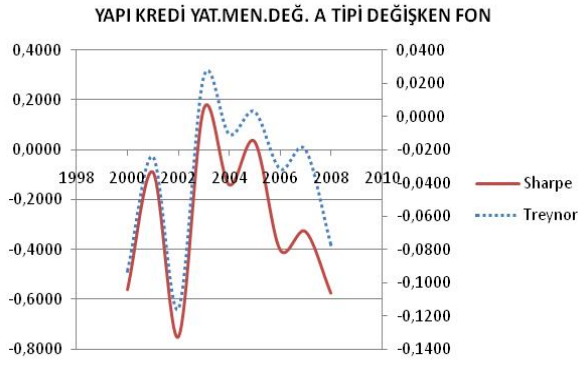
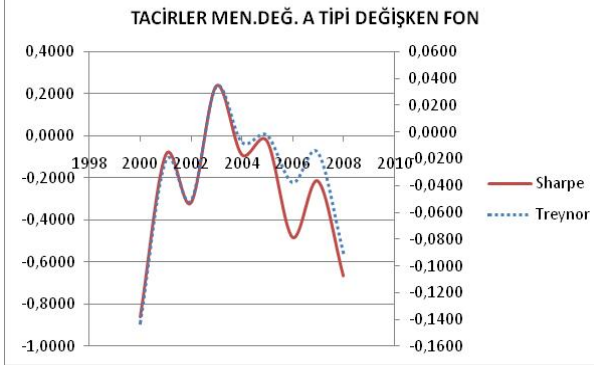
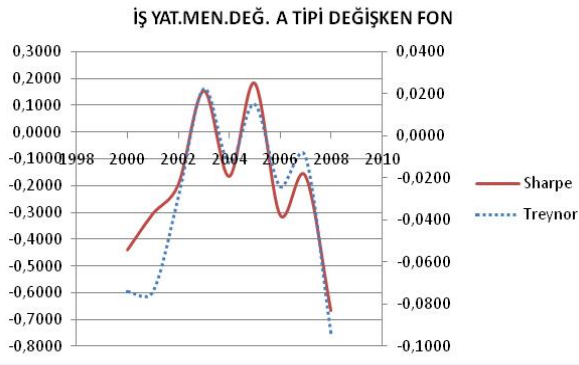
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon Sharpe ve Treynor ölçütlerine göre ilk sırada yer almasına rağmen aşağıdaki grafikte görüldüğü üzere, Treynor Ölçütü Sharpe Ölçütünün az üzerindedir.

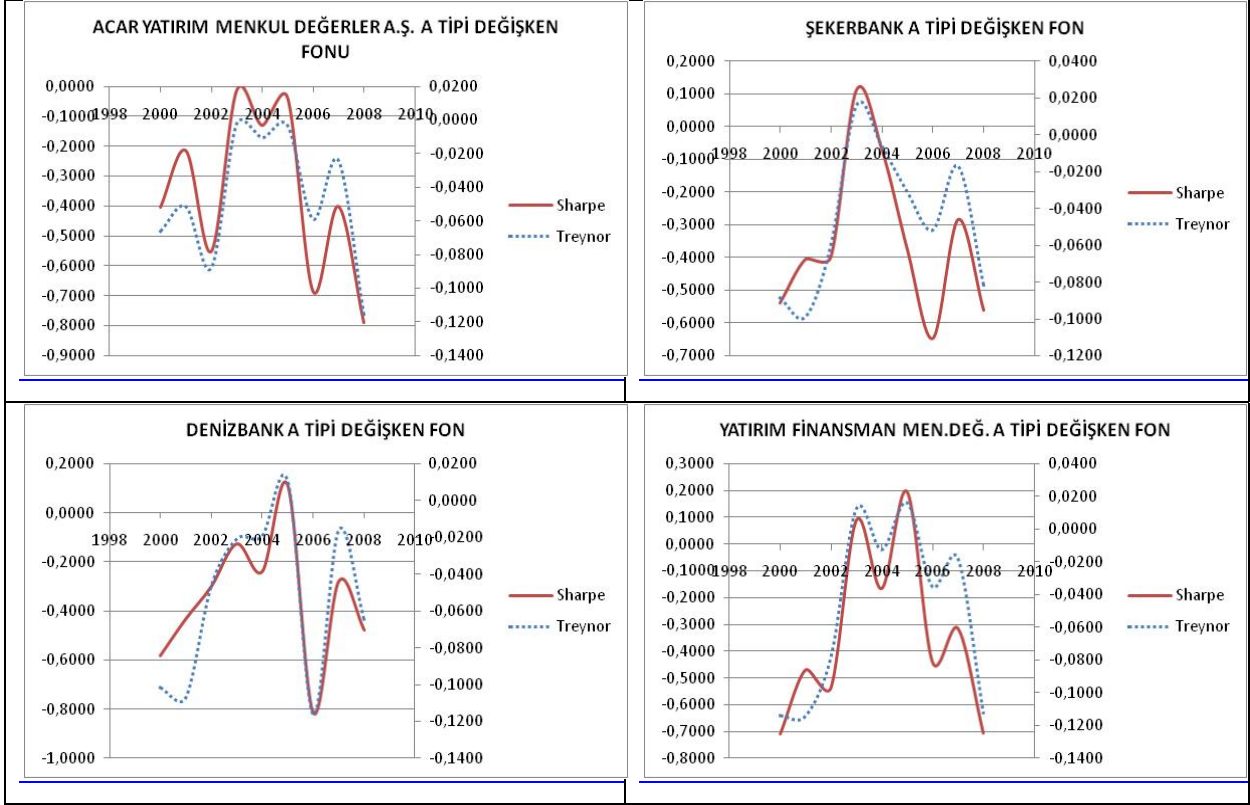
Finansbank A Tipi Değişken Fon düşüş dönemleri hariç sharpe ve Treynor ölçütleri aynı oranlarda değişmişlerdir. Düşüş dönemlerinde Sharpe ölçütü Treynor ölçütüne göre daha derin dip değer göstermiştir.

Grafik 13: A Tipi Değişken Fonların Sharpe ve Treynor Oranları Grafikleri







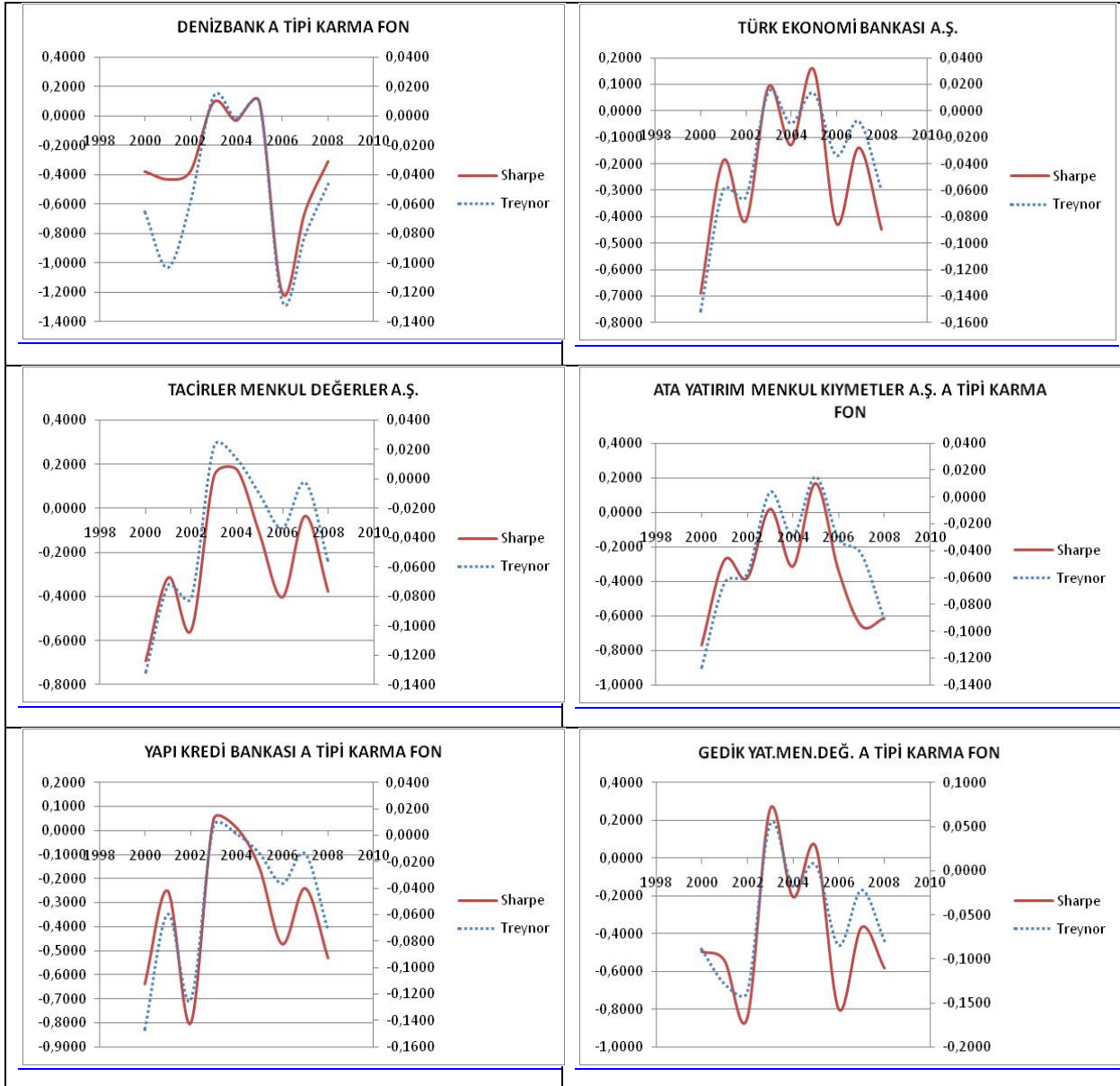


A tipi değişken fonlar genel olarak negatif değerlere sahip olduklarından grafiklerde de aşağı eğilimli görünmektedirler.

### 3.8.3.2 A Tipi Karma Fonların Sharpe ve Treynor Oranları

A tipi karma fonların Sharpe ve Treynor ltlerine göre karşılaştırılmalı grafikleri ise aşağıda gösterilmiştir. Buna göre Gedik Yatırım menkul Değerler her iki ltde de aynı sıralamayı vermesine rağmen grafikten de görüldüğü üzere Sharpe oranı yükseliş ve düşüş dönemlerinde daha belirgin kendini göstermiştir.

Grafik 14: A Tipi Karma Fonların Sharpe ve Treynor Oranlarının Karşılaştırılması

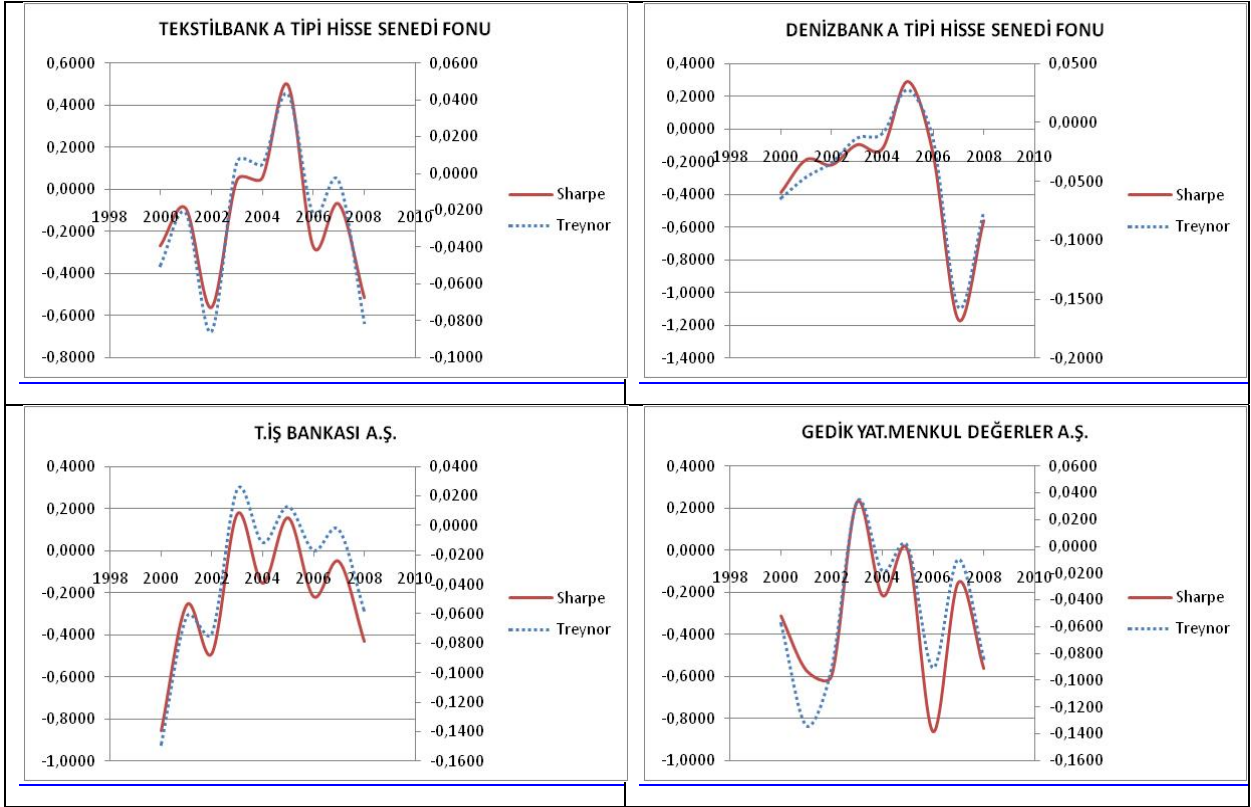


Hisse senedi fonlarına ilişkin Sharpe ve Treynor grafiklerini karşılaştırdığımızda ise, her iki ölçütte aynı sıralamaya sahip olan tüm hisse senedi fonları negatif değerlere sahip olmalarına rağmen genelde Treynor ölçütleri Sharpe ölçütü üzerinde yer almaktadır.

### 3.8.3.3 A Tipi Hisse Senedi Fonların Sharpe ve Treynor Oranları

Değerlendirme kapsamına aldığımız hisse senedi fonları aynı sıralamayı vererek grafikleri benzer çıkmıştır.

