

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**BORSA YATIRIM FONLARI VE BORSA YATIRIM FONLARININ
PERFORMANSLARININ ÖLÇÜMESİ ÜZERİNE BİR
UYGULAMA**

MASTER TEZİ

**Hazırlayan
Eray ÖZDEMİR**

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN**

Ankara – 2007

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

**Eray ÖZDEMİR'e ait BORSA YATIRIM FONLARI VE BORSA YATIRIM
FONLARININ PERFORMANSLARININ ÖLÇÜMÜ ÜZERİNE BİR
UYGULAMA adlı çalışma, jürimiz tarafından İŞLETME
Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.**

(İmza)

**Başkan Prof.Dr. Metin Kamil ERCAN
Akademik Unvanı, Adı Soyadı (Danışman)**

(İmza)

**Üye Prof.Dr. Nevzat AYPEK
Akademik Unvanı, Adı Soyadı**

(İmza)

**Üye Yrd.Doç.Dr. Kürşat YALÇINER
Akademik Unvanı, Adı Soyadı**

ÖNSÖZ

Oldukça eski bir geçmişe dayanan menkul kıymet piyasaları sürekli gelişen ve değişen piyasa şartlarına ayak uydurmakta zorlanmamış ve kendini sürekli yenileyen bir yapıya sahip olduğu için ekonomik krizlerden önemli dersler çıkartmış ve alternatif finansman araçları üreterek bu krizlerin etkilerini azaltmıştır. Borsa yatırım fonları da bu krizlerden biri olan 90'ların başındaki ekonomik krize karşı piyasalara olan ilgiyi canlandırmak amacı ile çıkarılmış yatırım araçlarından biri olmuştur. 1993'te sermaye piyasaları ile tanışan borsa yatırım fonları ABD piyasalarının ekonomik krize karşı endekse dayalı katılım belgeleri modelinden geliştirdiği bir yenilik olmuştur. Borsa yatırım fonları ilk çıktığı zamanlar çok yoğun bir ilgi görmese de alternatif yatırım araçlarından biri olarak kabul görmüş ve 2000'li yıllara doğru halen devam etmekte olan hızlı bir büyüme trendine girmiştir. Bu yüzden borsa yatırım fonları son on yılın en önemli finansal buluşlarından biri olarak kabul görmektedir.

Türkiye borsa yatırım fonlarıyla 2005'te tanışmış olmasından dolayı borsa yatırım fonları Türkiye'de yeni yeni tanınıp benimsenmekte ve her geçen gün borsa yatırım fonlarına olan ilgi artmaktadır. Bunun sonucu olarak da borsa yatırım fonlarının sayısı üçü bulmuş; dördüncüsünün de piyasaya çıkartılması planlanmaktadır.

Bu çalışma borsa yatırım fonlarının hem dünyada hem de Türkiye'deki gelişimini, yapısına, özelliklerine, olumlu-olumsuz yönlerine, risklerine; Türkiye'deki performans ölçütleri bazındaki durumuna, piyasalara uyumuna dünya bazında borsa yatırım fonları üzerinde yapılan çalışmaların ışığı altında ayna tutmak amacı ile hazırlanmıştır.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
KISALTMALAR CETVELİ.....	vi
TABLolar VE ŞEKİLLER CETVELİ.....	vii
GİRİŞ.....	1
1.BÖLÜM: YATIRIM FONLARINA GENEL BAKIŞ	
1.1. Yatırım Fonlarının Tanımı ve Özellikleri.....	2
1.2. Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi , Dünya ve Türkiye Yatırım Fonu Piyasasının Durumu.....	4
1.2.1 Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi.....	4
1.2.2. Dünya ve Türkiye Yatırım Fonu Piyasasının Durumu.....	5
1.3. Yatırım Fonlarının İşleyişi.....	6
1.4. Yatırım Fonlarının Türleri.....	9
1.4.1. Fon Pay Sayısının Değişilebilirliğine Göre Yatırım Fonları.....	10
1.4.2. Portföy Yapılarına Göre Yatırım Fonları.....	10
1.5. Türkiye’de Yatırım Fonları.....	14
1.5.1. Yasal Çerçeve.....	14
1.5.2. Türkiye’de Yasal Çerçevadaki Fon Tipleri ve Türleri.....	15
2. BÖLÜM : BORSA YATIRIM FONLARINA GENEL BAKIŞ	
2.1. Borsa Yatırım Fonu Nedir?.....	19
2.2. Borsa Yatırım Fonlarının Özellikleri.....	21
2.3. Borsa Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi ve Dünyanın Bazı Önemli Borsa Yatırım Fonu Piyasalarının Gelişimi.....	22
2.3.1. Borsa Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi ve Dünya Piyasalarındaki Genel Durumu.....	23
2.3.2. Dünyanın Bazı Önemli Borsa Yatırım Fonu Piyasalarının Gelişimi.....	27

2.3.2.1. ABD Borsa Yatırım Fonu Piyasası.....	27
2.3.2.2. Avrupa Borsa Yatırım Fonu Piyasası.....	32
2.3.2.3. Asya-Pasifik ve Gelişmekte Olan Borsa Yatırım Fonu Piyasaları.....	35
2.4. Borsa Yatırım Fonlarının İşleyiş Esasları.....	37
2.5. Borsa Yatırım Fonlarının Türleri.....	42
2.6. Borsa Yatırım Fonlarının Avantajları-Dezavantajları ve Diğer Yatırım Araçlarına Göre Farkları.....	44
2.6.1. Borsa Yatırım Fonlarının Avantajları.....	44
2.6.2. Borsa Yatırım Fonlarının Dezavantajları.....	46
2.6.3. Borsa Yatırım Fonlarının Diğer Yatırım Araçlarından Farkları.....	48
2.7. Borsa Yatırım Fonlarının Riskleri.....	50
2.8. Türkiye’de Borsa Yatırım Fonları Piyasasının Durumu.....	53
2.9. Türkiye’de Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Vergilendirme Esasları.....	58
3. BÖLÜM : BORSA YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ÖLÇÜM YÖNTEMLERİ	
3.1. Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Getiri Ve Risk Kavramları..	62
3.1.1. Getiri Oranının Hesaplanması.....	62
3.1.2. Risksiz Faiz Oranı.....	62
3.1.3. Piyasa Getirisi (Gösterge Endeksi/Portföyü).....	63
3.1.4. Risk.....	63
3.2. Performans Ölçüm Teknikleri.....	65
3.2.1. Toplam Riski (Standart Sapmayı) Esas Alan Performans Ölçüm Teknikleri.....	65
3.2.1.1. Sharpe Oranı.....	66
3.2.1.2. M ² Performans Ölçütü.....	67
3.2.1.3. Değişim Katsayısı.....	68
3.2.2. Sistemik Riski (Betayı) Esas Alan Performans Ölçüm Teknikleri.....	69

3.2.2.1.Treynor Performans Ölçütü.....70

3.2.2.2. Jensen Performans Ölçütü (Jensen Alfasi).71

4. BÖLÜM : BORSA YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ÖLÇÜMÜ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

4.1. Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Bugüne Kadar Yapılan Analiz Çalışmaları ve Sonuçları.....	74
4.2. Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Performans Ölçümünün Amaçları ve Değerlendirme Noktaları.....	79
4.3. Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Performans Ölçümü Veri Tabanının Oluşturulması.....	80
4.3.1. Getiri Oranının Hesaplanması.....	81
4.3.2 Risksiz Faiz Oranı.....	82
4.3.3. Piyasa Getirisi (Gösterge Endeksi/Portföyü).....	82
4.4. Borsa Yatırım Fonlarının Performans Ölçüm Sonuçları.....	82
4.4.1. Borsa Yatırım Fonlarının ve Gösterge Endekslerinin Ortalama Getiri ve Risk Değerlerinin Karşılaştırılması.....	83
4.4.2. Borsa Yatırım Fonlarının ve Gösterge Endekslerinin Sharpe Oranı Değerlerinin Karşılaştırılması.....	84
4.4.3. Borsa Yatırım Fonlarının ve Gösterge Endekslerinin M ² Performans Ölçütü Değerlerinin Karşılaştırılması.....	85
4.4.4. Borsa Yatırım Fonlarının ve Gösterge Endekslerinin Değişim Katsayısı Değerlerinin Karşılaştırılması.....	86
4.4.5. Borsa Yatırım Fonlarının ve Gösterge Endekslerinin Treynor Performans Ölçütü Değerlerinin Karşılaştırılması.....	87
4.4.6. Borsa Yatırım Fonlarının ve Gösterge Endekslerinin Jensen Alfasi Değerlerinin Karşılaştırılması.....	88
4.4.7. Borsa Yatırım Fonlarının Performans Analizlerinin Toplu Olarak Değerlendirilmesi.....	89
4.4.8. Borsa Yatırım Fonlarının Portföyündeki Hisselerin Ağırlık Oranlarının Değişiminin Getiri Üzerine Etkisi.....	93

SONUÇ VE ÖNERİLER.....	96
KAYNAKÇA.....	99
ÖZET.....	104
ABSTRACT.....	105

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BYF	: Borsa Yatırım Fonu
BMD DJIM	: Bizim Menkul Değerler Dow Jones Islamic Market Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu
F. DJIST	: Finansbank Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu
F. NFIST	: Finansbank Dow Jones Non-Financial İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu
NYSE	: New York Stock Exchange
IMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SEC	: Securities and Exchange Commission
UCITS	: Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities
XTF	: Extra Funds

TABLolar VE ŞEKİLLER CETVELİ

Şekil 1 : Yatırım Fonlarının İşleyiş Zinciri

Şekil 2 : Dünyadaki Bütün Borsa Yatırım Fonlarının Yıl Sonları İtibari ile 30.06.2006 Sonuna Kadar Yıllara Göre Toplam Değeri

Şekil 3 : Dünyadaki Bütün Borsa Yatırım Fonlarının Yıl Sonları İtibari ile 2006 Yılı Haziran Ayı Sonuna Kadar Yıllara Göre Toplam Miktarı

Şekil 4 : ABD'deki Bütün Borsa Yatırım Fonlarının Yıl Sonları İtibari ile 2006 Yılı Temmuz Ayı Sonuna Kadar Yıllara Göre Toplam Değeri

Şekil 5: Borsa yatırım fonlarının oluşturulma ve geri alma işlemleri

Şekil 6: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Aylık Net Aktif Değer Toplamı Değişimi Grafiği

Şekil 7: Sermaye Piyasası Doğrusu (a ve b fonlarının ve piyasanın-M-risksiz getiriyi aşan gelir ve toplam risk grafiği)

Şekil 8: Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu (a ve b fonlarının ve piyasanın-M-risksiz getiriyi aşan gelir ve sistematik risk grafiği)

Şekil 9: Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu (fon a'nın risksiz getiriyi aşan gelir ve sistematik risk grafiği)

Şekil 10: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Toplu Performans Ölçüm Grafiği

Tablo 1 : Yıl Sonları İtibari ile Yıllara Göre ABD Piyasalarında İşlem Gören Borsa Yatırım Fonlarının Toplam Sayısı

Tablo 2: Oluşturma ve Geri Alma Süreci Özet Tablosu

Tablo 3: Yatırım Araçlarını Karşılaştırma Tablosu

Tablo 4: Borsa Yatırım Fonları ile Endeks Fonların Fon ve Hissedar Seviyesindeki Detaylı Maliyet Tablosu

Tablo 5: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Aylık Miktar-Net Aktif Değer Toplamı Tablosu

Tablo 6: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonları, IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerinin Yarım Haftalık Getiri, Standart Sapma ve Beta Değerleri Tablosu

Tablo 7: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonları, IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerinin Sıralı Sharpe Oranı Değerleri Tablosu

Tablo 8: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonları, IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerinin Sıralı M² Ölçütü Değerleri Tablosu

Tablo 9: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonları, IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerinin Sıralı Değişim Katsayısı Değerleri Tablosu

Tablo 10: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonları, IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerinin Sıralı Treynor Ölçütü Değerleri Tablosu

Tablo 11: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonları, IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerinin Sıralı Jensen Alfası Değerleri Tablosu

Tablo 12: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Toplu Performans Ölçüm Sonuçları Tablosu

Tablo 13: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Aylık Getiri, Takip Ettikleri Endeksin Aylık Değişimi, Endeks İzleme Hata Oranı (Tracking Error), Portföydeki Hisselerin Aylık Ağırlık Değişim Yüzdesel Oranı Tablosu

GİRİŞ

Borsa yatırım fonları ilk olarak 1993 yılında sermaye piyasaları ile tanışan, ABD piyasalarının endekse dayalı katılım belgeleri modelinden geliştirdiği bir yenilik olmuştur. İlk piyasaya çıktığında çok ilgi görmese de 1999'dan günümüze kadar büyük ilgi gören borsa yatırım fonlarının Türkiye'de ilk örneği 2005 yılında işlem görmeye başlamıştır.

Bu çalışmada ilk olarak dünyada ve Türkiye'de yatırım fonlarının genel yapısı, günümüze kadar olan gelişimi, yasal yapısı incelenecektir.

Bu çalışmanın diğer bölümünde dünyada ve Türkiye'de borsa yatırım fonlarının gelişim süreci, özellikleri, türleri, avantajları, dezavantajları, yasal çerçevesi ve riskleri incelenilip diğer yatırım araçları ile karşılaştırılması yapılacaktır.

Bu çalışmanın uygulama bölümünde ise Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının performansları ölçülerek gösterge endeksleri ile karşılaştırılacak; borsa yatırım fonlarının performans açısından nerede durduğu, piyasaya uyumu incelenecektir. Ayrıca Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının portföyüne yapılan aktif müdahaleler incelenip borsa yatırım fonlarının getirisine etkisi olup olmadığı ve bu müdahalelerin nasıl bir etki yarattığı değerlendirilecektir.

1. BÖLÜM : YATIRIM FONLARINA GENEL BAKIŞ

Bu bölümde bir kolektif yatırım aracı olan yatırım fonlarının tanımı, özellikleri, türleri, dünyadaki ve Türkiye'deki gelişimi incelenecektir.

1.1. Yatırım Fonlarının Tanımı ve Özellikleri

Yatırım fonları Sermaye Piyasası Kanununun 37. maddesinde: Halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inanca dayalı mülkiyet esaslarına göre; sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı olarak tanımlanmıştır¹. Yatırım fonlarının portföyünü oluşturabilecek mal varlıkları Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VII No.10 sayılı tebliğinde detaylı olarak belirtilmiştir. Bu varlıklar:

a. Türkiye'de kurulan, özelleştirme kapsamına alınanlar da dahil, ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu borçlanma senetleri;

b. Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkındaki 32 sayılı karar hükümleri çerçevesinde alım satımına izin verilen başka ülkelere ait hisse senetleri, özel ve kamu borçlanma senetleri;

c. Uluslararası ve ulusal piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları;

¹ Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği Seri:VII No.10: Resmi Gazete, 19.12.1996, S:22852

d. Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri gibi sermaye piyasası araçlarıdır.

Yatırım fonlarının en önemli özellikleri şunlardır:

- Yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur ve mal varlığı kurucunun mal varlığından ayrıdır.
- Fon katılma belgeleri gerçek ve tüzel kişilerin fondaki haklarını gösteren belgelerdir.
- Yatırım fonlarının mal varlıklarının korunmasından ve fonların katılımcıların haklarını koruyacak bir şekilde yönetilip yönetilmediğinin (riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre) denetlenmesinden kurucu sorumludur.
- 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.

1.3. Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi , Dünya ve Türkiye Yatırım Fonu Piyasasının Durumu

Yatırım fonları da dünya piyasalarına yayılmadan önce her yatırım aracı gibi belirli gelişmelerle bugüne kadar gelmiş çağın ihtiyaçlarına uygun bir şekilde menkul kıymet piyasalarındaki yerini almıştır. Bu da yatırım fonlarını geçerli yatırım araçlarından biri yapmıştır.

1.2.1. Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi

İlk yatırım fonu Belçika'da Kral 1. Guillaume tarafından "Societe de Belgique" adı ile içinde riski dağıtma ilkesini barındıran bir sözleşme ile kurulmuştur (Draut gibi bazı yazarlar bunun sadece bir sözleşme olduğunu savunmuştur)².

Günümüz yatırım fonu yapısına en uygun ilk fon ise 1924'te ABD Boston'da kurulmuş ve 1926 yılından itibaren hızla gelişmiştir. ABD'de 1940'lı yıllarda "Investment Company Act" ve "Revenue Act" yasalarının yürürlüğe girmesi ile yatırım fonu sektörü büyük gelişme göstermiş ve bu gelişmeyi açık uçlu fonların da piyasaya girmesi takip etmiştir.

Avrupa'da ise ilk yatırım fonu 1930 yılında İngiltere'de kurulmuştur. Bunu 1938 yılında İsviçre, 1950 yılında Alman, 1957 yılında Fransız yatırım fonları izlemiştir.

² YASAMAN, Hamdi: İsviçre ve Fransız Hukuklarında Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulama Alanları, İ.Ü. Yayınları, İstanbul, 1980, s.36

Türkiye’de yatırım fonlarına ilişkin ilk yasal düzenleme 28.07.1981 gün ve 2499 Sermaye Piyasası Kanunu’nun 37 ve 38. maddelerinde ve buna bağlı olarak seri:7 No:10 “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile yapılmıştır³. Tüm bu gelişmelere rağmen ilk yatırım fonu Sermaye Piyasası Kurulu’nun 1986 yılında gerekli yasal özellikleri içeren ve yol gösterici özellikte olan yatırım fonları içtüzüğünü çıkarmasından sonra 1987’de kurulmuştur⁴.

1.2.2. Dünya ve Türkiye Yatırım Fonu Piyasasının Durumu

Sermaye piyasalarının en çok kullanılan yatırım araçlarından biri olan yatırım fonlarının tüm dünya çapındaki toplam miktarı 2005 yıl sonu itibari ile 56,863 adeti ; tüm dünya çapındaki yatırım fonlarının toplam değeri 17,771 milyar Dolar’ı bulmuştur⁵.

Bu fonların dünyadaki önemli piyasalardaki ve Türkiye’deki dağılımı ise Investment Company Institute Mutual Fund Fact Book (2006) verilerine göre şöyle olmuştur:

- Dünya çapındaki yatırım fonlarının toplam değer olarak neredeyse %50’si ABD’ye aittir. Rakam olarak ifade edersek ABD’deki tüm yatırım fonlarının sayısı 2005 yıl sonu itibari ile 7,977 adetken bu fonların toplam değeri 8,905 milyar Dolar’dır.