Grafik 15: A Tipi Hisse Senedi Fonların Sharpe ve Treynor Oranlarının Karşılaştırılması



### 3.8.4 Jensen Ölçütüne Göre Performans Sonuçları

Jensen performans Ölçütü, portföy yöneticisinin doğru menkul değer seçme yeteneğini gösterir. Portföyün getirisinin piyasanın getirisini geçip geçmediğini ölçer.

#### 3.8.4.1 A Tipi Değişken Fonların Jensen Ölçütüne göre Performansları

Jensen ve Sharpe ölçütleri genel olarak aynı sıralamayı vermektedirler. Pozitif alfa değerine sahip olan Strateji Menkul Değerler A.Ş.A Tipi Değişken Fonu doğru menkul kıymet seçimi yaparak piyasanın getirisini üzerinde ek getiri elde etmiştir ve üstün bir performans sergilemişlerdir.

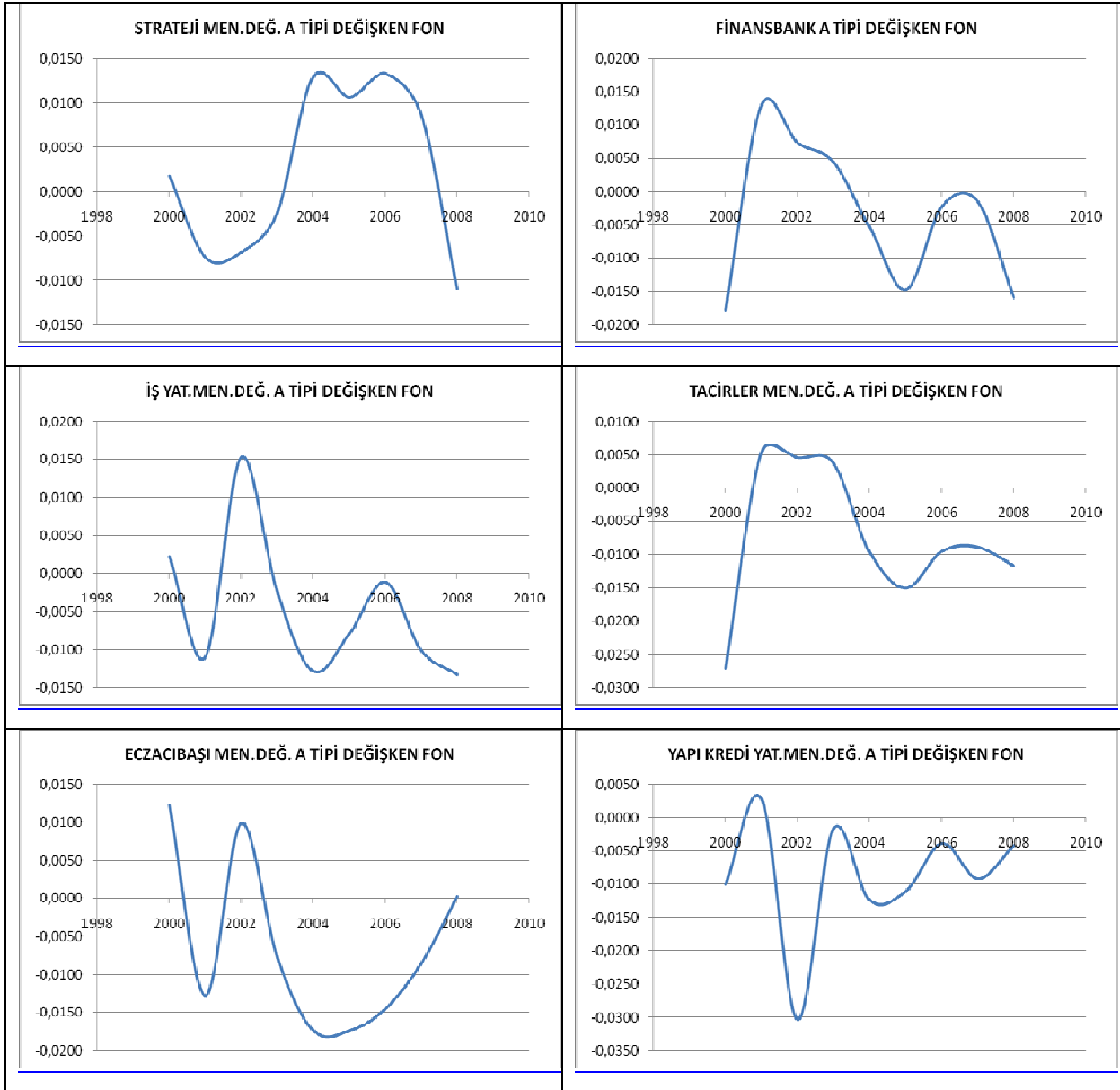
Tablo 18: A Tipi Değişken Fonların Jensen Alfasi

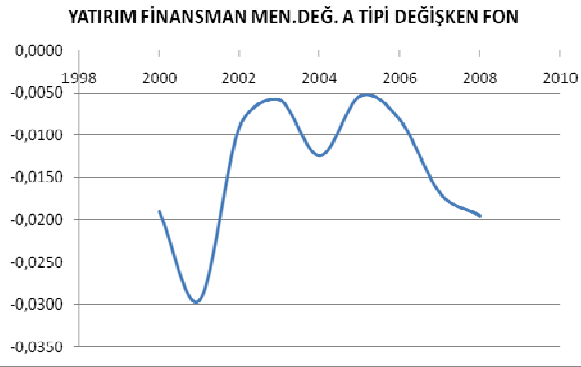
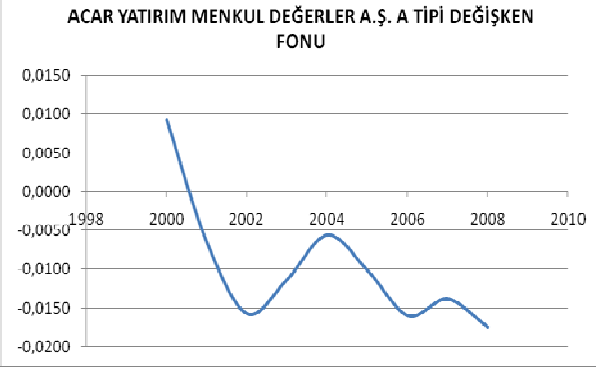
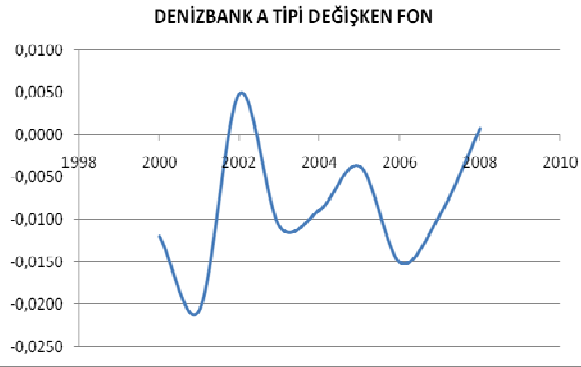
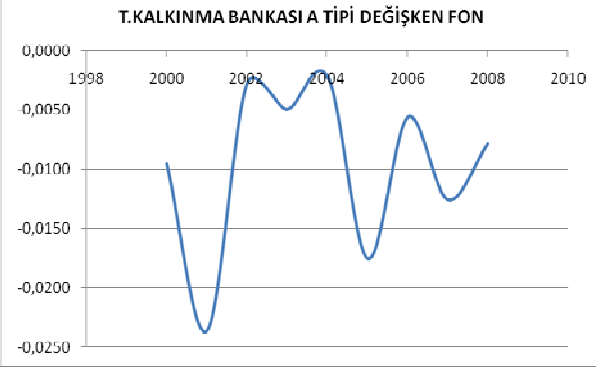
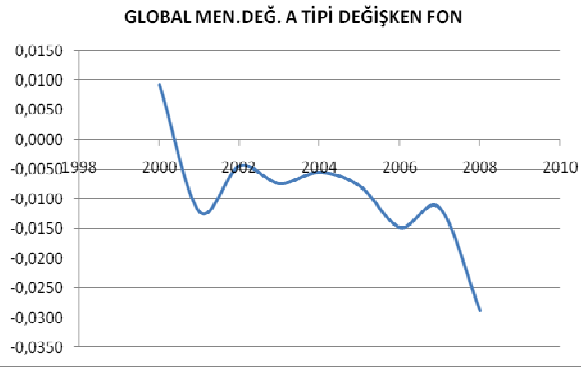
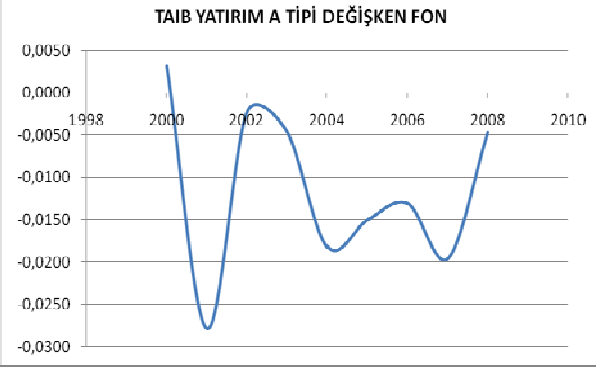
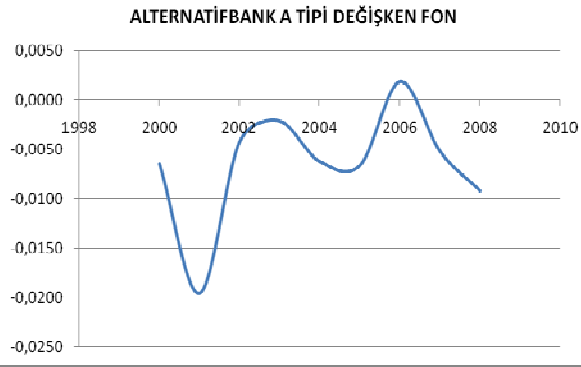
<b>A TİPİ DEĞİŞKEN FONLAR</b>	<b>JENSEN ALFASI</b>
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	0,0001
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0031
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0051
Tacirler Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0061
Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0079
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0082
Alternatif bank A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	-0,0088
Taib Yatırım A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0091
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	-0,0098
Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0100
Denizbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0109
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0118
Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0129
Şekerbank T.A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0133

Strateji Menkul Değerler, sıfıra yakın değeri ile piyasanın az üstünde bir performans göstermiştir. Geri kalan 13 A Tipi Değişken Yatırım fonları ise piyasa getirisini geçemeyerek negatif alfa değerlerine sahip olmuşlardır.

A tipi değişken fonların Jensen ölçütüne göre seçicilik kabiliyetleri aşağıdaki grafiklerde ayrıntılı olarak gösterilmektedir.

Grafik 16: A Tipi Değişken Fonların Jensen Ölçütüne göre Performans Grafikleri





Grafikte görüldüğü üzere Strateji Menkul Değerler A tipi değişken fon kriz dönemleri hariç iyi seçicilik kabiliyetine sahiptir.

Finansbank A tipi değişken fon ise Strateji Menkul Değerlerin tersine kriz dönemlerinde iyi seçicilik göstermiştir. Diğer dönemlerde portföyün getirisine katkı sağlayamamıştır.

İş Yatırım Menkul Değerler ise krizden sonra toparlanarak iyi seçicilik yeteneği göstermiştir. Ancak bu uzun sürmemiştir 2002'de maksimum seviyesini gördükten sonra kötü seçicilik göstermiştir.

Tacirler Menkul Değerler ise ekonomik gidişatın kötü olduğu 2000 yıllarında iyi seçicilik kabiliyeti göstermiş, ekonomiyle ters yönlü performans göstermiş.

Eczacıbaşı Menkul Değerler ise 2002 yılında en iyi seçicilik yeteneği göstermiş, geri kalan dönemlerde seçicilik yeteneğinden yoksun kalmıştır. Diğer fonlar da benzer performans göstererek pekiyi seçicilik gösterememiş, negatif alfa değerlerine sahip olmuşlardır.

#### **3.8.4.2 A Tipi Hisse Senedi Fonların Jensen Ölçütüne göre Performansları**

Hisse Senedi Fonlarının alfa değerlerine baktığımız ise Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu piyasayı çok az farkla geçerek üstün performans göstermiştir. Diğer Hisse Senedi Fonları negatif alfa değerlerine sahip oldukları için kötü performans sergilemişlerdir ve seçicilik kabiliyetine sahip çıkmamışlardır.

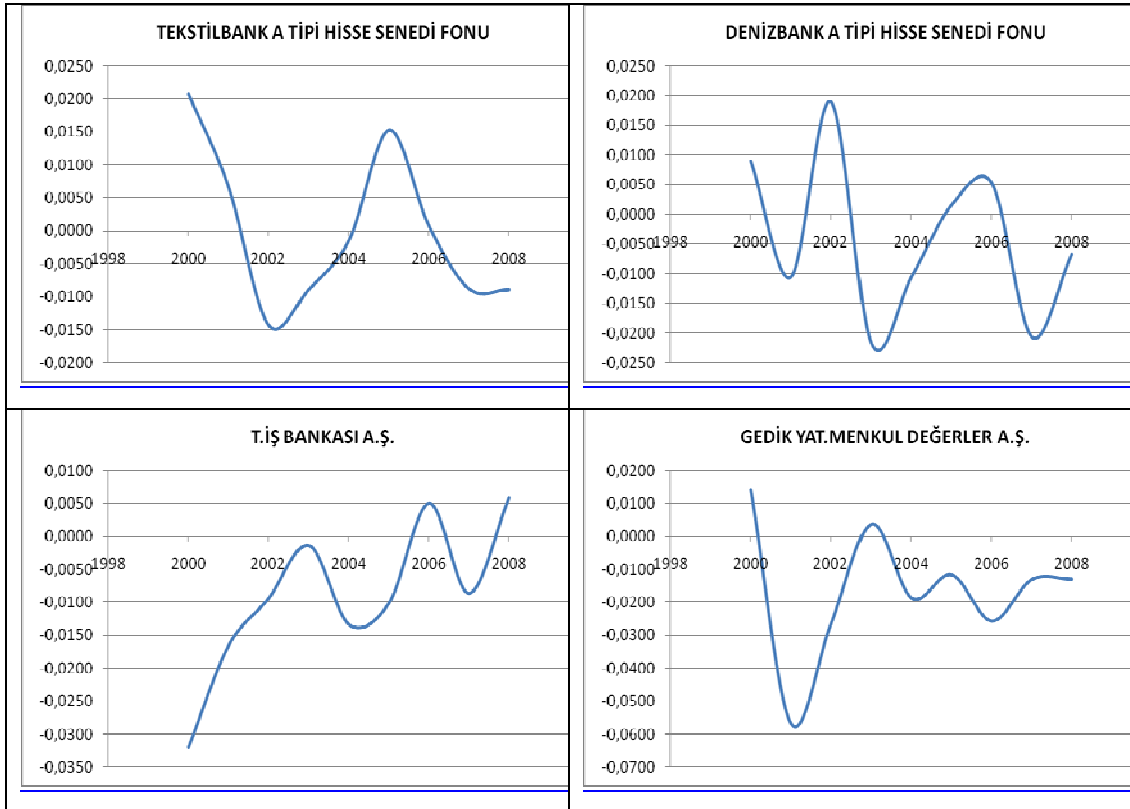


Tablo 19: A Tipi Hisse Senedi Fonlarının Jensen Alfası Değerleri

HİSSE FONLAR	JENSEN ALFASI
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	0,0007
Denizbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,0070
T.İş Bankası A.Ş.	-0,0080
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş	-0,0173

Hisse senedi fonlarına ilişkin yöneticinin seçicilik kabiliyeti grafikleri aşağıda ayrıntılı olarak verilmiştir.

Grafik 17: A Tipi Hisse Senedi Fonların Jensen Ölçütüne göre Performans Grafikleri



Tekstilbank A tipi hisse senedi fonu 2000 yılından itibaren alfa değerinde düşüş başlamıştır. 2004-2006 yıllarında pozitif alfa değerine sahiptir. Onun dışındaki yıllarda iyi seçicilik göstermemiştir.

Denizbank A tipi hisse senedi fonu en iyi seçicilik performansını 2002 yılında göstermiştir.

### 3.8.4.3 A Tipi Karma Fonların Jensen Ölçütüne göre Performansları

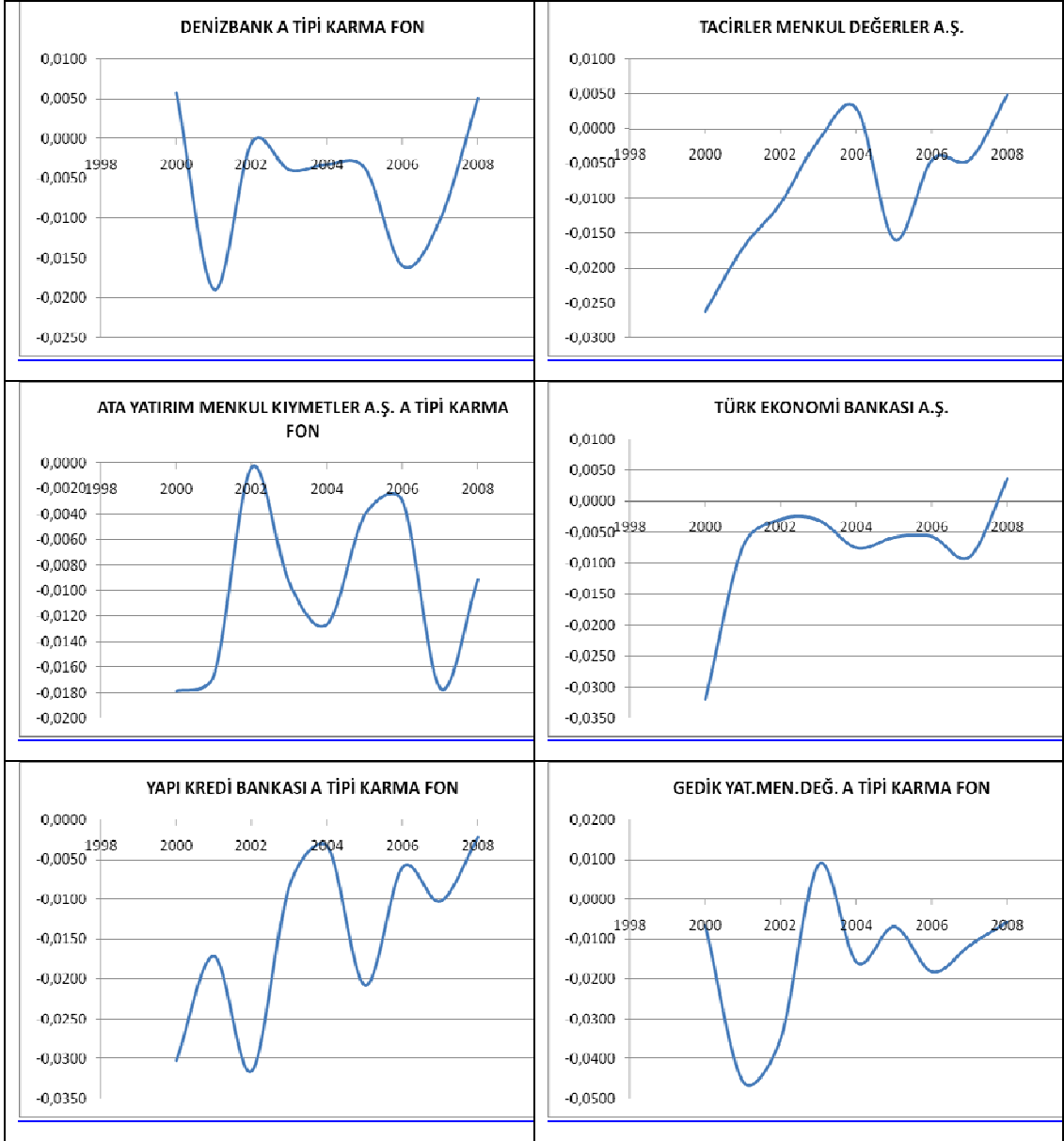
A Tipi Karma Fonlar açısından Jensen Alfasi değerlerini incelediğimizde ise Karma Yatırım fonları piyasanın altında performans göstererek iyi seçicilik yeteneği göstermemişlerdir.

Tablo 20: A Tipi Karma Fonların Jensen Alfasi Değerleri

<b>A TİPİ KARMA FONLAR</b>	<b>JENSEN ALFASI</b>
Denizbank A Tipi Karma Fon	-0,0055
Tacirler Menkul Değerler A.Ş.	-0,0082
Ata Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	-0,0088
Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	-0,0091
Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon	-0,0124
Gedik Yatırım Menkul Değerler A. Tipi Karma Fon	-0,0146

A tipi karma fonların yöneticilerinin piyasanın üstünde getiri sağlayıp sağlayamadıklarını gösteren grafikler aşağıda verilmiştir.

Grafik 18: A Tipi Karma Fonların Jensen Ölçütüne göre Performans Grafikleri



Buna göre A tipi karma fon yöneticilerinin genel olarak seçicilik kabiliyetlerinin zayıf olduğu görülmektedir.

### 3.8.5 Treynor ve Mazuy Kuadratik Regrediyonuna Göre Performans Sonuçları

Treynor Mazuy modeli yöneticilerin piyasa zamanlaması kabiliyetini ölçmek için geliştirilmiştir.

Finansbank A Tipi Değişken Fon ile Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler piyasa zamanlaması yeteneğine sahiplerdir. Portföy yöneticileri piyasanın yükselme eğilimine gireceğini öngörerek yüksek betalı menkul kıymetleri portföylerine dahil etmişlerdir, tersine piyasanın düşeceğini öngördüklerinde ise düşük betalı menkul kıymetlere yönelmişlerdir ve zarar etme olasılıklarını azaltmışlardır.

#### 3.8.5.1 A Tipi Değişken Fonların Treynor-Mazuy Modeline Göre Performansları

Tablo 21 A Tipi Değişken Fonların Zamanlama Kabiliyetleri Değerleri

<b>A TİPİ DEĞİŞKEN FONLAR</b>	<b>(C) ZAMANLAMA</b>
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	0,1169
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	0,0430
Taib Yatırım A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0725
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0836
Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,1558
Şekerbank T.A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,1668
Tacirler Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,1850
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,2153
Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,2280
Alternatif bank A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	-0,2349
Denizbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,2409
Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,2622
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	-0,3062
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,3997

Finansbank A Tipi Değişken Fon ve Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A Tipi Değişken Fonlar hariç Diğer değişken fonlar ise zamanlama yeteneğinden yoksundurlar. Piyasadaki değişimleri önceden tahmin etmede başarı gösterememişlerdir.

Tablo 22: A Tipi Değişken Fonların Seçicilik (Alfa) Seçicilik Değerleri

<b>A TİPİ DEĞİŞKEN FONLAR</b>	<b>(ALFA) SEÇİCİLİK</b>
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	0,0073
Tacirler Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0028
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0036
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	-0,0043
Alternatif bank A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	-0,0046
Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0051
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0052
Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0053
Denizbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0065
Taib Yatırım A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0078
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0079
Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0088
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0090
Şekerbank T.A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0,0103

Finansbank ve Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler iyi zamanlama yeteneğine sahipken seçicilik yönünden iyi seçicilik yeteneğine sahip değildir.

A tipi değişken fonlar arasında en iyi seçicilik kabiliyetine sahip fon Jensen alfasında olduğu gibi Strateji Menkul Değerlerdir. Diğer değişken fonlar negatif alfa değerlerine sahip olarak seçicilik yeteneğinden yoksundurlar.

İyi zamanlama yeteneğine sahip fonlar aynı zamanda iyi seçicilik yeteneği göstermemişlerdir.

### 3.8.5.2 A Tipi Hisse Senedi Fonların Treynor-Mazuy Modeline Göre Performansları

Tablo 23: A Tipi Hisse Senedi Fonlarının Zamanlama Değerleri

<b>HİSSE FONLAR</b>	<b>(C) ZAMANLAMA</b>
Denizbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	0,1900
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,1051
T.İş Bankası A.Ş.	-0,1297
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş	-0,3818

Hisse Senedi fonların zamanlama kabiliyetlerine baktığımızda, Denizbank A Tipi Hisse Senedi Fonunun piyasa hareketlerini tahmin edip portföyündeki varlık bileşimini değiştirmesinde başarı göstermiştir.

Tekstilbank, İş Bankası ve Gedik Yatırım Menkul Değerlerin zamanlama yeteneğine sahip olmadıkları gözlemlenmiştir.

Tablo 24: A Tipi Hisse Senedi Fonlarının (Alfa Seçicilik) Değerleri

<b>HİSSE FONLAR</b>	<b>(ALFA) SEÇİCİLİK</b>
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	0,0026
T.İş Bankası A.Ş.	-0,0056
Denizbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,0104
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş	-0,0105

Hisse senedi fonlarında en iyi seçicilik kabiliyetine Jensen modelinde olduğu gibi Tekstilbank A tipi hisse senedi fonu olmuştur. Ancak zamanlama yeteneğinden yoksun çıkmıştır.

### 3.8.5.3 A Tipi Karma Fonların Treynor-Mazuy Modeline Göre Performansları

Tablo 25: A Tipi Karma Fonların Zamanlama Değerleri

<b>A TİPİ KARMA FONLAR</b>	<b>(C) ZAMANLAMA</b>
Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	-0,0668
Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon	-0,2427
Tacirler Menkul Değerler A.Ş.	-0,2942
Denizbank A Tipi Karma Fon	-0,2970
Ata Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	-0,3291
Gedik Yatırım Menkul Değerler A. Tipi Karma Fon	-0,3728

A Tipi Karma Fonlardan hiçbirisinin piyasa iniş çıkışların tahmin etme kabiliyetlerinin olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla piyasa zamanlaması testinden başarısız sonuç almışlardır.

Tablo 26: A Tipi Karma Fonların (Alfa) Seçicilik Değerleri

<b>A TİPİ KARMA FONLAR</b>	<b>(ALFA) SEÇİCİLİK</b>
Denizbank A Tipi Karma Fon	-0,0002
Tacirler Menkul Değerler A.Ş.	-0,0029
Ata Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	-0,0029
Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	-0,0079
Gedik Yatırım Menkul Değerler A. Tipi Karma Fon	-0,0079
Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon	-0,0080

A tipi karma fonların tüm seçicilik ve zamanlama değerleri negatif çıkmıştır. Dolayısıyla karma fonlar zamanlama ve seçicilik yeteneği gösterememişlerdir.

### 3.9 A TİPİ YATIRIM FONLARININ DEVAMLILIK ANALİZLERİ

Devamlılık analizini yayılma katsayısını dikkate alarak inceledik ve yıllar itibariyle yayılma katsayılarındaki artışın veya azalışın devamlı olup olmadığını analiz ettik. Böylece yatırım fonları performansının şansa mı yoksa yöneticinin bilinçli kararlarıyla mı yönetildiğini ve performans gösterdiğini araştırdık.

#### 3.9.1 Değişken Fonların Devamlılık Analizi

A tipi değişken fonların yıllar itibariyle performanslarının devamlılık analizlerini incelediğimizde, 2001 yılında 14 adet değişken fonun 3 tanesi iyi performans göstererek artmış 11 tanesinin performans eğiliminde azalma olmuştur.

2001 yılında A Tipi Değişken Fonların zayıf devamlılık gösterdiklerini söyleyebiliriz.

	Artan	Azalan
2001	3	11
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2002	0/3	3/8

2001 yılında artış gösteren 3 adet değişken fon 2002 yılında hepsi azalmıştır. Artma yönünde devamlılık göstermemişlerdir. 2002 yılında A tipi Değişken Fonları azalma yönünde devamlılık gösterdikleri görülmektedir.



2001 yılında azalan 11 adet değişken fonun 2002 yılında 3 tanesi artmış 8 tanesi azalmıştır. Çoğunluğun azalma yönünde devamlılık gösterdiğini söyleyebiliriz.

	Artan	Azalan
2002	<b>3</b>	<b>11</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2003	<b>0/3</b>	<b>11/0</b>

2002 yılı 3 adet artan ve 11 adet azalan değişken fondan 2003 yılında ters eğilim göstererek artanlar azalmış azalanlar ise artma yönüne girmiştir. 2003 yılında devamlılıktan bahsedemeyiz.