³ TANÖR, Reha : Türk Sermaye Piyasası, Beta Yayınları, İstanbul, 1999, s.194

⁴ TEVFİK, Gürman: Dünya’da ve Türkiye’de Yatırım Fonları, T.İş Bankası Yayınları, İstanbul, 1995, s.1

⁵ INVESTMENT COMPANY INSTITUTE: Mutual Fund Fact Book, Washington, 2006, s.114-115

- Avrupa ise dünya yatırım fonu piyasasında %34'lük bir paya sahiptir. Avrupa genelinde tüm yatırım fonlarının sayısı 2005 yıl sonu itibari ile 30,053 adetle ABD'den yüksek olmasına rağmen bu fonların toplam değeri 6,002 milyar Dolar'dır.
- Asya ve Pasifik piyasaları dünya yatırım fonu piyasasındaki %11'lik bir paya sahiptir. Asya ve Pasifik piyasaları genelinde tüm yatırım fonlarının sayısı 2005 yıl sonu itibari ile 12,427 adettir ve bu fonların toplam değeri 1,939 milyar Dolar'dır.
- Türkiye'deki yatırım fonlarının toplam sayısı 2004 yılı sonunda 240 iken 2005 yılı sonunda 268'e yükselmiş; bu fonların toplam değeri ise 2004 yılı sonunda 18,112 milyon Dolar'dan 2005 yılı sonunda 21,749 milyon Dolar'a yükselmiştir.

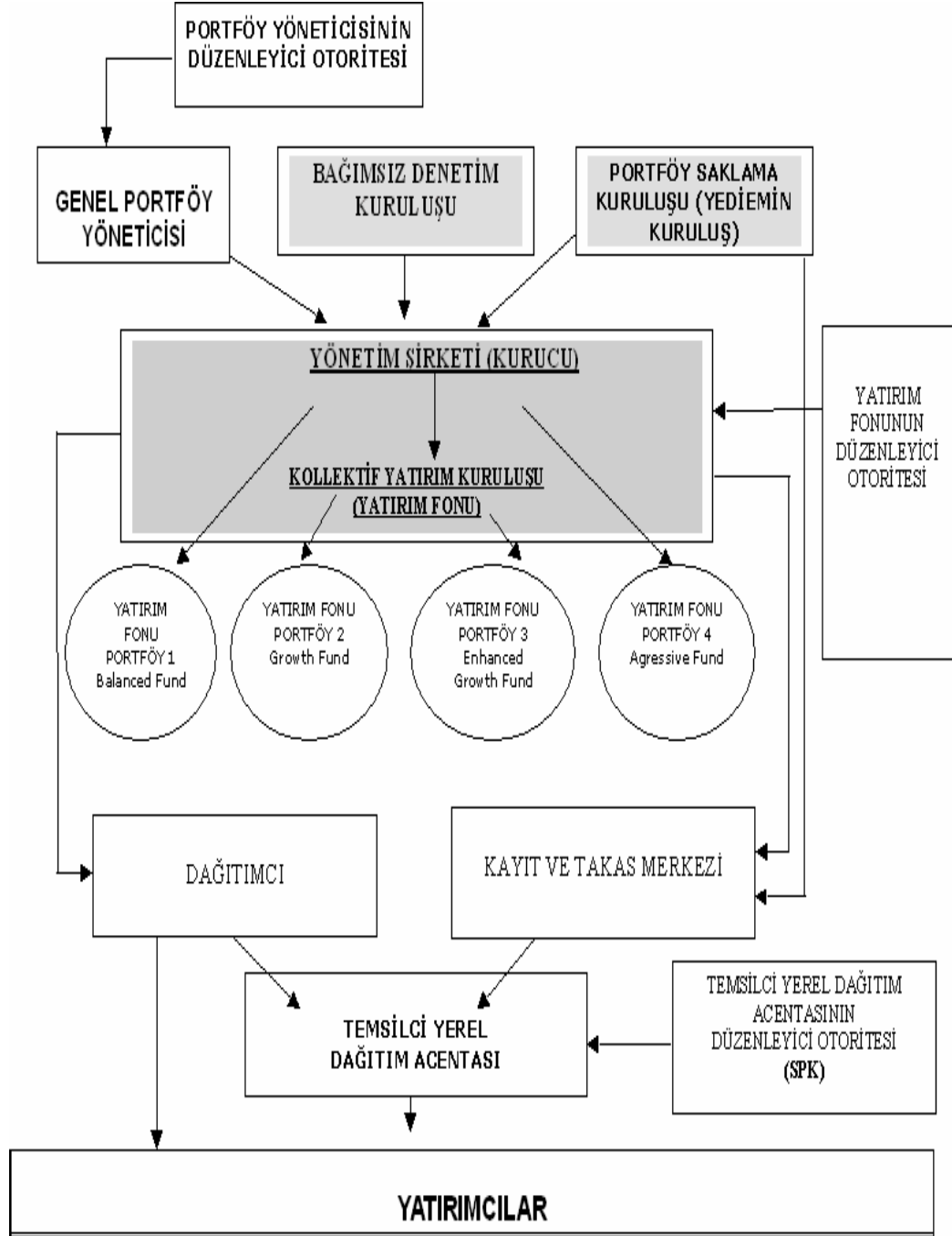
1.4. Yatırım Fonlarının İşleyişi

Yatırım fonlarının işleyişi sürecinde dört taraf vardır:

- Fonu kuran, ihraç eden, fonun her türlü işlemlerinden dolayı ortaklara ve düzenleyici kurumlara karşı sorumlu olan ve fon yönetimini atayan kurucu;
- Kurucu tarafından atanan ve fonu amaçlarına uygun olarak yönetmekle sorumlu olan portföy yöneticisi;

- Fonun portföyündeki varlıkları saklayan ve bu varlıklara bağılı olarak ortaya çıkan faiz, temettü gibi gelirleri tahsil eden saklayıcı kuruluş (takasbank) ve
- Fona iştirak eden gerçek ve tüzel kişilerden oluşan tasarruf sahipleri.

Yatırım fonlarının işleyiş zinciri aşağıda şekil 1'de detaylı olarak gösterilmiştir:



Şekil 1 : Yatırım Fonlarının İşleyiş Zinciri

Kaynak : www.spk.gov.tr, Giriş Tarihi: 09.05.2006

Yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına göre iki yöntemle kurulabilmektedir: Nakit yöntemi ve tahsis yöntemi⁶:

Nakit yönteminde 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.

Tahsis yönteminde ise 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.

1.5. Yatırım Fonlarının Türleri

Yatırım fonları uluslararası piyasalarda çeşitli kriterlere göre sınıflandırılmıştır. Bu kriterler içinde uluslararası piyasalarda geçerli olan ve en çok kullanılan kriterler, fon pay sayısının değişebilirliğine göre yapılan sınıflandırma ile portföy yapılarına göre yapılan sınıflandırmadır⁷.

⁶ SARIKAMIŞ, Cevat: Sermaye Pazarları, Alfa Yayınları 3.Basım, İstanbul, 1998, s.121

⁷ INVESTMENT COMPANY INSTITUTE: Mutual Fund Fact Book, Washington, 2006, s.19-20

1.4.1. Fon Pay Sayısının Değişilebilirliğine Göre Yatırım Fonları

a. Açık Uçlu (open-ended) Yatırım Fonları: Bu fonlar, ihraç edilen katılma belgelerinin yatırımcının talebi doğrultusunda geri alındığı ve yeniden satılabildiği; tedavülde bulunan pay sayısı yatırımcıların talebine bağlı olarak sürekli değişen fonlardır. Açık uçlu yatırım fonlarının diğer kapalı uçlu yatırım fonlarına göre yatırımcılara getirdiği en önemli avantajlar⁸: Bu fonların katılma belgelerinin fon kurucusundan veya fonun satış temsilcilerinden kolayca alınabilmesi, fonun alındığı yerlere kolayca geri satılabilmesi, sermayelerinin değişebilir nitelikte olabilmesi, bu fonların likit olması ve alım satım işlemlerinin günlük olarak hesaplanan Net Varlık Değeri üzerinden yapılabilmesidir.

b. Kapalı Uçlu (closed-ended) Yatırım Fonları: Bu fonlar, tedavüldeki pay sayısının yatırımcının talebine bağlı olmadığı dolayısıyla sabit olduğu yatırım fonlarıdır. Kapalı uçlu fonların katılma belgelerinin fon tarafından ihracından sonra alım satım işlemleri belirli borsalarda yapılır. Bu yüzden fon katılım belgelerinin fona geri satılamadığından piyasadaki pay sayısı değişmez. Bu fonların fiyatı arz ve talebe göre belirlenir.