2004 yılında ise 2003'te artan 11 fonun 1 tanesi artmış 10 tanesi azalma göstermiştir. Buna karşılık azalan 3 fondan 2 tanesi artmış 1 tanesi azalmıştır. 2004 yılı 2003 yılına göre çoğu fonların iyi performans devamlılığı göstermediğini söyleyebiliriz.

2003	Artan	Azalan
	<b>11</b>	<b>3</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2004	<b>1/10</b>	<b>2/1</b>

2004 yılında toplam artan değişken fon sayısı 3, azalan fon sayısı ise 11'dur. Artan bu 3 fondan 2005 yılında artan olmamıştır hepsi azalmıştır. Azalan 11 fondan da 3 tanesi azalmaya devam etmiş geri kalan 8 fon artmıştır. 2005 yılında genel olarak devamlılık görünmemektedir.

2004	Artan	Azalan
	<b>3</b>	<b>11</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2005	<b>0/3</b>	<b>8/3</b>

2005 yılında toplam olarak artan 8 fondan 2 tanesi devamlılık göstermiştir diğer 6 değişken yatırım fonları devamlılık gösterememiştir. Toplam olarak azalan 6 fondan ise 5 tanesi devamlılık göstermiş 1 tanesi artmıştır.

	Artan	Azalan
2005	<b>8</b>	<b>6</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2006	<b>2/6</b>	<b>1/5</b>

2006 yılında 14 değişken fondan 3 tanesi artmış, 11 tanesi azalmıştır. Artan 3 fondan 2007 yılında artan olmamış hepsi azalmıştır. Azalan 11 değişken fondan devamlılık gösteren olmamıştır hepsi artmıştır.

	Artan	Azalan
2006	<b>3</b>	<b>11</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2007	<b>0/3</b>	<b>11/0</b>

2007 yılında 14 fonun Artan 11 fonu olmuştur. Artan 11 fon da 2008 yılında devamlılık göstererek artmaya devam etmiş, azalan 3 fonun hepsi de artmıştır ve devamlılık gösterememiştir.

	Artan	Azalan
2007	<b>11</b>	<b>3</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2008	<b>11/0</b>	<b>3/0</b>

2008 yılında toplam artan değişken fonsayısı 14, azalan değişken fon yoktur. Genel olarak 2008 yılı A Tipi Değişken Fonların getiri ve devamlılıkları açısından iyi görünmektedir

	Artan	Azalan
2008	<b>14</b>	<b>0</b>

### 3.9.2 Hisse Senedi Fonlarının Devamlılık Analizi

2000-2008 yılları arasında sürekli veriye sahip hisse fonlarının devamlılık analizini yaptığımızda 2001 yılında 4 hisse senedi fonundan artış gösteren 3 adet fon ve azalış gösteren 1 adet fonun 2002 yılında azalma yönünde devamlılık görülmekte artanlarda devamlılık görünmemektedir.

	Artan	Azalan
2001	<b>3</b>	<b>1</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2002	<b>1/2</b>	<b>0/1</b>

2003 yılında ise 2002 yılında artış gösteren 1 fon azalmış, azalış gösteren 3 fon artmıştır. Yani ters tepki vermişlerdir.

	Artan	Azalan
2002	<b>1</b>	<b>3</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2003	<b>0/1</b>	<b>3/0</b>

2004 yılında azalan hisse senedi fonları 2003 yılında devamlılık göstermiştir, artan fonlar devamlılık göstermemiştir.

	Artan	Azalan
2003	<b>3</b>	<b>1</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2004	<b>0/3</b>	<b>0/1</b>

2005 yılı hisse senedi fonlarının devamlılıklarını incelediğimizde artan fon olmadığını, azalan 4 fonun da devamlılık göstermeyerek artmaya başladığını görmekteyiz.

	Artan	Azalan
2004	<b>0</b>	<b>4</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2005	<b>0</b>	<b>4/0</b>

2006 yılında ise 2005'te artış gösteren 4 fondan birinin artmaya devam ettiğini diğerlerinin azaldığını bulduk, 2005'te azalan fon yoktur.

	Artan	Azalan
2005	<b>4</b>	<b>0</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2006	<b>1/3</b>	<b>0</b>

2006 yılında toplam 1 adet fon artmış, 3 adet fon azalma göstermiştir. 2007 yılına gelindiğinde artan fonlar azalmış, azalan fonlardan biri azalmış geri kalan ikisi artmıştır. Bu da devamlılık göstermediklerini ortaya koymaktadır.

	Artan	Azalan
2006	<b>1</b>	<b>3</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2007	<b>0/1</b>	<b>2/1</b>

2007 yılında A tipi hisse senetlerinin yarısı artmış yarısı azalmıştır. Artış gösteren fonlardan artmaya devam etmişlerdir. Azalış gösteren fon ise devamlılık gösterememiş artmışlar.

	Artan	Azalan
2007	<b>2</b>	<b>2</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2008	<b>2/0</b>	<b>2/0</b>

2008 yılının genel tablosuna baktığımızda 4 hisse senedi fonu artış göstermiştir.

	Artan	Azalan
2008	<b>4</b>	<b>0</b>

### 3.9.3 Karma Fonların Devamlılık Analizi

İnceleme kapsamına aldığımız 6 adet A tipi karma fondan 2001 yılında 2 tanesi artmış, 4 tanesi azalmıştır. 2002 yılında ise artanların yarısı artmış yarısı azalmıştır, azalanların 3'ü azalmaya devam etmiş biri artmıştır. Azalma yönünde devamlılıktan bahsedebiliriz.

	Artan	Azalan
2001	<b>2</b>	<b>4</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2002	<b>1/1</b>	<b>1/3</b>

2003 yılında da ise karma fonlarda artan fonlar azalmıştır. Azalan fonlar da artmıştır.

	Artan	Azalan
2002	<b>2</b>	<b>4</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2003	<b>0/2</b>	<b>4/0</b>

2004 yılına gelindiğinde ise yine azalma yönünde devamlılık görülmektedir ancak artma yönünde pek devamlılıktan bahsedemeyiz.

	Artan	Azalan
2003	<b>4</b>	<b>2</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2004	<b>1/3</b>	<b>0/2</b>

2005 yılında karma fonlar açısından artma yönünde hiç devamlılıktan bahsedemeyiz, azalma yönünde ise çok zayıf devamlılık var diyebiliriz.

	Artan	Azalan
2004	<b>1</b>	<b>5</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2005	<b>0/1</b>	<b>4/1</b>

2005 yılında karma fonlardan 4 tanesi artmış 2 tanesi azalmıştır, artan fonlardan sadece 1'i artmaya devam etmiş diğer 3'ü azalmıştır. Azalan fonların ise yarısı devamlılık göstermiştir.

	Artan	Azalan
2005	<b>4</b>	<b>2</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2006	<b>1/3</b>	<b>1/1</b>

Artan 2 fondan 2007'de yarısı artmış. Azalan 4 fondan ise 2007'de hepsi artmıştır devamlılık göstermemiştir.

	Artan	Azalan
2006	<b>2</b>	<b>4</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2007	<b>1/1</b>	<b>4/0</b>

2008 de artan fonlar açısından güçlü devamlılık göstermiş diyebiliriz, azalan fonlar ise devamlılık göstermemiştir.

	Artan	Azalan
2007	<b>5</b>	<b>1</b>
	Artan/Azalan	Artan/Azalan
2008	<b>4/1</b>	<b>1/0</b>

2008 yılında genel olarak karma fonları incelediğimizde 6 karma fondan 5 tanesi artma göstermiş, 1 tanesi azalma göstermiştir.

	Artan	Azalan
2008	<b>5</b>	<b>1</b>

## GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Yatırım fonları halka arz edilen katılma belgeleri karşılığında halktan toplanan paralarla belge sahipleri adına, finansal piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerden ve sermaye piyasası araçlarından oluşturulan portföyleri işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır.

Bireysel yatırımcıların küçük tasarruflarını bir araya toplayarak iyi çeşitlendirilmiş portföylerle riski dağıtmak ve küçük tasarruf sahiplerinin yapma imkanına sahip olmadığı profesyonel yatırım stratejileri geliştirmek için gerekli danışmanlık hizmetlerini almak bakımından yatırım fonları bireysel yatırımcılar için çok uygundur.

Küçük birikimleri ülke ekonomisine kazandırmada önemli bir görev üstlenen yatırım fonları sermaye piyasasında önemli bir yere sahiptir. Tasarruf sahiplerinin bu kurumlara ilgisinin artması, küçük ve dağınık fonlar bir sepette toplanarak verimli alanlara yönlendirilmesini sağlayacağından ekonomik gelişmeye katkıda bulunacaktır.

Fonlar giderek sayı ve portföy büyüklüğü açısından artış göstermektedir. Yatırım fonu sayısının artması, yatırımcıların fonlar arasında seçim yapmasını zorlaştırmaktadır. 2008 yılı itibariyle A tipi fon sayısı 126 adet ve toplam değeri yaklaşık 596 milyon TL'dir. Ancak yinede de yatırım fonlarının finansal büyüklükleri gelişmiş piyasalara oranla çok henüz yetersizdir.

Piyasa ekonomisi açısından giderek artan bir paya sahip olan yatırım fonlarının etkinliğinin artırılması ve yatırımcıların korunmasına yönelik olarak SPK'nın bu alandaki düzenlemeleri aynı zamanda piyasa derinliğinin artmasında önemli rol oynamaktadır. Bu bağlamda son düzenlemelerden biri olarak işletim masraflarına ilişkin açıklanan tebliğe göre yatırım fonlarına uygulanan ücret ve komisyonların kamuya açıklanmasına ve yönetim ücretlerinin üst sınırlarının 2010



yılı sonuna kadar günlük en fazla yüzde oniki. 1/1/2011-30/6/2011 tarihleri arasında ise günlük en fazla yüzde on oranında uygulanması düzenlenmiştir. Ayrıca fonların sürekli bilgilendirme formlarında karşılaştırma ölçütlerinde kullanılan endekslerin ve bu endekslerin günlük değerlerinin aynı zamanda aylık bazda karşılaştırma ölçütünün ve fonun getirisinin belirtilmesi ve en az haftada bir kere güncellenmesine ilişkin düzenlemeler yapılarak yatırım fonlarının performanslarının yatırımcılar tarafından daha net anlaşılabilmesinin sağlanması şeffaflık açısından önemli bir adım olmuştur.

Yatırım fonlarının performansları ve devamlılığının, performans değerlendirme yöntemleriyle ölçülmesi ve yatırımcılara sunulması hem yatırımcıları bilgilendirir hem de kurumların daha iyi performans gösterme çabalarını artırır.

Küçük yatırımcıların piyasada yok olma riski yüksek olduğundan, yatırımcılar fonlarını birleştirdikleri bir havuz yoluyla yatırımlarını gerçekleştirmeleriyle daha fazla gelir getirme imkânına sahip olurlar.

Portföyün getirisi, portföydeki menkul kıymetlerin ağırlıklı ortalamasına eşit olmasına rağmen, portföyün riski portföydeki menkul kıymetlerin standart sapmalarının ağırlıklı ortalamasından daha küçüktür. Dolayısıyla sadece hisse senedine veya sadece hazine bonosu gibi araçlara yatırım yapmak yerine çeşitlendirilmiş yatırım fonları aracılığıyla yatırım yapmak daha doğru bir seçim olacaktır.

Portföy performansının ölçülmesi, tasarruf sahibi açısından yatırımlarının iyi yönetilip yönetilmediğini, hangisini tercih edeceğini; yönetici açısından aldığı kararların diğer yatırım fonlarına oranla başarısını göstermek; ekonomi açısından ise yatırım fonlarının piyasadaki ağırlığı ve başarısını göstermek açısından önemlidir.

Getirisi yüksek olan her portföyün performansının iyi olduğu söylenemez çünkü bu işin içinde şans faktörü de olabilir. Dolayısıyla bu getiri süreklilik arz

etmeyecektir, bu da tasarruf sahibini zarara uğratacaktır. Bu nedenle portföy performansının sürekli ölçülmesi gerekmektedir.

Çalışmamızda yatırım fonları ile ilgili teorik bilgiler verilmiş, yatırımcıların aydınlatılması ve portföy yöneticilerinin başarısını ortaya koymak için genel kabul görmüş performans değerlendirme yöntemlerinden olan Sharpe, Treynor ve Jensen performans ölçütleri ve Treynor-Mazuy Kuadratik Regresyon Modeli açıklanmış ve uygulaması yapılmıştır. Türkiye'de A tipi yatırım fonlarının 2000-2008 yıllarına ilişkin kesiksiz veriye sahip fonlar portföy yapılarına göre dahil oldukları fon grubu içerisinde kendi aralarında ve Ayrıca piyasa ile kıyaslanarak değerlendirilmiştir.

Yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi yatırımcılar için önemli bir bilgi kaynağıdır. Fonların geçmişte sergilemiş oldukları performans yatırımcılara gelecek dönemler hakkında fikir vermektedir.

Performans ölçümü; Yatırım sürecinin başarısının ölçümüdür. Elde edilen sonuçların değerlendirilip yatırım fonunun amaçlarına ulaşip ulaşmadığının değerlendirilmesidir. Portföy performansının ölçümü bireysel yatırımcılar açısından, alternatif yatırım amaçları ve alternatif kurumsal yatırımcılar arasında yapılan tercihlerde yardımcı olmaktadır.

Performans ölçümünde sadece getiriler değil üstlenilen riskler de dikkate alınmalıdır ve risk düzeyine göre düzeltilmiş getirilerle değerlendirme yapılmalıdır.

İyi çeşitlendirilmiş bir portföyü değerlendirirken, sharpe, treynor ölçütleri en iyiden en kötüye sıralamada aynı sıralamayı verecektir. Aksi durumda treynor ölçütü iyi çeşitlendirilmemiş portföyleri üst sıraya koyarken sharpe ölçütü alt sıraya koyar. Sıralamadaki bu fark çeşitlendirmeden kaynaklanmaktadır.

Tez çalışmamıza konu olan 14 A tipi değişken yatırım fonları, 4 A tipi hisse senedi fonları ve 6 A tipi karma fonların aylık verileri kullanılarak performans ölçme yöntemlerinden olan Sharpe, Treynor jensen, ve Treynor Mazuy yöntemlerine göre 2000-2008 dönemi performanslarını değerlendirdik.

Rasyonellik ilkesinden yola çıkarak minimum risk maksimum kazanç sağlamak amacıyla olan yatırımcıların, bir birim getiri karşısında ne kadar riske katlanıldığını gösteren yayılma katsayılarını kullanarak fonların getirilerine göre risklerinin düşük olup olmadığının ve devamlılıklarının analizini değerlendirdik.

Sadece getirilerine bakarak fon seçiminin yapılmaması gerekir, aynı zamanda karşılığında üstlenilen riskte önemlidir. Aynı getiriye sahip fonların yayılma katsayıları farklı olabilir. Tercih yaparken getiri yerine yayılma katsayıları dikkate alınmalıdır. Yüksek yayılma katsayısı yüksek risk demektir bu da kötü performans anlamına gelir.

İncelenen yatırım fonlarının getirileri ile İMKB 100 Endeksinin getirileri karşılaştırıldığında endeks getirisinin altında kalan fonlar olmuştur, yayılma katsayılarını karşılaştırdığımızda ise çoğunun Endeks yayılma katsayısının üstünde olduklarını bulduk. Buradan çıkan sonucu şöyle özetleyebiliriz; Endeks yayılma katsayısı yani getirisi karşısında katlandığı risk yüksektir ancak yatırım fonları çoğunluk olarak risk getiri kontrolünü iyi yaparak düşük yayılma katsayılarına sahip olmuşlardır ve endeksin üstünde performans göstererek piyasayı yenmişlerdir.

Sharpe ölçütüne göre A tipi değişken fonlardan çıkan sonuçlara baktığımızda, Strateji Menkul Değerler hem Endekse göre hem de Diğer A tipi değişken fonlara göre üstün performans göstermiştir. Dikkate aldıkları risk faktörlerinin aynı olması nedeniyle Sharpe ölçütü ile Yayılma katsayılarını karşılaştırdığımızda, bir birimlik standart sapma karşılığında sağlanan ek getiriye ölçen Sharpe ölçütüne göre en iyi performans gösteren Strateji Menkul Değerler A tipi değişken fon iken bir birimlik getiri karşılığında katlanılan riski (standart sapmayı) ölçen Yayılma katsayısı bakımından 7. Sırada yer almaktadır. Ancak Sharpe ölçütünde kullanılan getirinin artık getiri, Yayılma katsayısında kullanılan getirinin ortalama getiri olduğundan bu fark olmuş olabilir.

Sharpe ölçütüne göre A tipi Karma fonlardan çıkan sonuçları incelediğimizde, Endeks ilk sırada yer almaktadır. Yayılma katsayısı ile

karşılaştığımızda her iki oranda da fonların performansları aynı çıkmıştır, yalnız Endeks değerleri Sharpe ölçütünde ilk sıradayken Yayılma katsayısı bakımından alt sıralara düşmüştür. İncelediğimiz A tipi karma fonlar açısından Sharpe oranlarıyla Yayılma katsayısı oranları benzer sıralamayı vermişlerdir.

Sharpe ölçütüne göre A tipi Hisse senedi fonlarından çıkan değerlere baktığımızda ise, Tekstilbank A tipi hisse senedi fonu en iyi performansı göstermiştir, Yayılma katsayılarına baktığımızda yine Tekstilbank A tipi hisse senedi fonu en iyi performansı göstermiştir. Hem aldığı riske karşılık sağladığı ek getiriyi hem de bir birimlik getiri elde etmek için katlandığı risk oranları aynı sonuçları vermişlerdir. Genel olarak Endeks hariç diğer A tipi hisse senedi fonları da benzer performans sıralamasını vermişlerdir.

Treynor ölçütüne göre A tipi değişken fonların performanslarını incelediğimizde, Sharpe ölçütünde olduğu gibi Strateji Menkul Değerler en iyi performansı göstererek ilk sırada yer almaktadır.

Treynor ölçütüne göre A tipi karma fonları incelediğimizde, Tacirler A tipi karma fon ve Denizbank A tipi karma fon aynı oranları vererek ilk sırada yer almışlardır. Sharpe ölçütü ile karşılaştığımızda A tipi karma fonlar genel olarak Treynor ve Sharpe ölçütlerinde benzer sonuçlar vermişlerdir.

Treynor ölçütüne göre A tipi Hisse senedi fonlarından çıkan sonuçları değerlendirdiğimizde en iyi performansı Tekstilbank A tipi hisse senedi fonu göstermiştir. Hisse senedi fonları Treynor ve Sharpe ölçütlerinde birebir aynı sıralamayı vermişlerdir bu da iyi çeşitlendiklerini göstermektedir.

A tipi yatırım fonları 2000-2008 yılları arası Treynor ve Sharpe ölçütlerinde negatif değerle sahip olmuşlardır. Bunu nedeni ekonomideki istikrarsızlıklar, yaşanan krizler ve piyasaya karşı güvensizlik ortamıdır.

Jensen ölçütüne göre A tipi değişken fonları incelediğimizde, genel olarak Sharpe ölçütüyle aynı sıralamayı vermektedirler. Pozitif alfa değerine sahip olan Strateji Menkul Değerler A tipi değişken fon piyasayı yenerek ek getiri elde etmiştir. Diğer fonlar ise negatif alfa değerine sahip olmuşlardır.

Jensen ölçütüne göre çıkan A tipi hisse senedi değerlerine baktığımızda ise, Sharpe ve Treynor ölçütlerinde olduğu gibi Tekstilbank A tipi hisse senedi fonu en iyi performansı göstererek pozitif alfa değerine sahip olmuştur ve hisse senedi fonları arasından piyasayı yenen tek yatırım fonu olmuştur.

Jensen ölçütüne göre çıkan A tipi karma fon değerlerine baktığımızda ise hepsi negatif alfa değerlerine sahip olarak hiçbiri iyi seçicilik gösterememiştir.

Treynor-Mazuy modeline göre çıkan A tipi değişken fonlarının değerlerini incelediğimizde, Finansbank A Tipi Değişken Fon ve Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A tipi Değişken Fon pozitif değerlere sahip olarak iyi zamanlama kabiliyeti göstermişlerdir. Seçicilik kabiliyetini Jensen ölçütüyle karşılaştırdığımızda aynı sonuçları verdiklerini görmekteyiz.

Treynor-Mazuy modeline göre A tipi hisse senedi fonları sonuçlarına baktığımızda, Denizbank A tipi hisse senedi fonu iyi zamanlama yeteneği göstererek üstün performans elde etmiştir. Seçicilik değerlerine baktığımızda ise Jensen seçicilik değerleriyle aynı sonuçları vererek Tekstilbank A tipi hisse senedi fonu en iyi seçicilik kabiliyeti göstermiştir.

Treynor-Mazuy modeline göre A tipi karma fonlar hem seçicilik hem de zamanlama yeteneğinden yoksun çıkmışlardır.

A tipi yatırım fonlarının devamlılıklarını yayılma katsayısı değerlerini kullanarak sınıadık. Böylece bir birimlik risk karşılığında katlandıkları riskin bir sonraki dönemde artma / azalma gösterip göstermediğini ve devamlılıklarını ölçtük.

Devamlılık analizini A tipi değişken fonların yayılma katsayıları performansları açısından değerlendirdiğimizde 2001 ve 2002 yıllarında A tipi değişken fonlarının çoğu büyük yayılma katsayısı değerlerine sahip olarak kötü performans göstermişlerdir. 2000-2002 yılları arasında kötü performans devamlılık göstermiştir.

2003 yılında A tipi değişken fonların devamlılıklarını incelediğimizde, yayılma katsayılarının düştüğünü görmekteyiz, bu da iyi performanslarının arttığını gösterir. Ancak 2002 yılında kötü olan performanslar 2003 yılında iyi performansa dönüşerek devamlılık göstermemiştir.

2003 yılında iyi performans gösteren fonlar 2004 yılında kötü performans göstermeye başlamışlardır. Dolayısıyla devamlılıktan bahsedemeyiz.

2005, 2006 ve 2007 yıllarında da devamlılık gözlemlenmemiştir. Ancak 2007 yılında A tipi değişken fonların yayılma katsayıları düşerek iyi performans gösterdikleri görülmektedir. 2008 yılına geçerken bütün A tipi değişken fonların yayılma katsayılarındaki düşüş devam etmiştir ve fonların hepsi iyi performans göstermişlerdir. Büyük oranda devamlılık vardır.

Hisse senedi fonlarının devamlılık analizlerini incelediğimizde, 2000-2008 yılları arası devamlılık görülmemektedir diyebiliriz. Hisse senedi piyasasında yaşanan dalgalanmalar hisse senedi fonlarını olumsuz etkilemiştir

Karma fonların devamlılıklarını incelediğimizde, 2000-2007 yılları arası devamlılıktan bahsedemeyiz. Ancak 2007 yılında yayılma katsayıları değerleri düşen ve iyi performans göstermeye başlayan A tipi karma fonların iyi performans devamlılıkları 2008 yılında da devam etmiştir.

Genel olarak tüm A tipi yatırım fonlarını ele aldığımızda, değişken fonların, karma fonların ve hisse senedi fonların 2007 yılında yayılma katsayılarında düşüş

gözlemlenmiştir ve dolayısıyla da performansları iyi yönde artmıştır. 2008 yılında fonların iyi performansları devamlılık göstermiştir.

Ülkemizde yaşanan ekonomik krizler ve dünya piyasalarında yaşanan ekonomik bunalım A tipi yatırım fonlarını etkileyerek değerlerini olumsuz etkilemiştir.

Yatırım fonlarının daha iyi performans göstermeleri için iyi analiz yapabilmek ve araştırma-geliştirmeye daha fazla önem verilmesi gerekmektedir. Ayrıca Performans sonuçlarının açıklanması hem yatırımcıların korunması, hem de yatırım fonları arasında adil bir rekabet ortamının yaratılması açısından önemlidir.

Değerlendirme döneminde elde ettiğimiz verilerden, piyasamızda riskli seven yatırımcıların hisse senedi fonları gibi riskli menkul kıymetler içeren fonları, daha dengeli bir şekilde menkul kıymetleri ve sermaye piyasası araçlarını içeren karma fonları ve piyasanın şartlarına göre stratejilerini değiştirebilen değişken fonları seçerken çalışmamıza konu olan yöntemlerle hesaplanan performans sonuçlarına ve fonların devamlılık analizleri göz önünde bulundurarak sağlıklı yatırım yapılabilir

2000-2008 döneminde Türkiye'de aktif yönetilen yatırım fonları, aktif portföy yönetim stratejisinin temel gerekçesini oluşturan "piyasayı yenmek" amacına ulaşamamışlardır. Tasarruflarını yatırım fonlarında tutan yatırımcıların performans analizlerine önem vermeleri durumunda fon yönetimlerinin performanslarını artırmak için çaba harcamak zorunda kalacaklardır.

Yatırım fonlarında performansı arttırmak için performansa dayalı ücretlendirme iyi bir yöntem olabileceği kanaatindeyiz. Performans ölçümlerinin sektördeki rekabeti artıracığı, bunun da tasarruf sahiplerinin yararına olacağı kesindir.

## KAYNAKÇA

ADA, Esra. “Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal Yönetim Sistemleri”, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, **Yeterlilik Etüdü**, Ankara, Ekim-2002.

AKEL, Veli. “Portföy Performansının Devamlılığının Analizi: Türkiye’deki Yatırım Fonları Örneği”, (Doktora Tezi), Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Kayseri, Haziran 2006.

AKSOY, Hakan. YAVUZ, Nur. “Türkiye'deki A Tipi Fonların Performansının Risk Yapısına Göre Değerlendirilmesi ve Spk Tarafından Uygulanmaya Konulan Bant Kriterinin Önemi”, **Uluslararası Finans Sempozyumu 2005**, İstanbul, 9-10 Haziran 2005

ALEXANDER, Gordon J. SHARPE, William F. **Fundamentals of Investments**, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, 1989

BOLAT, İsmet. “Sermaye Piyasaları ve Yatırım Fonları Mevcut Durum, Sonuç ve Çözüm Önerileri”, (Yüksek Lisans Tezi), Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Mayıs-2006.

Canadian Securities Administrators, “Understanding Mutual Funds”, [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Investors/res\\_mutual-funds\\_en.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Investors/res_mutual-funds_en.pdf), (19.1.2010)

CEYLAN, Ali. KORKMAZ, Turhan. **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, 3. Baskı, Etkin Kitabevi Yayınları, Bursa, 1998.

CHARLES A., Jaffe. **Chuck Jaffe's Lifetime Guide to Mutual Funds : An Owner's Manual**, Perseus Press, 2000.



DAĞLAR, Hüseyin. **Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Ankara, 2007.

DİLEK, Setenay. "Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Avrupa Birliği'ne Entegrasyonu", (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul, 2008.

DOĞANAY, Mete. "Hisse Senedi Fonlarının Çok Kriterli Karar Yaklaşımı İle Derecelendirilmesi", Ankara Üniversitesi, **Siyasal Bilgiler Fakültesi dergisi**, No: 57-3.

EROL, Ahmet. "Yatırım Fonlarının Tasfiyesi", [www.makalem.com](http://www.makalem.com). (16.10.2009)

ERTAŞ, Vahdettin. TUNCEL, Kürşat. TEKER, Bahadır. **Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması**, Yayın No: 103, SPK Ankara, Ekim-1997.

ERTEN, Açelya. "Yatırım Fonları Portföy Yönetim Stratejileri ve Yönetimsel Açından Analizi", (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Bilim Dalı, İstanbul, 2008.

ERTUĞRUL, Osman Ceyhun. "Borsa Yatırım Fonlarının Kurumsal Yatırımcılar, Bireysel Yatırımcılar ve Arbitrajörler Açısından Değerlendirilmesi", (Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara 2006.

GÖKGÖZ, Fazıl. **A Tipi Karma Yatırım Fonlarının Stil Analizi ve Performans Değerlendirmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:188, Ankara, 2005.

GÜÇLÜ, Hakan. "Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları", [www.hakanguclu.com](http://www.hakanguclu.com), (24.12.2009)

GÜÇLÜ, Seda. “Yatırım Fonlarının Performansının Ölçülmesi ve Bir Uygulama”, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü İşletme Mühendisliği Anabilim Dalı, Haziran 2007.