1.4.2. Portföy Yapılarına Göre Yatırım Fonları

Bu sınıflandırmada fon türleri portföyünde bulunan menkul kıymetler göre isimlendirilirler. Bu sınıflandırmada yatırım fonları altıya ayrılır: Hisse

⁸ AYAYDIN,Aydın: Yatırım Fonları Performans Değerlendirmesi, İstanbul, Cem Ofset Yayınları, 1993, s.17

senedi fonları, tahvil fonları, para piyasası fonları, karma fonlar, esnek portföy fonları ve kıymetli maden/altın fonları.

a. Hisse Senedi Fonları: Portföylerinin tamamını veya büyük kısmını yerli ve/veya yabancı hisse senetlerinin oluşturduğu yatırım fonlarıdır. Hisse senedi fonları kendi içerisinde de belirli gruplara ayrılır:

- Belli sektördeki hisse senedine yatırım yapan sektör fonları,
- Yeni veya hızlı büyüyen şirketlerin fonlarına yatırım yapan büyüyen şirket fonları,
- Sermayeleri küçük olan şirketlerin hisse senedine yatırım yapan küçük şirket fonları,
- Kötü durumda olan veya yeni faaliyete geçmiş, patlama yapması beklenen şirketlerin hisse senetlerinden oluşan atak büyüme fonları,
- Temettü geliri açısından iyi bir geçmişe sahip şirketlerin hisse senetlerinden oluşan hisse senedi gelir fonları,
- Temettü gelirinden ziyade sermaye kazancı sağlamak amacıyla güçlü ve hisse değeri düzenli artan şirketlerin hisse senetlerinden oluşan büyüme fonları,

- Hisse değeri düzenli olarak artmasının yanında düzenli temettü ödeme gücüne sahip Şirketlerin hisse senetlerinden oluşan büyüme ve gelir fonları,
- Yabancı ülkelerdeki firmaların hisse senetlerine yatırım yapan uluslararası hisse senedi fonları
- Endekslerde bulunan tüm Şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan endeks fonları ve
- Belirli bir endeks sepeti oluşturacak Şirketlerin hisselerinden oluşan borsalarda hisse senedi gibi işlem gören borsa yatırım fonları

b. Tahvil Fonları: Portföylerinin tamamını veya büyük bir kısmını tahvil ve bono gibi sabit getirili menkul kıymetlerin oluşturduğu yatırım fonlarıdır. Tahvil fonları bünyesinde barındırdığı tahvil çeŐitlerine göre çeşitli isimler alabilir:

- Kredi derecesi yüksek (AAA-BBB arası) tahvillerden oluşan yüksek kaliteli Şirket tahvil fonları,
- Şirket tahvillerinden oluşan Şirket tahvil fonları,
- Kredi derecesi BB ve aŐaęısı tahvillerden oluşan yüksek getirili tahvil fonları,

- Hem şirket ve hem de devlet tahvillerine yatırım yapan tahvil gelir fonları,
- Devlet tahvillerinden oluşan devlet tahvili fonları,
- Uluslararası tahvillerden oluşan uluslararası tahvil fonları,
- Mahalli idarelerin çıkardığı tahvillerden oluşan mahalli tahvil fonları,
- Hisse senedine çevrilebilir tahvillerden oluşan çevrilebilir tahvil fonları.

c. Para Piyasası Fonları: Portföylerinin tamamını veya büyük bir kısmını kısa vadeli para piyasası araçlarının oluşturduğu yatırım fonlarıdır. Bu fonlar daha çok hükümetler, belediyeler ve şirketler tarafından ihraç edilen 90 gün ve daha az vadeli araçlar, mevduat sertifikaları, finansman bonoları gibi kısa vadeli ve yüksek kaliteli menkul kıymetleri portföyüne almaktadır⁹.

d. Karma Fonlar: Portföyleri değişebilen oranlarda hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler, para piyasası araçları ve türev araçlarından oluşan yatırım fonlarıdır. Bu fonlarda amaç riski geliri çok düşürmeden azaltmaktır. Portföyünde hem hisse senedi hem de tahvil bulunduran dengeli fonlar da bu kategoriye giren yatırım fonlarındandır.

⁹ KILIÇ, Saim: Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi, Ankara, İMKB Yayınları, 2002, s.12

e. Esnek Portföy Fonları: Piyasa şartlarına bağılı olarak portföyün tamamını hisse senetlerine veya tahvillere veya da para piyasası araçlarına yatırıldığı yatırım fonlarıdır.

f. Kıymetli Maden/Altın Fonları: Portföylerinin en az üçte ikisi altın, gümüş ve diğere değerli madenlerle ilgili menkul kıymetlerin oluşturduğu fonlardır.

1.6. Türkiye’de Yatırım Fonları

Türkiye’deki yatırım fonlarının gelişimi dünyadaki gelişimine bakıldığında oldukça kısa sayılabilecek bir süreçte olmuştur. Ama bu Türkiye’deki yatırım fonları piyasalarının dünya yatırım fonu piyasasına ayak uydurmasını engelleyememiş ve bu konuda dünya piyasalarındaki prosedüre ayak uyduracak düzenlemeler yapılmıştır.

1.5.1. Yasal Çerçeve

Yatırım fonlarının içeriğı, 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 Tebliğı’ ile düzenlenmiştir.

Bu tebliğde geçen yatırım fonu bölümün başında da değinildiği gibi halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek üzere kurulan malvarlığıdır.

Yukarıda adı geçen tebliğe göre, tebliğde belirlenmiş esaslara uyan ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından aranacak nitelikleri taşıyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı kanunun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar Sermaye Piyasası Kurulu izniyle yatırım fonu kurup işletebilirler.

Sermaye Piyasası Kanununa göre yatırım fonlarında inançlı mülkiyet esası benimsenmiş; güvene dayalı işlem yapma ve bir hakkın veya herhangi bir şeyin yönetilmesi, kullanımı ve riskin dağıtımını ilkesi kabul edilmiştir¹⁰.

Türkiye’de yatırım fonlarının kurulmasında tahsis yöntemi benimsenmiştir.

1.5.2. Türkiye’de Yasal Çerçevedeki Fon Tipleri ve Türleri

Mevcut sermaye piyasası mevzuatına göre yatırım fonları iki farklı tipte ve fon portföyündeki menkul kıymet oranlarına göre farklı türlerde kurulabilmektedir.

¹⁰ SARITAŞ, Hakan: Yatırım Fonlarının Performans Değerlemesi: Alternatif Bir Yatırım Aracı Olarak Endeks Fonları, 9 Eylül Ü.Yayımlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 2001, s:61

Fon içtüzüklerinde belirtmek koşuluyla fon portföy değerinin aylık ortalama bazda en az %25'i sürekli olarak, mevzuata göre özelleştirme kapsamındaki Kamu İktisadi Teşebbüsleri de dahil olmak üzere Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırılmış fonlara A tipi; diğerleri yani fon portföy oluşumunda herhangi bir sınırlama olmayan fonlar ise B tipi yatırım fonu olarak adlandırılır.

Yatırım fonlarına ilişkin esaslar tebliğinin 5. maddesine göre yatırım fonları portföy yapılarına göre 14 değişik şekilde aşağıdaki türlerde kurulabilir:

- a. Fon portföyünün en az %51'i devamlı olarak;
 - Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil 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',
 - Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar 'Altın Fonu',
- b. Fon portföyünün en az 80'i devamlı olarak;
- Endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasında %90 korelasyon olacak şekilde endeks kapsamındaki menkul kıymetlerden oluşan fonlar 'Endeks Fon' ve
 - Yapısında bir endeksi oluşturan hisse senetleri bulunan ve bu endekse fonun getirileri arasında en az %90 korelasyonu koruyacak şekilde borsada hisse senedi gibi işlem gören 'Borsa Yatırım Fonu'
- 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',
 - Vadesine 90 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlar 'Likit Fon',

- Portföy sınırlamaları ile yukarıdaki fon türlerinden herhangi birine dahil olmayan fonlar 'Değişken Fon',
- Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi ve veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar 'Özel Fon'.

2. BÖLÜM : BORSA YATIRIM FONLARINA GENEL BAKIŞ

Bu bölümde borsa yatırım fonlarının tanımı, kapsamı, gelişimi, yasal konjonktürü, dünya piyasalarındaki durumu, işleyişi, yapısı incelenecektir. Türkiye'deki borsa yatırım fonu piyasasının gelişimi de ayrıca ele alınacaktır.

2.1. Borsa Yatırım Fonu Nedir?

Borsa yatırım fonu kendine özgü (spesifik) bir endeks oluşturacak şekilde bu endeksteği hisse senetlerine yatırım yapan, gün boyunca hisse senedi gibi alınıp satılabilen ve işlem gören bir yatırım fonu türüdür. Endeks fon ile hisse senedinin melezi gibi de düşünülebilir¹¹. Bu bakımdan borsa yatırım fonları, yatırım fonları ile hisse senetlerinin avantajlarını bir araya getiren yatırım aracıdır.

Borsa yatırım fonları; özel endekslere dayanan ve bu endekslerdeki menkul kıymetleri bünyesinde barındırmasının yanı sıra bu endekslerin finansal bir araç olarak kullanılmasını sağlayan, katılım belgelerinin menkul kıymet borsalarında hisse senedi gibi işlem gören açık uçlu yatırım fonları olarak tanımlanabilir.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: VII 23 No'lu Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde Borsa yatırım fonu tanımı ise şöyledir: Katılma belgeleri borsa pazarlarında işlem gören, fonun oluşturulma sürecine

doğrudan katılan yetkilendirilmiş katılımcıların fon portföyünün kompozisyonunu yansıtacak şekilde, portföyde yer alan menkul kıymet ve nakdi bir araya getirerek karşılığında fon katılma belgesi alabildiği ya da söz konusu kurumların en az asgari işlem birimine tekabül eden fon katılma belgelerini saklamacı kuruluşa iade edip karşılığında fonun içindeki menkul kıymetlerin payına düşen kısmını alabildiği, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır¹².

Yukarıda adı geçen tebliğe göre borsa yatırım fonlarının oluşturulmasında, portföyünün en az %80'i devamlı olarak baz alınan ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından uygun görülen bir endeks kapsamındaki menkul kıymetlerden oluşması ve baz alınan endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısının en az %90 olması zorunludur.

A tipi fonlar olan borsa yatırım fonları endeks takip etmek için iki tane strateji kullanmaktadır: Kopyalama ve temsili örnekleme¹³:

Kopyalamada borsa yatırım fonları takip ettikleri endeksin içeriğini bire bir kopyalar; endeksin içindeki hisse senetlerini endeksle aynı ağırlıkta bünyesinde barındırır.