GÜNEYLİ, Yamaç. “Yatırım Fonları”, [http://www.turkhukuk sitesi.com/makale\\_966.htm](http://www.turkhukuk sitesi.com/makale_966.htm), (03.09.2009)

GÜNGÖR, Esra. “Yatırım Fonları ve Türkiye’de Yatırım Fonlarının Portföy Yapısında Hisse Senedi Oranını Etkileyen Faktörlerin Araştırılması”, (Yüksek Lisans Tezi), Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2006.

HAYKIR, Bekir Emre. “Yatırım Fonlarında Çıkar Çatışmaları Kurucunun Hukuki Sorumluluğu Düzenleme Önerileri”, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, **Yeterlilik Etüdü**, İstanbul, Kasım-2005.

HENRIKSSON, Roy D. MERTON, Robert C. ”On Market Timing and Investment Performance II. Statistical Procedures for Evaluation Forecasting Skills” **The Journal of Business**, Vol.54, No.4, 1981.

<http://www.takasbank.com.tr/tr/Hizm/fs10.htm>, (22.12.2009)

Investment Company Factbook (2010), [www.ici.org](http://www.ici.org).

Investment Company Institute, “A Guide to Understanding Mutual Funds”, [www.ici.org](http://www.ici.org) , (4.12.2009).

KARAN, Mehmet Baha. **Yatırım Analizi Ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004.

KARSLI, Muharrem. **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, 5. Baskı, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 2004.

KILIÇ, Saim. **Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İMKB Yayınları, Ankara, 2002.

KIRMAN, Ahmet. **Yatırım Fonları, Katılma Belgeleri Ve Vergilendirme Esasları**, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi, İstanbul 1999.

KONT, Bayram. “Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, No:16, Ocak-Şubat 2001. [www.makalem.com](http://www.makalem.com), (12.10.2009).

KORKMAZ, Turhan. CEYLAN, Ali. **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, 3. Baskı, Etkin Kitap Evi, Bursa, 2006.

LEVY, Haim. **Fundamentals of Investments**, The Hebrew University of Jerusalem and Zicklin School of Business, Financial Times Prentice Hall, NewYork, 2002

MARANGOZ, Mürvet. “Markowitz Portföy Seçim Modeli ve Yatırım Fonları Üzerine Bir Uygulama”, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İstanbul, 2006.

MODİGLIANİ, Franco. MODİGLIANİ, Leah. “Risk Adjusted Performance”, **Journal of Portfolio Management**, Vol.23, No2, 1997.

Mutual Funds Resource Center, <http://www.mutualfundsresource.com/history/> (4.01.2010)

NAGHIYEV, Teymur. “Menkul Kıymet Yatırım Fonlarından Oluşan Optimal Portföy Seçimi ve Riske Maruz Değer Yöntemiyle Portföy Riskinin Belirlenmesi”, (Yüksek Lisans Tezi), Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İstanbul 2008.

ODABAŞI, Belgi. “Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: A Tipi Karma Fonlar İçin Çok Kriterli Modellerle Türkiye Uygulaması”, (Yüksek Lisans Tezi),

Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Para Banka Programı, İzmir, 2007.

ÖZDEMİR, Eray. “Borsa Yatırım Fonları ve Borsa Yatırım Fonlarının Performanslarının Ölçülmesi Üzerine Bir Uygulama”, (Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 2007.

ÖZKAYA, Kadir. “ Portföy Performansının Ölçülmesi, A Tipi Yatırım Fonlarının Sharpe Modeliyle Değerlemesi”, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları Borsa Anabilim Dalı, İstanbul, Haziran 2001,

ÖZÜTÜRK, Bülent.“Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi”, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, **Araştırma Raporu**, Ankara, Mayıs 2002.

PARMAKÇI, Murat.“Yatırım Fonlarında Portföy Yönetim Ücreti ve Diğer Giderler”, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, **Yeterlilik Etüdü**, Ankara, Ekim 2002.

PEHLİVAN, Ebru. “Yatırım Fonları Performansı; Klasik Performansı Ölçümü ve DEA Analizi”, (Yüksek Lisans Tezi), Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008.

SARIASLAN, Halil. EROL, Cengiz. **Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler**, siyasal kitabevi, Ankara, 2008.

SAYGEÇİTLİ, Dilan. “Yatırım ve Emeklilik Fonlarının Türkiye ve Dünyadaki Yeri ve Karşılaştırılması”, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul, 2004.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “Yatırım Fonları”, **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3**, Ankara, Mart-2007.

Sermaye Piyasası Kurulu Mevzuatı, [http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat\\_index.html](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html),

Sharpe W.M., "Mutual Fund Performance", **The Journal of Business**, Cilt: 39, No:1, 2.Bölüm, 1966.

ŞAHİN, Emine Eda. “Yatırım Fonlarının Performans Ölçümü ve 2005-2008 Döneminde Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performans Değerlemelerine Yönelik Bir Uygulama”, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2008.

TEKER, Suat. KARAKURUM, Emre. TAV, Osman. “Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 9.1.2008

TEVFİK, Gürman. **Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1995.

The Ohio State University, “All About Money”, <http://ohioline.osu.edu/mm-fact/0001.html>, (23.11.2009)

TREYNOR, Jack L. “How To Rate Management of Investment Funds”, **Harvard Business Review**, January-February 1965.

TRYNOR, Jack L. MAZUY, Kay K, “Can Mutual Funds Outguess The Market?” **Harvard Business Review**, Vol.44, No.4, 1966,

TSPAKB, “AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası AB Müktesebatının Üstlenilmesinin Sermaye Piyasasına Etkileri”, **Araştırma Raporu**, Kasım-2004.

TUNAER, Burçak Müge. “Türkiye’de Yatırım Fonlarının Getirileri Açısından karşılaştırılması ve Performanslarının Değerlendirilmesi”, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Para Banka Programı, İzmir, 2003.

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD), **Yatırım Fonları Kılavuzu**, [http://www.kyd.org.tr/T/yatirim\\_fonlari\\_k.aspx](http://www.kyd.org.tr/T/yatirim_fonlari_k.aspx), (10.11.2009).

URAL, Mert. **Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi**, Detay Yayıncılık, Ankara, 2010.

[www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)

YALÇINKAYA, Pınar .“Türkiye’de A Tipi Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi” (Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2006.

YILDIRIM, Kadir. “Finansal Küreselleşme Açısından Yatırım Fonlarının Etkinliği”, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul, 2009.

## **EKLER**

## EK 1: A TİPİ DEĞİŞKEN FON VERİ AYRINTILARI

<b>A TİPİ DEĞİŞKEN FONLAR</b>	<b>ORT. GETİRİ</b>	<b>STD SAPMA</b>	<b>BETA</b>	<b>ALFA (SEÇİCİLİK)</b>	<b>SİST.RİSK</b>	<b>SİST.OLMAYAN RİSK</b>	<b>TOPLAM RİSK</b>
ACAR YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FONU	0,0117	0,0693	0,4788	0,0053	0,0038	0,0010	0,0048
ALTERNATİFBANK A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN YATIRIM FONU	0,0146	0,0725	0,4869	0,0080	0,0040	0,0013	0,0053
DENİZBANK A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,0146	0,0561	0,3739	0,0096	0,0023	0,0008	0,0031
ECZACIBAŞI MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,0164	0,0664	0,4411	0,0104	0,0033	0,0011	0,0044
FİNANSBANK A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,0124	0,1244	0,8829	0,0005	0,0131	0,0024	0,0155
GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN YATIRIM FONU	0,0151	0,0598	0,3989	0,0097	0,0027	0,0009	0,0036
İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,0189	0,0686	0,4693	0,0126	0,0037	0,0010	0,0047
STRATEJİ MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,0201	0,0976	0,6576	0,0113	0,0073	0,0023	0,0095
ŞEKERBANK T.A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,0089	0,0771	0,5458	0,0016	0,0050	0,0009	0,0059
TACİRLER MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,0143	0,0874	0,6172	0,0060	0,0064	0,0012	0,0076
TAİB YATIRIM A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FONU	0,0162	0,0570	0,3829	0,0111	0,0025	0,0008	0,0033
TÜRKİYE KALKINMA BANKASI A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,0149	0,0596	0,4082	0,0094	0,0028	0,0008	0,0036
YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FONU	0,0146	0,0790	0,5361	0,0074	0,0046	0,0017	0,0063
YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	0,0111	0,0632	0,4459	0,0051	0,0033	0,0007	0,0040



## EK 2: A TİPİ DEĞİŞKEN FONLARA İLİŞKİN PERFORMANS AYRINTILARI

<b>A TİPİ DEĞİŞKEN FONLAR</b>	TREYNOR	SHARPE	JENSEN ALFASI	C (ZAMANLAMA)	Seçicilik
ACAR YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FONU	-0,0465	-0,3209	-0,0118	-0,2153	-0,0079
ALTERNATİFBANK A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN YATIRIM FONU	-0,0399	-0,2680	-0,0088	-0,2349	-0,0046
DENİZBANK A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,0518	-0,3451	-0,0109	-0,2409	-0,0065
ECZACIBAŞI MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,0399	-0,2654	-0,0079	-0,1558	-0,0051
FİNANSBANK A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,0245	-0,1738	-0,0031	0,1169	-0,0052
GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN YATIRIM FONU	-0,0474	-0,3161	-0,0098	-0,3062	-0,0043
İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,0322	-0,2203	-0,0051	-0,0836	-0,0036
STRATEJİ MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,0211	-0,1425	0,0001	-0,3997	0,0073
ŞEKERBANK T.A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,0459	-0,3249	-0,0133	-0,1668	-0,0103
TACİRLER MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,0319	-0,2254	-0,0061	-0,1850	-0,0028
TAİB YATIRIM A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FONU	-0,0465	-0,3121	-0,0091	-0,0725	-0,0078
TÜRKİYE KALKINMA BANKASI A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,0467	-0,3197	-0,0100	-0,2622	-0,0053
YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FONU	-0,0369	-0,2448	-0,0082	0,0430	-0,0090
YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	-0,0513	-0,3617	-0,0129	-0,2280	-0,0088

### EK 3: A TİPİ KARMA FONLAR VERİ AYRINTILARI

<b>A TİPİ KARMA FONLAR</b>	<b>ORT. GETİRİ</b>	<b>STD SAPMA</b>	<b>BETA</b>	<b>ALFA(SEÇİCİLİK)</b>	<b>SİST.RİSK</b>	<b>SİST.OLMAYAN RİSK</b>	<b>TOPLAM RİSK</b>
Ata Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	0,0152	0,0613	0,4304	0,0094	0,0031	0,0006	0,0038
Deniz Bank A Tipi Karma Fon	0,0212	0,0471	0,3079	0,0171	0,0016	0,0006	0,0022
Gedik Yatırım Menkul Değerler A. Tipi Karma Fon	0,0089	0,0684	0,4523	0,0028	0,0034	0,0012	0,0047
Tacirler Menkul Değerler A.Ş.	0,0161	0,0620	0,4313	0,0103	0,0031	0,0007	0,0038
Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	0,0168	0,0616	0,3764	0,0118	0,0024	0,0014	0,0038
Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon	0,0109	0,0711	0,4807	0,0044	0,0039	0,0012	0,0051

### EK 4: A TİPİ KARMA FONLARA İLİŞKİN PERFORMANS AYRINTILARI

<b>A TİPİ KARMA FONLAR</b>	<b>TREYNOR</b>	<b>SHARPE</b>	<b>JENSEN ALFASI</b>	<b>C (ZAMANLAMA)</b>
Ata Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	-0,0437	-0,3073	-0,0088	-0,3291
Deniz Bank A Tipi Karma Fon	-0,0416	-0,2716	-0,0055	-0,2970
Gedik Yatırım Menkul Değerler A. Tipi Karma Fon	-0,0555	-0,3674	-0,0146	-0,3728
Tacirler Menkul Değerler A.Ş.	-0,0416	-0,2891	-0,0082	-0,2942
Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	-0,0456	-0,2784	-0,0091	-0,0668
Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon	-0,0481	-0,3250	-0,0124	-0,2427

## EK 5: A TİPİ HİSSE SENEDİ FONLARI VERİ AYRINTILARI

HİSSE SENEDİ FONLARI	ORT. GETİRİ	STD SAPMA	BETA	ALFA(SEÇİCİLİK)	SİST.RİSK	SİST.OLMAYAN RİSK	TOPLAM RİSK
Deniz Bank A Tipi Hisse Senedi Fonu	0,0138	0,0916	0,6402	0,0052	0,0069	0,0015	0,0084
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	0,0026	0,0950	0,6402	-0,0060	0,0069	0,0021	0,0090
T.İş Bankası A.Ş.	0,0136	0,0805	0,5782	0,0058	0,0056	0,0009	0,0065
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	0,0200	0,1033	0,6981	0,0107	0,0082	0,0025	0,0107

## EK 6: A TİPİ HİSSE SENEDİ FONLARA İLİŞKİN PERFORMANS AYRINTILARI

HİSSE SENEDİ FONLARI	TREYNOR	SHARPE	JENSEN ALFASI	C (ZAMANLAMA)
Deniz Bank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,0315	-0,2203	-0,0070	0,1900
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	-0,0491	-0,3310	-0,0173	-0,3818
T.İş Bankası A.Ş.	-0,0353	-0,2537	-0,0080	-0,1297
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0,0200	-0,1352	0,0007	-0,1051

## Ek 7: A TİPİ DEĞİŞKEN FONLARIN YILLAR İTİBARIYLA DEĞERLERİ

ACAR YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FONU								
	Treynor	Sharpe	Jensen Alfasi	Beta	Ort Getiri	İMKB Getiri	Std.Sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,0661	-0,4051	0,0093	0,7756	-0,0010	-0,0265	0,1266	-124,9363
2001	-0,0515	-0,2164	-0,0065	0,4183	0,0601	0,0524	0,0995	1,6543
2002	-0,0879	-0,5530	-0,0157	0,5029	-0,0018	-0,0142	0,0799	-44,1726
2003	-0,0021	-0,0147	-0,0114	0,3771	0,0298	0,0579	0,0542	1,8176
2004	-0,0106	-0,1316	-0,0056	0,3172	0,0166	0,0271	0,0254	1,5311
2005	-0,0033	-0,0390	-0,0102	0,3470	0,0167	0,0425	0,0291	1,7405
2006	-0,0589	-0,6865	-0,0159	0,4272	-0,0010	0,0013	0,0367	-36,3824
2007	-0,0240	-0,4028	-0,0139	0,4475	0,0127	0,0308	0,0267	2,0948
2008	-0,1155	-0,7912	-0,0174	0,3636	-0,0265	-0,0506	0,0531	-1,9987
2000-2008	<b>-0,0465</b>	<b>-0,3209</b>	<b>-0,0118</b>	<b>0,4788</b>	<b>0,0117</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0693</b>	5,9036

ALTERNATİFBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfasi	beta	ort.getiri	imkb getiri	std sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,0908	-0,5451	-0,0065	0,6586	-0,0095	-0,0265	0,1097	-11,5197
2001	-0,0912	-0,3793	-0,0195	0,3610	0,0488	0,0524	0,0868	1,7799
2002	-0,0678	-0,4505	-0,0043	0,3979	0,0154	-0,0142	0,0599	3,8817
2003	0,0205	0,1306	-0,0021	0,2582	0,0359	0,0579	0,0405	1,1269
2004	-0,0018	-0,0219	-0,0062	0,6941	0,0187	0,0271	0,0566	3,0259
2005	0,0151	0,1745	-0,0066	0,6601	0,0278	0,0425	0,0570	2,0484
2006	-0,0208	-0,2695	0,0018	0,8969	0,0055	0,0013	0,0691	12,4815
2007	-0,0035	-0,0471	-0,0052	0,4870	0,0218	0,0308	0,0363	1,6692
2008	-0,0821	-0,5294	-0,0092	0,5946	-0,0334	-0,0506	0,0923	-2,7616
2000-2008	<b>-0,0399</b>	<b>-0,2680</b>	<b>-0,0094</b>	<b>0,4869</b>	<b>0,0146</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0725</b>	4,9814

DENİZBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayıma katsayısı
2000	-0,1018	-0,5839	-0,0120	0,4992	-0,0005	-0,0265	0,0870	-166,1404
2001	-0,1072	-0,4339	-0,0206	0,3066	0,0488	0,0524	0,0758	1,5532
2002	-0,0465	-0,3018	0,0048	0,4550	0,0212	-0,0142	0,0701	3,2993
2003	-0,0209	-0,1282	-0,0108	0,2139	0,0261	0,0579	0,0349	1,3329
2004	-0,0193	-0,2409	-0,0089	0,3342	0,0135	0,0271	0,0267	1,9781
2005	0,0104	0,1105	-0,0037	0,2209	0,0202	0,0425	0,0208	1,0293
2006	-0,1164	-0,8162	-0,0150	0,1530	0,0064	0,0013	0,0218	3,4277
2007	-0,0161	-0,2804	-0,0094	0,4058	0,0170	0,0308	0,0232	1,3705
2008	-0,0652	-0,4793	0,0007	0,5598	-0,0211	-0,0506	0,0761	-3,6163
2000-2008	<b>-0,0518</b>	<b>-0,3451</b>	<b>-0,0117</b>	<b>0,3739</b>	<b>0,0146</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0561</b>	3,8364

ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayıma katsayısı
2000	-0,0614	-0,3315	0,0122	0,5545	0,0162	-0,0265	0,1027	6,3296
2001	-0,0802	-0,3193	-0,0128	0,3130	0,0566	0,0524	0,0787	1,3906
2002	-0,0367	-0,2425	0,0098	0,4857	0,0246	-0,0142	0,0734	2,9857
2003	0,0080	0,0538	-0,0076	0,3825	0,0337	0,0579	0,0572	1,6967
2004	-0,0245	-0,2991	-0,0173	0,5465	0,0065	0,0271	0,0448	6,8481
2005	-0,0038	-0,0408	-0,0174	0,5972	0,0156	0,0425	0,0556	3,5627
2006	-0,0459	-0,5755	-0,0145	0,6183	-0,0042	0,0013	0,0493	-11,7099
2007	-0,0116	-0,1873	-0,0085	0,4569	0,0182	0,0308	0,0282	1,5522
2008	-0,0663	-0,5007	0,0002	0,5337	-0,0199	-0,0506	0,0707	-3,5427
2000-2008	<b>-0,0399</b>	<b>-0,2654</b>	<b>-0,0085</b>	<b>0,4411</b>	<b>0,0164</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0664</b>	4,0585

**FİNANSBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON**

	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,1039	-0,6012	-0,0178	0,9777	-0,0513	-0,0265	0,1690	-3,2927
2001	-0,0162	-0,0709	0,0130	1,1651	0,0628	0,0524	0,2667	4,2487
2002	-0,0475	-0,3179	0,0074	0,8221	0,0033	-0,0142	0,1228	36,7232
2003	0,0350	0,2556	0,0045	0,6063	0,0519	0,0579	0,0831	1,6024
2004	-0,0010	-0,0125	-0,0054	0,6680	0,0193	0,0271	0,0509	2,6322
2005	0,0060	0,0722	-0,0148	0,7807	0,0226	0,0425	0,0650	2,8798
2006	-0,0259	-0,3190	-0,0022	0,5655	0,0095	0,0013	0,0459	4,8104
2007	0,0055	0,0917	-0,0015	0,7750	0,0277	0,0308	0,0463	1,6687
2008	-0,0984	-0,6451	-0,0160	0,5066	-0,0344	-0,0506	0,0773	-2,2451
<b>2000-2008</b>	<b>-0,0245</b>	<b>-0,1738</b>	<b>-0,0034</b>	<b>0,8829</b>	<b>0,0124</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,1244</b>	10,0536

**GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON**

	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	oer.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,0639	-0,3851	0,0093	0,45967	0,020912	-0,02650755	0,076237635	3,6456
2001	-0,0675	-0,2818	-0,0121	0,396567	0,054892	0,05244306	0,095035573	1,7313
2002	-0,0687	-0,4445	-0,0044	0,374469	0,016668	-0,01422826	0,057863636	3,4715
2003	0,0059	0,0425	-0,0074	0,328809	0,032563	0,0578506	0,045798638	1,4065
2004	-0,0091	-0,1176	-0,0055	0,338275	0,016898	0,02713148	0,026045442	1,5414
2005	0,0023	0,0252	-0,0078	0,329262	0,018634	0,042505	0,030330385	1,6277
2006	-0,1096	-0,8500	-0,0147	0,160613	0,006562	0,0012711	0,020715527	3,1568
2007	-0,0432	-0,4039	-0,0115	0,225416	0,013741	0,03082526	0,024105824	1,7543
2008	-0,1285	-0,8002	-0,0288	0,472107	-0,04521	-0,05061504	0,075793047	-1,6764
<b>2000-2008</b>	<b>-0,0474</b>	<b>-0,3161</b>	<b>-0,0107</b>	<b>0,3989</b>	<b>0,0151</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0598</b>	3,9687

İŞ YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,0740	-0,4402	0,0022	0,4814	0,0147	-0,0265	0,0809	5,5221
2001	-0,0741	-0,3046	-0,0110	0,3112	0,0586	0,0524	0,0757	1,2918
2002	-0,0292	-0,1956	0,0153	0,5483	0,0264	-0,0142	0,0818	3,1015
2003	0,0224	0,1557	-0,0023	0,3999	0,0396	0,0579	0,0576	1,4548
2004	-0,0128	-0,1646	-0,0128	0,6446	0,0117	0,0271	0,0500	4,2582
2005	0,0151	0,1841	-0,0079	0,8046	0,0300	0,0425	0,0660	2,1983
2006	-0,0240	-0,3088	-0,0011	0,9023	0,0025	0,0013	0,0702	28,2581
2007	-0,0097	-0,1630	-0,0101	0,6019	0,0176	0,0308	0,0360	2,0414
2008	-0,0934	-0,6674	-0,0133	0,4988	-0,0311	-0,0506	0,0698	-2,2408
2000-2008	<b>-0,0322</b>	<b>-0,2203</b>	<b>-0,0054</b>	<b>0,4693</b>	<b>0,0189</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0686</b>	3,6311

STRATEJİ MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,0786	-0,4868	0,0018	0,8619	-0,0175	-0,0265	0,1392	-7,9630
2001	-0,0459	-0,1766	-0,0073	0,5545	0,0562	0,0524	0,1443	2,5670
2002	-0,0712	-0,4755	-0,0068	0,4861	0,0078	-0,0142	0,0727	9,3256
2003	0,0228	0,1555	-0,0024	0,4461	0,0408	0,0579	0,0654	1,6031
2004	0,0271	0,3241	0,0130	0,6502	0,0376	0,0271	0,0543	1,4457
2005	0,0371	0,4115	0,0107	0,8542	0,0496	0,0425	0,0770	1,5537
2006	-0,0065	-0,0700	0,0133	0,8112	0,0189	0,0013	0,0753	3,9819
2007	0,0204	0,2180	0,0087	0,6404	0,0366	0,0308	0,0600	1,6409
2008	-0,0798	-0,5395	-0,0109	0,8096	-0,0492	-0,0506	0,1197	-2,4353
2000-2008	<b>-0,0211</b>	<b>-0,1425</b>	<b>-0,0004</b>	<b>0,6576</b>	<b>0,0201</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0976</b>	4,8603

ŞEKERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,0885	-0,5393	-0,0074	0,6278	-0,0053	-0,0265	0,1031	-19,3886
2001	-0,0988	-0,4054	-0,0347	0,4983	0,0324	0,0524	0,1215	3,7474
2002	-0,0597	-0,3977	-0,0024	0,7706	-0,0036	-0,0142	0,1157	-31,9560
2003	0,0161	0,1129	-0,0060	0,5397	0,0393	0,0579	0,0767	1,9532
2004	-0,0061	-0,0684	-0,0050	0,3769	0,0177	0,0271	0,0336	1,9024
2005	-0,0310	-0,3751	-0,0194	0,3484	0,0071	0,0425	0,0288	4,0817
2006	-0,0517	-0,6480	-0,0108	0,3748	0,0048	0,0013	0,0299	6,2244
2007	-0,0169	-0,2835	-0,0105	0,4345	0,0161	0,0308	0,0259	1,6072
2008	-0,0818	-0,5616	-0,0083	0,5298	-0,0279	-0,0506	0,0772	-2,7658
2000-2008	<b>-0,0459</b>	<b>-0,3249</b>	<b>-0,0138</b>	<b>0,5458</b>	<b>0,0089</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0771</b>	8,6145

TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb get.	std.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,1426	-0,8612	-0,0271	0,4113	-0,0084	-0,0265	0,0681	-8,1244
2001	-0,0215	-0,0928	0,0054	0,7052	0,0665	0,0524	0,1636	2,4608
2002	-0,0510	-0,3190	0,0045	0,8073	0,0012	-0,0142	0,1291	106,8493
2003	0,0342	0,2360	0,0037	0,5362	0,0490	0,0579	0,0778	1,5880
2004	-0,0074	-0,0907	-0,0097	0,6659	0,0150	0,0271	0,0541	3,5982
2005	-0,0023	-0,0268	-0,0150	0,5577	0,0166	0,0425	0,0478	2,8812
2006	-0,0375	-0,4836	-0,0095	0,6496	-0,0002	0,0013	0,0504	-263,7477
2007	-0,0151	-0,2164	-0,0089	0,3947	0,0175	0,0308	0,0275	1,5700
2008	-0,0898	-0,6665	-0,0117	0,4913	-0,0287	-0,0506	0,0662	-2,3076
2000-2008	<b>-0,0319</b>	<b>-0,2254</b>	<b>-0,0070</b>	<b>0,6172</b>	<b>0,0143</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0874</b>	6,1184



TAIB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,0673	-0,3643	0,0031	0,3317	0,0280	-0,0265	0,0613	2,1916
2001	-0,0994	-0,4096	-0,0278	0,3962	0,0423	0,0524	0,0961	2,2732
2002	-0,0613	-0,4094	-0,0023	0,4974	0,0119	-0,0142	0,0745	6,2540
2003	0,0192	0,1380	-0,0046	0,5684	0,0415	0,0579	0,0790	1,9034
2004	-0,0286	-0,3718	-0,0182	0,5085	0,0054	0,0271	0,0390	7,1785
2005	-0,0249	-0,2953	-0,0150	0,3028	0,0103	0,0425	0,0255	2,4641
2006	-0,0609	-0,7200	-0,0131	0,3439	0,0032	0,0013	0,0291	9,0314
2007	-0,0560	-0,8884	-0,0196	0,3085	0,0062	0,0308	0,0195	3,1448
2008	-0,0883	-0,5957	-0,0047	0,2110	-0,0032	-0,0506	0,0313	-9,7906
2000-2008	<b>-0,0465</b>	<b>-0,3121</b>	<b>-0,0099</b>	<b>0,3829</b>	<b>0,0162</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0570</b>	3,5239

T.KALKINMA BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,0969	-0,5959	-0,0095	0,4731	0,0044	-0,0265	0,0769	17,4197
2001	-0,0983	-0,3661	-0,0236	0,3421	0,0481	0,0524	0,0918	1,9099
2002	-0,0622	-0,4172	-0,0028	0,4978	0,0114	-0,0142	0,0742	6,4942
2003	0,0122	0,0826	-0,0049	0,3287	0,0346	0,0579	0,0485	1,4008
2004	0,0033	0,0414	-0,0021	0,5552	0,0218	0,0271	0,0449	2,0561
2005	-0,0152	-0,1695	-0,0175	0,4400	0,0112	0,0425	0,0394	3,5261
2006	-0,0330	-0,4230	-0,0056	0,5538	0,0059	0,0013	0,0432	7,3275
2007	-0,0255	-0,4019	-0,0125	0,3819	0,0137	0,0308	0,0242	1,7637
2008	-0,0872	-0,5590	-0,0078	0,3710	-0,0169	-0,0506	0,0578	-3,4220
2000-2008	<b>-0,0467</b>	<b>-0,3197</b>	<b>-0,0107</b>	<b>0,4082</b>	<b>0,0149</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0596</b>	3,9974