Temsili örneklemede ise genelde endeksleri bire bir kopyalamanın zor olduğu durumlarda izlenen bir stratejidir. Özellikle yüzlerce hisseyi bünyesinde barındıran, likiditesi az olan endeksleri kopyalamak zordur. Bu yüzden bazı borsa yatırım fonları takip ettikleri endekslerin içindeki hisselerle endeksle aynı ağırlıkta olmasa da endeks yapısını ve karakteristiğini bozmadan oluşturulan endeksten örneklenmiş portföyler oluştururlar.

¹¹ <http://www.trustnet.com/help/eft>: ETF Education Guide: Giriş Tarihi: 03.03.2006

¹² Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği Seri:VII No.23: Resmi Gazete, 13.04.2004, S:25432

¹³ HEHN, Elisabeth (Editor) : Exchange Traded Funds; Bölüm: HEHN, Elisabeth: ETFs- A Leading Financial Innovation: Springer Yayınevi, Berlin 2005, s.9

2.2. Borsa Yatırım Fonlarının Özellikleri

Borsa yatırım fonlarının en önemli özellikleri şunlardır:

- Portföyündeki menkul kıymet çeşitliliği sayesinde riski düşük bir yatırım aracı olması,
- Borsa yatırım fonları çoğunlukla açık uçlu fon olduğu için¹⁴ açık uçlu fonların özelliklerini de barındırması,
- Yatırımcının tek bir elden ve daha düşük maliyetlerle (bu endekste hisse senetlerini tek tek toplamanın maliyeti oldukça yüksektir) çok sayıda ve çeşitli hisse senedinden oluşan bir portföye sahip olmasını sağlaması,
- Baz aldığı endeksi fiyat ve performans açısından çok yakından yansıtması ve endeksin tek bir hisse senedi gibi borsa kanalı ile gerçek zamanlı olarak alınıp satılabilmesine olanak sağlaması,
- Oluşturulma ve geri alınma işlemlerinin aynı olarak yapılabilmesi,
- Hisse senedi gibi gün boyunca anlık değişen işlem fiyatları ile alınıp-satılabilmesi, işlem görebilmesi, açığa satılabilmesi ve marjlı işlem görebilmesi,

¹⁴ INVESTMENT COMPANY INSTITUTE: Mutual Fund Fact Book, Washington, 2006, s.28

- Portföy içeriklerinin her işlem günü kamuya açıklanması dolayısıyla şeffaf bir fon olması,
- Fiyatlandırılmasında net aktif değerin kullanılması ve anlık işlem fiyatı ile işlem görebilmesi,
- Sadece bir endeks takip edildiği için minimum düzeyde yönetim ve çok az sayıda işlem yapılması nedeniyle pasif yönetim esasına göre yönetilmesi, bunun sonucu olarak da yönetim giderlerinin düşük olması,
- Piyasadaki arz-talep durumuna göre fon hisselerinin kolayca artırılıp-azaltılabilme mekanizmasına sahip olmasıdır.

2.3. Borsa Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi ve Dünyanın Bazı Önemli Borsa Yatırım Fonu Piyasalarının Gelişimi

Bölümün bu kısmında dünyada ve piyasalar bazında borsa yatırım fonların gelişimi ve bu piyasalardaki durumları en güncel haliyle ele alınıp bu piyasalardaki borsa yatırım fonlarına ilişkin diğer özellikler ele alınacaktır .

2.3.1. Borsa Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi ve Dünya Piyasalarındaki Genel Durumu

Borsa yatırım fonlarının temelini atan ilk gelişme ABD’de 70’lerin sonu ve 80’lerin başında portföy ticaretinin ortaya çıkmasıydı. Bu o zamanki piyasa koşullarında portföy ticareti veya program ticareti olarak adlandırılmıştı¹⁵. Bu ticaret genelde S&P 500’ün tüm hisseleri ile sadece büyük bir yatırım firması tarafından yapılıyordu. Elektronik ve bilişimdeki hızlı gelişmelerin yanında talebin de artmasıyla birlikte portföy ticareti hızla yayılmaya, kapsamını genişletmeye başladı.

Tüm bu gelişmelerin ardından 1989 yılında Kanada’da Toronto 35 endeksini 1/10 değeri ile takip eden TIP 35 (Toronto Index Participation Fund) ismiyle piyasaya çıkan endeks katılım fonu tam anlamıyla bir borsa yatırım fonu olmasa da borsa yatırım fonu fikrinin gelişimini sağlayan bir yatırım fonu oldu.

Gerçek anlamda ilk borsa yatırım fonu ise ABD’de 1993 yılında piyasaya çıkan Standart & Poor’s 500 Depository Receipts (Spider) oldu¹⁶.

Borsa yatırım fonları 1998 yılına kadar pek popülerleşemese de 1999’dan sonra popülerleşmeye başlamış asıl patlamasını 2000-2001 yıllarında yapmış ardından dünyaya yayılmıştır. ABD ve Kanada’da popülerliği artan borsa yatırım fonları diğer kıtalardaki piyasaların da ilgisini çekmeye başladı. Bunun sonucu olarak da Asya kıtasında 1999 yılında Hong Kong Tracker Fund, kıtanın ilk borsa yatırım fonu oldu. Bunu 2000 yılında Avrupa’nın ilk yatırım fonu olan Euro STOXX 50 izledi (Hatta Almanya’da

¹⁵ GASTINEAU, Gary L. : Exchange-Traded Funds: Introduction, The Journal Of Portfolio Management, Vol:27, Spring 2001, No:3, s:88

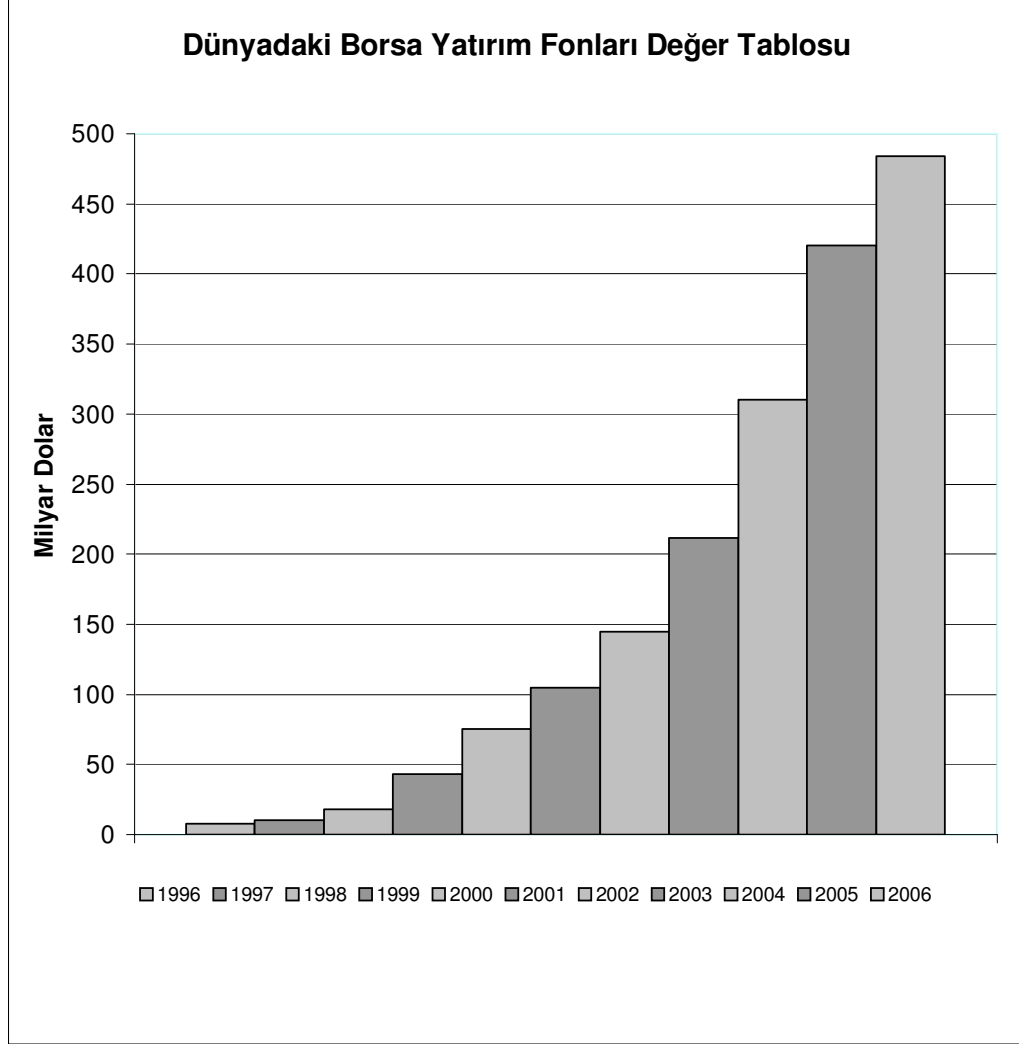
daha da ileri gidilip borsa yatırım fonlarından hareketle dünyada ilk defa “Borsada İşlem Görebilen Tahvil Fonu” piyasaya sürülmüştür). Japon piyasaları ise borsa yatırım fonu ile ancak 2001’de tanıştı. Kasım 2002’de de dünya futures borsa yatırım fonları ile tanıştı. 2004 yılında ise altın fiyatlarını takip eden altın borsa yatırım fonları NYSE’de işlem görmeye başladı¹⁷.

Türkiye’de ise ilk borsa yatırım fonu 2005 yılında piyasaya çıkan Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu oldu. Bu fonu Mali Sektör Dışı NFIST İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu ve son olarak Dow Jones DJIM Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu takip etti.

Dünya piyasalarında işlem gören tüm borsa yatırım fonlarının yıl sonlarına göre (sadece 2006 verisi Temmuz ayı sonuna kadardır) toplam değer gelişimi ve toplam miktarındaki değişme aşağıda Şekil 2 ve Şekil 3’te verilmiştir.

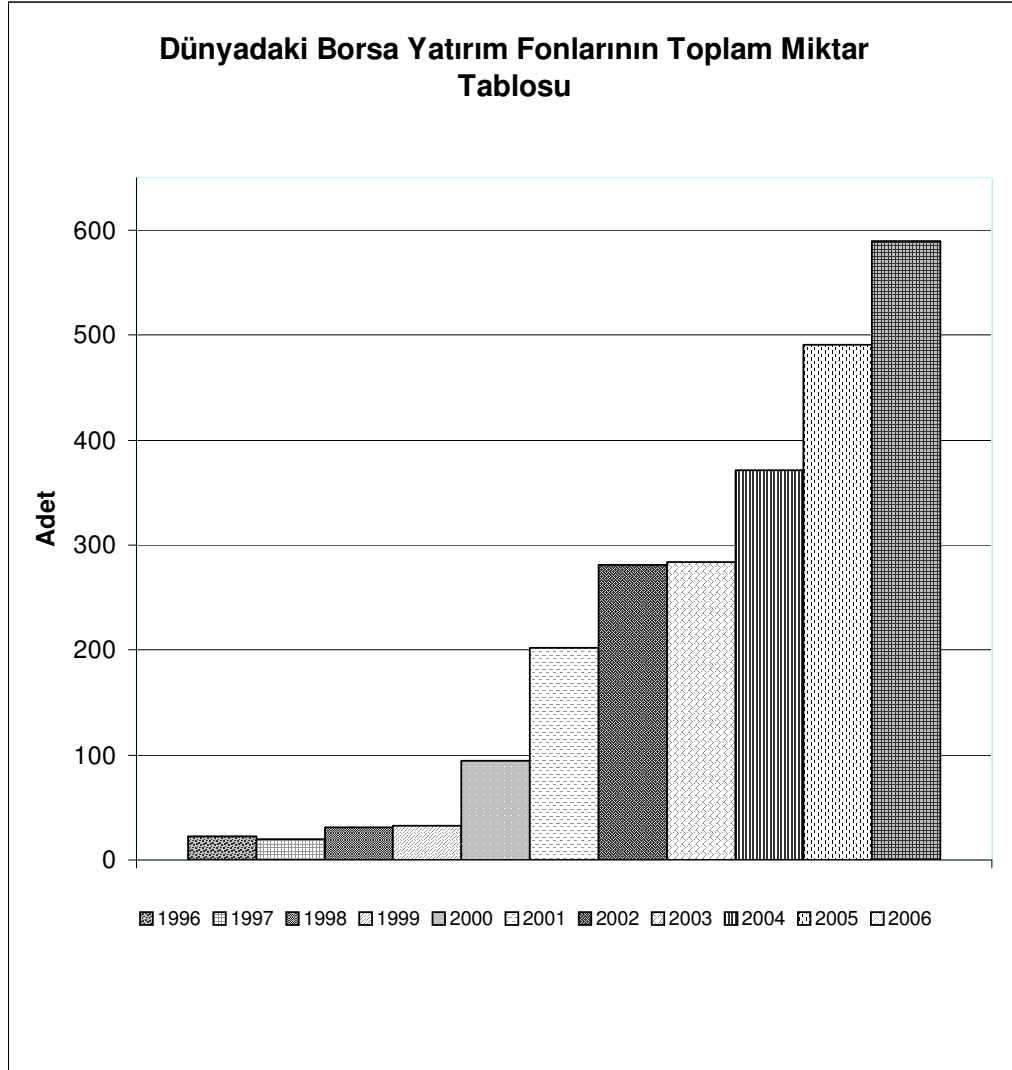
¹⁶ SOLNİK, Bruno: International Investment, 2004, ABD, s:377

¹⁷ TURK, James: Special Reports: Gold ETF’s...The Battle Lines Are Drawn, The Bulls & Bear Resource Investor, www.TheBullAndBear.com, Şubat 2005, s.2



Şekil 2 : Dünyadaki Bütün Borsa Yatırım Fonlarının Yıl Sonları İtibari ile 30.06.2006 Sonuna Kadar Yıllara Göre Toplam Değeri (milyar dolar).

Data Kaynak : www.morganstanley.com: "EFT Worldwide Guidebook", July 2006 : Giriş Tarihi: 07.09.2006



Şekil 3 : Dünyadaki Bütün Borsa Yatırım Fonlarının Yıl Sonları İtibari ile 2006 Yılı Haziran Ayı Sonuna Kadar Yıllara Göre Toplam Miktarı

Data Kaynak : www.morganstanley.com: "EFT Worldwide Guidebook", July 2006 : Giriş Tarihi: 07.09.2006

Şekil 2 ve Şekil 3'te de görüldüğü gibi 2000 ve 2001 yıllarında borsa yatırım fonlarına ilgide bir patlama olmuş ve bu yıllarda tüm dünya piyasalarındaki borsa yatırım fonlarının hem değer toplamı hem de sayısı hemen hemen bir önceki yıllardaki değerleri ikiye katlamıştır. Son yıllarda da

değer olarak olmasa da miktar olarak patlama yapan borsa yatırım fonlarının tüm dünya piyasalarındaki toplam sayısı son istatistiklere göre büyük bir patlama yaparak 2006 yılı Haziran ayı sonu itibari ile 590'ı bulmuştur. Morgan Stanley Haziran 2006 verilerine göre 188 borsa yatırım fonunun da 2007 ortalarına kadar borsa yatırım fonu piyasasında işlem görmeye başlaması planlanmaktadır.

2.3.2 Dünyanın Bazı Önemli Borsa Yatırım Fonu Piyasalarının Gelişimi

Borsa yatırım fonları gelişmesini sürdürürken bazı borsa yatırım fonu piyasaları ve bu piyasaların bulunduğu ülkeler veya bölgeler, hem borsa yatırım fonlarına getirdikleri yeniliklerde hem de bu fonların popülerlik kazanmasındaki hareketliliği nedeniyle öne çıkmıştır. Bu piyasaların başında ABD, Avrupa borsa yatırım fonu piyasası öne çıkmaktadır. Aşağıda bu piyasaların gelişimi ve genel durumu ele alınarak diğer piyasalardan da kısaca bahsedilmiştir.

2.3.2.1 ABD Borsa Yatırım Fonu Piyasası

İlk borsa yatırım fonunun ortaya çıkması ve borsa yatırım fonu ticaretinin büyük çoğunluğunun bu ülke piyasalarında gerçekleşmesinden dolayı ABD, her zaman için borsa yatırım fonları için en önemli piyasalardan biri olmuştur. ABD sermaye piyasaları aynı zamanda bu konuda yapılan

düzenlemeler konusunda da öncü olduğu için borsa yatırım fonlarının anlaşılmasında ABD uygulamalarının önemli bir yeri vardır.

Borsa yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler ülkedeki diğer yatırım fonlarında olduğu gibi SEC (Securities and Exchange Commission) tarafından yapılmaktadır. SEC borsa yatırım fonları için 1940 tarihli Investment Company Act yasasını esas alarak göre borsa yatırım fonlarının oluşumları için üç yasal yatırım fon yapısı belirlemiştir: Açık uçlu borsa yatırım fonları, unit investment trust borsa yatırım fonları ve grantor trust borsa yatırım fonları¹⁸.

Açık uçlu borsa yatırım fonları, daha önceki bölümde bahsettiğimiz açık uçlu fon yapısında olan borsa yatırım fonları en çok kullanılan (Investment Company Institute 2006 verilerine göre ABD borsa yatırım fonlarının yaklaşık %96'sı bu yapıdadır) fon yapısıdır. Bu borsa yatırım fonları için borçlanma ve türev piyasa araçları kullanarak gelir yaratma serbestliği vardır¹⁹. Ayrıca bu borsa yatırım fonlarında temettü ödemelerinin alındığı günden itibaren fona tekrar yatırma veya belirli dönemlerde ödeme serbestliği vardır. İlki 1996'da kurulan bu yapıdaki fonlara örnek Sector SPDR, Barclays veya iShares borsa yatırım fonları olarak verilebilir.

Unit investment trust borsa yatırım fonları için takip ettiği endeksi birebir kopyalama zorunluluğu olmasının yanında bu tip borsa yatırım fonlarında türev piyasa araçları kullanarak gelir yaratma da yasaklanmıştır²⁰. Çok yaygın bir borsa yatırım fonu yapısı olmasa da ilk borsa yatırım fonu olan S&P 500 SPDR, QQQs (Qubes), DIAMONDS gibi borsa yatırım fonları bu yapıdaki borsa yatırım fonlarına örnek olarak verilebilir.