YAPI KREDİ YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfasi	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,0931	-0,5608	-0,0100	0,613197	-0,0068	-0,0265	0,1018	-14,9052
2001	-0,0243	-0,0898	0,0028	0,571374	0,0678	0,0524	0,1545	2,2784
2002	-0,1158	-0,7505	-0,0304	0,512901	-0,0170	-0,0142	0,0791	-4,6548
2003	0,0238	0,1637	-0,0017	0,482083	0,0421	0,0579	0,0701	1,6653
2004	-0,0107	-0,1402	-0,0124	0,694847	0,0125	0,0271	0,0530	4,2251
2005	0,0028	0,0331	-0,0110	0,504452	0,0193	0,0425	0,0430	2,2276
2006	-0,0316	-0,4006	-0,0038	0,439007	0,0103	0,0013	0,0347	3,3696
2007	-0,0200	-0,3278	-0,0092	0,334911	0,0168	0,0308	0,0204	1,2165
2008	-0,0771	-0,5750	-0,0042	0,376808	-0,0136	-0,0506	0,0505	-3,7088
2000-2008	<b>-0,0369</b>	<b>-0,2448</b>	<b>-0,0086</b>	<b>0,5361</b>	<b>0,0146</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0790</b>	5,4117

## Ek 8: A TİPİ KARMA FONLARIN YILLAR İTİBARIYLA DEĞERLERİ

ATA YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş. A TİPİ KARMA FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfasi	beta	ort.getiri	imkb getiri	std sapma	Yayılma Katsayısı
2000	-0,1268	-0,7697	-0,0179	0,3578	0,0049	-0,0265	0,0589	11,9932
2001	-0,0640	-0,2750	-0,0167	0,4788	0,0510	0,0524	0,1115	2,1842
2002	-0,0573	-0,3802	-0,0003	0,5304	0,0120	-0,0142	0,0799	6,6540
2003	0,0033	0,0213	-0,0095	0,3986	0,0319	0,0579	0,0626	1,9599
2004	-0,0288	-0,3124	-0,0126	0,3502	0,0099	0,0271	0,0323	3,2777
2005	0,0148	0,1694	-0,0040	0,4100	0,0239	0,0425	0,0359	1,4979
2006	-0,0311	-0,3347	-0,0030	0,3714	0,0126	0,0013	0,0345	2,7317
2007	-0,0423	-0,6567	-0,0177	0,3559	0,0084	0,0308	0,0229	2,7178
2008	-0,0906	-0,6134	-0,0091	0,3725	-0,0183	-0,0506	0,0550	-3,0049
2000-2008	<b>-0,0437</b>	<b>-0,3073</b>	<b>-0,0100</b>	<b>0,4304</b>	<b>0,0152</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0613</b>	4,0404

DENİZBANK A TİPİ KARMA FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std sapma	Yayılma Katsayısı
2000	-0,0653	-0,3742	0,0058	0,5063	0,0172	-0,0265	0,0884	5,1380
2001	-0,1032	-0,4272	-0,0189	0,2558	0,0553	0,0524	0,0618	1,1182
2002	-0,0581	-0,3707	-0,0005	0,3500	0,0220	-0,0142	0,0549	2,4890
2003	0,0134	0,0967	-0,0040	0,2862	0,0344	0,0579	0,0396	1,1489
2004	-0,0021	-0,0278	-0,0032	0,3446	0,0192	0,0271	0,0265	1,3798
2005	0,0093	0,1002	-0,0038	0,2448	0,0201	0,0425	0,0227	1,1266
2006	-0,1261	-1,1999	-0,0160	0,1549	0,0046	0,0013	0,0163	3,5026
2007	-0,0811	-0,6452	-0,0101	0,1142	0,0142	0,0308	0,0144	1,0104
2008	-0,0464	-0,3047	0,0050	0,2576	0,0035	-0,0506	0,0393	11,3191
2000-2008	<b>-0,0416</b>	<b>-0,2716</b>	<b>-0,0065</b>	<b>0,3079</b>	<b>0,0212</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0471</b>	2,2252

GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	Yayılma Katsayısı
2000	-0,0889	-0,4933	-0,0066	0,5483	0,0015	-0,0265	0,0988	64,2936
2001	-0,1284	-0,5395	-0,0457	0,4610	0,0225	0,0524	0,1097	4,8785
2002	-0,1381	-0,8462	-0,0350	0,4288	-0,0168	-0,0142	0,0700	-4,1572
2003	0,0533	0,2589	0,0087	0,3347	0,0485	0,0579	0,0690	1,4230
2004	-0,0176	-0,2049	-0,0159	0,6403	0,0087	0,0271	0,0549	6,3142
2005	0,0069	0,0588	-0,0069	0,3907	0,0206	0,0425	0,0457	2,2219
2006	-0,0847	-0,7976	-0,0182	0,2952	-0,0008	0,0013	0,0314	-37,4923
2007	-0,0217	-0,3661	-0,0116	0,3997	0,0148	0,0308	0,0237	1,5999
2008	-0,0792	-0,5811	-0,0057	0,4364	-0,0191	-0,0506	0,0594	-3,1107
2000-2008	<b>-0,0555</b>	<b>-0,3674</b>	<b>-0,0158</b>	<b>0,4523</b>	<b>0,0089</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0684</b>	7,7134

TACİRLER MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ KARMA FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	Yayılma Katsayısı
2000	-0,1312	-0,6933	-0,0262	0,4812	-0,0128	-0,0265	0,0910	-7,0878
2001	-0,0718	-0,3136	-0,0171	0,4008	0,0529	0,0524	0,0918	1,7365
2002	-0,0806	-0,5518	-0,0107	0,4458	0,0065	-0,0142	0,0651	10,0795
2003	0,0223	0,1490	-0,0016	0,3244	0,0378	0,0579	0,0485	1,2823
2004	0,0135	0,1780	0,0028	0,4364	0,0259	0,0271	0,0331	1,2812
2005	-0,0104	-0,1161	-0,0159	0,4537	0,0131	0,0425	0,0407	3,0980
2006	-0,0333	-0,4029	-0,0045	0,4303	0,0098	0,0013	0,0356	3,6229
2007	-0,0024	-0,0332	-0,0045	0,4556	0,0224	0,0308	0,0333	1,4903
2008	-0,0559	-0,3764	0,0048	0,4734	-0,0110	-0,0506	0,0703	-6,3785
2000-2008	<b>-0,0416</b>	<b>-0,2891</b>	<b>-0,0091</b>	<b>0,4313</b>	<b>0,0161</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0620</b>	3,8612

TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş. A TİPİ KARMA FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	Yayılma Katsayısı
2000	-0,1515	-0,6909	-0,0320	0,4282	-0,0146	-0,0265	0,0939	-6,4243
2001	-0,0598	-0,1878	-0,0073	0,2373	0,0675	0,0524	0,0755	1,1194
2002	-0,0654	-0,4155	-0,0029	0,3310	0,0207	-0,0142	0,0521	2,5157
2003	0,0139	0,0911	-0,0031	0,2301	0,0338	0,0579	0,0352	1,0395
2004	-0,0097	-0,1285	-0,0075	0,4453	0,0156	0,0271	0,0338	2,1624
2005	0,0131	0,1573	-0,0058	0,5012	0,0244	0,0425	0,0417	1,7064
2006	-0,0339	-0,4255	-0,0057	0,5181	0,0066	0,0013	0,0412	6,2289
2007	-0,0081	-0,1388	-0,0089	0,5790	0,0188	0,0308	0,0337	1,7921
2008	-0,0602	-0,4484	0,0036	0,6134	-0,0215	-0,0506	0,0823	-3,8337
2000-2008	<b>-0,0456</b>	<b>-0,2784</b>	<b>-0,0094</b>	<b>0,3764</b>	<b>0,0168</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0616</b>	3,6640

YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	Yayılma Katsayısı
2000	-0,1466	-0,6364	-0,0302	0,4318	-0,0130	-0,0265	0,0995	-7,6273
2001	-0,0596	-0,2498	-0,0171	0,5630	0,0481	0,0524	0,1344	2,7930
2002	-0,1246	-0,7994	-0,0315	0,4636	-0,0153	-0,0142	0,0722	-4,7061
2003	0,0069	0,0473	-0,0081	0,3977	0,0334	0,0579	0,0583	1,7462
2004	0,0010	0,0139	-0,0033	0,5458	0,0205	0,0271	0,0408	1,9861
2005	-0,0135	-0,1518	-0,0207	0,5436	0,0105	0,0425	0,0485	4,6085
2006	-0,0365	-0,4703	-0,0059	0,4369	0,0082	0,0013	0,0339	4,1150
2007	-0,0140	-0,2383	-0,0102	0,4787	0,0168	0,0308	0,0281	1,6749
2008	-0,0720	-0,5285	-0,0022	0,3708	-0,0113	-0,0506	0,0505	-4,4853
2000-2008	<b>-0,0481</b>	<b>-0,3250</b>	<b>-0,0132</b>	<b>0,4807</b>	<b>0,0109</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0711</b>	6,5383

### Ek 9: A TİPİ HİSSE SENEDİ FONLARIN YILLAR İTİBARIYLA DEĞERLERİ

DENİZBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,0643	-0,3883	0,0090	0,7214	0,0039	-0,0265	0,1195	30,8256
2001	-0,0463	-0,1881	-0,0106	0,6188	0,0530	0,0524	0,1523	2,8721
2002	-0,0342	-0,2212	0,0189	0,8424	0,0136	-0,0142	0,1301	9,5561
2003	-0,0134	-0,0977	-0,0218	0,5363	0,0234	0,0579	0,0737	3,1453
2004	-0,0096	-0,1223	-0,0104	0,6247	0,0140	0,0271	0,0488	3,4871
2005	0,0276	0,2884	0,0016	0,5408	0,0328	0,0425	0,0517	1,5775
2006	-0,0140	-0,1538	0,0052	0,5882	0,0159	0,0013	0,0535	3,3542
2007	-0,1568	-1,1646	-0,0206	0,1257	0,0038	0,0308	0,0169	4,4799
2008	-0,0760	-0,5610	-0,0067	0,6775	-0,0361	-0,0506	0,0918	-2,5454

2000-2008	-0,0315	-0,2203	-0,0070	0,6402	0,0138	0,0134	0,0916	6,6262
GEDİK YAT.MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	srd.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,0580	-0,3124	0,0143	0,7603	0,0062	-0,0265	0,1410	22,7407
2001	-0,1342	-0,5724	-0,0567	0,5405	0,0092	0,0524	0,1267	13,8304
2002	-0,0907	-0,5958	-0,0266	0,7805	-0,0284	-0,0142	0,1188	-4,1833
2003	0,0332	0,2283	0,0037	0,6259	0,0514	0,0579	0,0909	1,7697
2004	-0,0186	-0,2152	-0,0187	0,7265	0,0064	0,0271	0,0628	9,7478
2005	-0,0001	-0,0009	-0,0116	0,4691	0,0178	0,0425	0,0542	3,0390
2006	-0,0908	-0,8626	-0,0257	0,3784	-0,0102	0,0013	0,0399	-3,9046
2007	-0,0098	-0,1540	-0,0130	0,7598	0,0160	0,0308	0,0485	3,0267
2008	-0,0839	-0,5620	-0,0129	0,7252	-0,0454	-0,0506	0,1082	-2,3843
2000-2008	-0,0491	-0,3310	-0,0183	0,6402	0,0026	0,0134	0,0950	37,1432

T.İŞ BANKASI A.Ş. A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU								
	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,1484	-0,8547	-0,0319	0,4454	-0,0158	-0,0265	0,0774	-4,8811
2001	-0,0618	-0,2578	-0,0165	0,5078	0,0503	0,0524	0,1218	2,4212
2002	-0,0731	-0,4864	-0,0094	0,5706	0,0007	-0,0142	0,0857	121,0366
2003	0,0246	0,1753	-0,0013	0,4978	0,0428	0,0579	0,0698	1,6282
2004	-0,0115	-0,1533	-0,0133	0,7144	0,0118	0,0271	0,0535	4,5559
2005	0,0129	0,1567	-0,0100	0,8511	0,0288	0,0425	0,0699	2,4246
2006	-0,0169	-0,2174	0,0051	0,8457	0,0099	0,0013	0,0658	6,6688
2007	-0,0029	-0,0506	-0,0086	0,8354	0,0210	0,0308	0,0480	2,2795
2008	-0,0580	-0,4299	0,0059	0,7376	-0,0274	-0,0506	0,0996	-3,6375
2000-2008	-0,0353	-0,2537	-0,0085	0,5782	0,0136	0,0134	0,0805	5,9326

**TEKSTİLBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU**

	Treynor	Sharpe	jensen alfası	beta	ort.getiri	imkb getiri	std.sapma	yayılma katsayısı
2000	-0,0501	-0,2683	0,0208	0,7806	0,0111	-0,0265	0,1459	13,0957
2001	-0,0216	-0,0906	0,0067	0,8821	0,0626	0,0524	0,2106	3,3641
2002	-0,0861	-0,5606	-0,0143	0,4843	0,0007	-0,0142	0,0744	108,9142
2003	0,0059	0,0405	-0,0088	0,4137	0,0331	0,0579	0,0602	1,8210
2004	0,0048	0,0539	-0,0014	0,5805	0,0228	0,0271	0,0521	2,2866
2005	0,0431	0,4956	0,0153	0,8262	0,0535	0,0425	0,0719	1,3439
2006	-0,0219	-0,2713	0,0007	0,6954	0,0090	0,0013	0,0561	6,2653
2007	-0,0042	-0,0697	-0,0088	0,7593	0,0203	0,0308	0,0461	2,2738
2008	-0,0810	-0,5132	-0,0089	0,5959	-0,0329	-0,0506	0,0941	-2,8639
2000-2008	-0,0200	-0,1352	0,0004	0,6981	0,0200	0,0134	0,1033	5,1633

**EK:10 ENDEKS DEĞERLERİ**

YILLAR	İMKB GETİRİ	İMKB STD.SAPMA	İMKB YAYILMA KATSAYISI
2000	-0,0265	0,1577	-5,9487
2001	0,0524	0,2235	4,2608
2002	-0,0142	0,1442	-10,1341
2003	0,0579	0,1336	2,3094
2004	0,0271	0,0720	2,6532
2005	0,0425	0,0811	1,9077
2006	0,0013	0,0759	59,6820
2007	0,0308	0,0514	1,6660
2008	-0,0506	0,1311	-2,5900
2000-2008	0,0134	0,1295	9,6617