¹⁸ <http://www.sec.gov/rules/concept/ic-25258.htm>: Giriş Tarihi: 03.05.2006

¹⁹ http://www.etfconnect.com/education/fundamentals_etf.asp: Giriş Tarihi: 03.05.2006

Grantor trust borsa yatırım fonları, bir endeksi takip ettiği halde o endeks değeri ile kendi değeri arasındaki korelasyon oranını belli derecede tutma zorunluluğu olmayan ve bu tip bir çaba gerektirmeyen statik kalan borsa yatırım fonlarıdır²¹. Bu da çok yaygın bir borsa yatırım fonu yapısı değildir. HOLDR borsa yatırım fonu bu tip borsa yatırım fonlarına örnek olarak verilebilir.

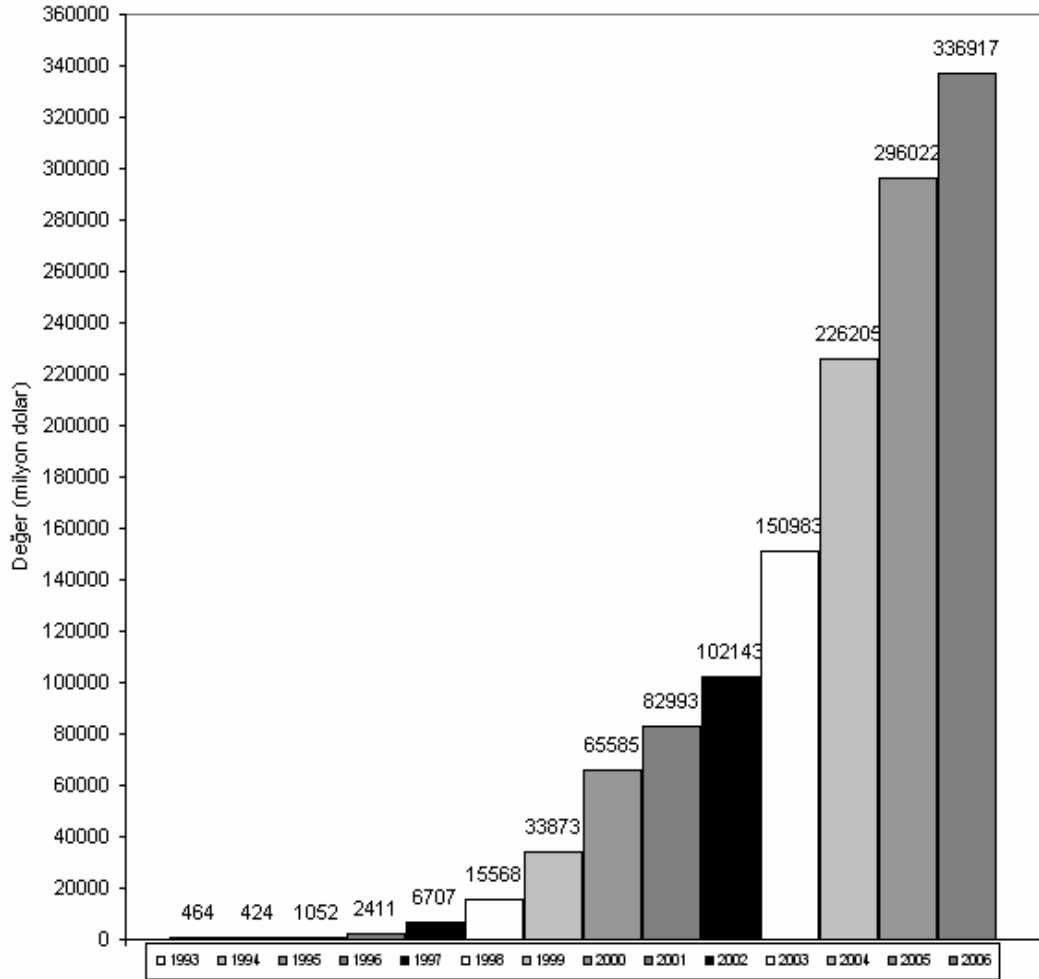
Yukarıda anlattığımız üç tip borsa yatırım oluşum şekline en fazla açık uçlu borsa yatırım fonları ABD ve diğer piyasalarda yaygınlaşmıştır. SEC'in asıl taraftar olduğu aktif yönetilen borsa yatırım fonlarıdır.

ABD'deki borsa yatırım fonlarının genel trendi ise aşağıda Şekil 4 ve Tablo 1'de detaylı olarak verilmiştir:

²⁰ http://etfzone.com/articles/PHP/20030812 ETF_glossary.php: Giriş Tarihi: 27.05.2006

²¹ http://etfzone.com/articles/PHP/20030812 ETF_glossary.php: Giriş Tarihi: 27.05.2006

ABD Borsa Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Toplam Değer Değişimi (milyon dolar)



Şekil 4 : ABD'deki Bütün Borsa Yatırım Fonlarının Yıl Sonları İtibari ile 2006 Yılı Temmuz Ayı Sonuna Kadar Yıllara Göre Toplam Değeri (milyon dolar).

Data Kaynak : Investment Company Institute: Mutual Fund Fact Book 2006

Yukarıdaki grafikten de anlaşılacağı gibi borsa yatırım fonlarına olan ilgi ABD çapında giderek artmakta ve her iki yılda bir bu ilgi ikiye katlanmaktadır. Investment Company Institute verilerine daha önce de bahsettiğimiz borsa yatırım fonlarına dünya çapındaki ilgi patlaması aslında

2000 yılından sonra ABD piyasalarından tüm dünyaya yayılmıştır²² (Sadece ABD’de 1999 yıl sonu itibari ile 30 olan borsa yatırım fonu sayısı 2000 yıl sonu itibari 80’e; aynı şekilde ABD’deki borsa yatırım fonlarının toplam değeri de 1999 yıl sonu itibari ile 33,873 milyar Dolar’dan 2000 yıl sonu itibari ile 65,585 milyar Dolar’a, çıkmıştır²³).

Yıllar	ABD'deki Toplam Borsa Yatırım Fonu Sayısı
1996	19
1997	19
1998	29
1999	30
2000	80
2001	102
2002	113
2003	119
2004	151
2005	201
2006*	262

* Temmuz sonu itibari ile

Tablo 1 : Yıl Sonları İtibari ile Yıllara Göre ABD Piyasalarında İşlem Gören Borsa Yatırım Fonlarının Toplam Sayısı

Data Kaynak : Investment Company Institute: Mutual Fund Fact Book 2006

²² <http://www.sec.gov/rules/concept/ic-25258.htm#seci> : Giriş Tarihi: 03.06.2006

²³ INVESTMENT COMPANY INSTITUTE: Mutual Fund Fact Book, Washington, 2006, s.27

2.3.2.2. Avrupa Borsa Yatırım Fonu Piyasası

Avrupa borsa yatırım fonları açısından hem Avrupa içinden hem de Avrupa dışından katılımcıları olan (Avrupa endekslerine dayalı uluslararası borsa yatırım fonları) geniş bir piyasadır. Özellikle son yıllarda dünyanın önemli borsa yatırım fonu pazarlarında biri olan Türkiye'yi de içeren Avrupa piyasalarının borsa yatırım fonları ile tanışması çok yakın bir geçmişe dayanmaktadır: 2000 yılında borsa yatırım fonlarına olan ilginin artması ile birlikte Avrupa'nın ilk yatırım fonu olan Euro STOXX 50 piyasalarda işlem görmeye başladı.

Son yıllarda büyük bir gelişme gösteren Avrupa borsa yatırım fon piyasası Lüksemburg kökenli Alman borsa yatırım fonlarından sonra Avrupa'nın ilk borsa yatırım fonu segmenti olan Alman Borsası kaynaklı XTF borsa yatırım fonları ile daha büyük bir ivme kazanmıştır. Avrupa borsa yatırım fonları piyasası yönetim altındaki değer olarak Alman Borsasının verilerine göre 2000 yılından 2004 yılı başına kadar %80; 2004'ün ilk altı ayında değer olarak %60.7'lik bir gelişim göstermiş; 2004 yılının sonunda 326 borsa yatırım fonu değer olarak 260 milyar doları bulmuştur. 2004 yılı boyunca dünyadaki borsa yatırım fonları %5 ve ABD borsa yatırım fonları piyasası toplam değer açısından %4,6'lık bir gelişme gösterirken Avrupa borsa yatırım fonu piyasaları %15,7'lik bir gelişim göstermiştir²⁴. Bu rakamlar Avrupa borsa yatırım fonları piyasasının ABD borsa yatırım fonları piyasasının gelişimine göre çok daha kısa sürede ve daha hızlı olduğunu göstermektedir. Bu hızlı gelişmenin en önemli sebebi olarak bu fonların çıkışından itibaren yapılan yoğun eğitim faaliyetleri görülmektedir²⁵. Bu eğitim

²⁴ <http://www.morganstanley.com>, Giriş Tarihi: 13.06.2006

²⁵ HEHN, Elisabeth (Editor) : Exchange Traded Funds; Bölüm: DUBOIS, Alan; BARTHELEMY, Stephane: From Continent to Sectors: Challenges and Uses of ETFs in Europe: Springer Yayınevi, Berlin 2005, s.21

faaliyetleri bu fonların piyasaca daha hızlı ve daha anlaşılır hale gelmesine ve yatırım kararları için tereddütlerin giderilmesine neden olmuştur.

Avrupa borsa yatırım fonu piyasasının ABD borsa yatırım fonları piyasasından ayrılan diğer bir yönü: ABD borsa yatırım fonu piyasasındaki borsa yatırım fonlarının ismen markalaşması (QQQ,SPDR,DIAMONDS gibi) ve bu markalaşan isimlerin ABD borsa yatırım fonu piyasasının %53'ünü oluşturmasının yanı sıra bu piyasanın %90'ının üç fon yayıncısı firmanın (BGI,SSGA,BONY) elinde olmasına karşın, Avrupa borsa piyasası daha çeşitlenmiş üç önemli borsa yatırım fonu yayıncı firması piyasanın %53'üne sahiptir²⁶. SSGA'nın 2003 verilerine göre ABD borsa yatırım fonu piyasalarında sadece 4 yatırım firması 117 borsa yatırım fonuna sahipken, Avrupa borsa yatırım piyasasında 14 firmanın 117 borsa yatırım fonu vardır.

Avrupa borsa yatırım fonu piyasası ABD borsa yatırım fonları piyasasından fonu çıkartan firmalar açısından da farklıdır. ABD borsa yatırım fonu piyasasındaki borsa yatırım fonlarının markalaşmış isimleri, bu fonları çıkartmış kendi iş kollarında iyi tanınan fakat piyasa genelinde çok tanınmayan firmaların önüne geçmiştir. Örneğin ABD'de QQQs, SPDRs'ı bilen çoktur ama bu borsa yatırım fonlarının arkasındaki firmaları bilen çok azdır; Avrupa'da ise durum daha dengeli bir şekildedir: Borsa yatırım fonlarını yayınlayan firmalar hem piyasa genelinde tanınmışlardır hem de çıkardıkları borsa yatırım fonları marka olarak tanınmaktadır²⁷. Bu da Avrupa'daki borsa yatırım fonlarının hem yatırımcılar tarafından hızlı bir şekilde kabul görmesine, anlaşılabilirliğinin artmasına hem de yaygınlığının artmasına

²⁶ HEHN, Elisabeth (Editor) : Exchange Traded Funds; Bölüm: DUBOIS, Alan; BARTHELEMY, Stephane: From Continent to Sectors: Challenges and Uses of ETFs in Europe: Springer Yayınevi, Berlin 2005, s.21

²⁷ HEHN, Elisabeth (Editor) : Exchange Traded Funds; Bölüm: DUBOIS, Alan; BARTHELEMY, Stephane: From Continent to Sectors: Challenges and Uses of ETFs in Europe: Springer Yayınevi, Berlin 2005, s.23

neden olmuş, Avrupa borsa yatırım fonları piyasasının daha önceden de bahsettiğimiz gelişimindeki en önemli nedenlerden biri olmuştur.

Avrupa borsa yatırım fonu piyasası denilince akla gelen XTF ve O'nun getirdiği yenilikler bu piyasanın ve XTF'nin popülerliğini artırmıştır. Bu yenilikler : Alman kökenli XTF borsa yatırım fonları kendine özgü elektronik ticaret sistemi oluşturduğu için ve sabit gelirli (fixed income) borsa yatırım fonları segmenti ile kendi segmentini (XTF segmentini) oluşturmak; XTF segmentine ek olarak Alman borsası yine XTF bünyesinde Kasım 2000'de aktif yönetilen borsa yatırım fonları segmentini oluşturmaktır. Aktif yönetilen XTF borsa yatırım fonları gördüğü ilgiyle birlikte sayı olarak 2000'den 2004'e, 8'den 23'e ulaşmıştır. XTF borsa yatırım fonları 2004 yılı verilerine göre Avrupa borsa yatırım fonları piyasasında 56 fonla %54'lük paya sahiptir.

Avrupa borsa yatırım fonları çıkarıldıkları ülkenin sermaye piyasalarının genelde birbirine benzeyen fonun çıktığı ülkeye özgü (Örneğin Almanya'da Alman Yatırım Yasası – InvG:Investmentgesetz) düzenlemelerinin yanı sıra Avrupa'da dolaşım hakkını kazanmak için Avrupa Parlamentosu ve Konseyi'nin 1985'te çıkan UCITS (Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities) kurallarını 2001 ve 2002'de yenileyerek yürürlüğe koyduğu "UCITS III Directives" kuralları tüm Avrupa piyasalarında işlem görmek isteyen fonların ve bu bağlamda borsa yatırım fonlarının uymak zorunda olduğu minimum standartların çerçevesini belirlemiştir. Bu kurallar çerçevesinde bütün Avrupa piyasalarında işlem görebilmek sadece UCITS sertifikalı fonlar için mümkün olabilmektedir.

UCITS'e göre borsa yatırım fonlarının şu özellikleri taşıması şarttır²⁸:

- Halkın sermayesi ile kurulmuş olmalıdır,
- Risk dağıtım ilkesine göre işletilmelidir,
- Yalnızca transfer edilebilir hisseli kolektif yatırım objesi ve UCITS yönetmeliklerine göre belirlenmiş seçilebilir varlık değerine sahip olmalıdır ve
- Hisselerinin sahiplerinin isteği üzerine dolaylı veya direkt yeniden satın alınması ya da geri alınması varlık değeri dışında olmalıdır.

Avrupa borsa yatırım fonu piyasasındaki son gelişmelerle birlikte çoğunluğu ABD kökenli uluslararası borsa yatırım fonları ve Avrupa serbest dolaşım hakkına sahipler dahil WFE verilerine göre sadece Alman borsasında (Deutsche Boerse) işlem gören borsa yatırım fon sayısı 2004 yılı sonu itibari 54'ten, 2005 yıl sonu itibari ile %50'ye yakın bir artışla 77'ye yükselmiş; 2006 yılı Temmuz itibari ile yine %50'ye yakın bir artışla 136'ya yükselmiştir. Yine Avrupa'daki Euronext borsalarında (Amsterdam, Brüksel, Lizbon, Paris), uluslararası borsa yatırım fonları ve Avrupa serbest dolaşım hakkına sahipler dahil, WFE verilerine göre işlem gören borsa yatırım fon sayısı 2004 yılı sonu itibari 53'ten, 2005 yıl sonu itibari ile %100'e yakın bir artışla 95'e yükselmiş; 2006 yılı Temmuz itibari ile de 126'ya yükselmiştir.

²⁸ HEHN, Elisabeth (Editor) : Exchange Traded Funds; Bölüm: BRUNNER, Ute: Exchange Traded Funds From Lawyer's Perspective-The Case of Germany: Springer Yayınevi, Berlin 2005, s.104

2.3.2.3. Asya-Pasifik ve Gelişmekte Olan Borsa Yatırım Fonu Piyasaları

Asya kıtasında 1999 yılı Kasım ayında işlem görmeye başlayan Hong Kong Tracker Fund, kıtanın ilk yatırım fonu oldu²⁹. Japon piyasaları ise borsa yatırım fonu ile ancak Tokyo ve Osaka borsalarının çabası ile 2001'de tanıştı ve Japon piyasaları borsa yatırım fonları çok başarılı oldu³⁰. Bu piyasalardaki hareketler Singapur, Malezya, Hindistan, Çin gibi bölge ülkelerine ve Brezilya, Arjantin, Meksika, İsrail, Macaristan, Güney Afrika gibi gelişmekte olan ülkelere de yayıldı ve bu ülkelerde de çok sayıda borsa yatırım fonu kuruldu. Bu gelişmekte olan piyasalar haricinde Kanada, Avustralya, Yeni Zelanda gibi gelişmiş olan ülkelerin piyasalarında 2000'den sonra borsa yatırım fonları kuruldu ve bu borsa yatırım fonları piyasaları gelişti.

2005 raporlarına göre Latin Amerika piyasalarında daha çok enerji sektörüne dayalı borsa yatırım fonları ilgi görürken Asya- Pasifik piyasalarında daha çok uluslar arası kuruluşların kurduğu yerel endeks bazlı borsa yatırım fonları daha başarılı oldu³¹.

2006 yılında ise Asya'nın kalkınmadaki başarısı borsa yatırım fonlarına da yansırken Latin Amerika piyasaları aynı başarıyı gösteremedi (Asya borsa yatırım fonlarının değeri 2005 yılı sonundan 2006 Haziran ayına kadar yaklaşık %20-60 arasında arttı)³².

Asya-Pasifik borsa yatırım fonu piyasalarındaki son gelişmelerle birlikte uluslararası borsa yatırım fonları dahil Asya-Pasifik borsalarında işlem

²⁹ FUHR, Deborah: Exchange Traded Funds: A Primer, Journal of Asset Management, Aralık 2001, Sayı: 2,3 s.273

³⁰ Nalan ŞAHİN: "Borsada İşlem Gören Fonlar", Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Nisan, 2003, s.6

³¹ www.marketwatch.com: Giriş Tarihi: 03.04.2006

³² http://www.etftrends.com/asia/index.html: Giriş Tarihi: 17.09.2006

gören borsa yatırım fonu sayısı WFE verilerine göre bu bölgede 2004 yılı sonu itibari 52'den; 2005 yıl sonu itibari ile 60'a; 2006 Temmuz sonu itibari ile de 68'e yükselmiştir.

Latin Amerika borsa yatırım fonu piyasalarındaki son gelişmelerle birlikte bu bölgedeki borsalarda işlem gören borsa yatırım fon sayısı WFE verilerine göre uluslararası borsa yatırım fonları dahil 2004 yılı sonu itibari 16'dan; 2005 yıl sonu itibari ile rakam neredeyse ikiye katlanarak 30'a; 2006 Temmuz sonu itibari ile de 50'ye yükselmiştir.

Ortadoğu (özellikle İsrail) ve Afrika (özellikle Güney Afrika) piyasalarında da borsa yatırım fonları piyasası gelişmekte ve etki alanını genişlemektedir.

2.4. Borsa Yatırım Fonlarının İşleyiş Esasları

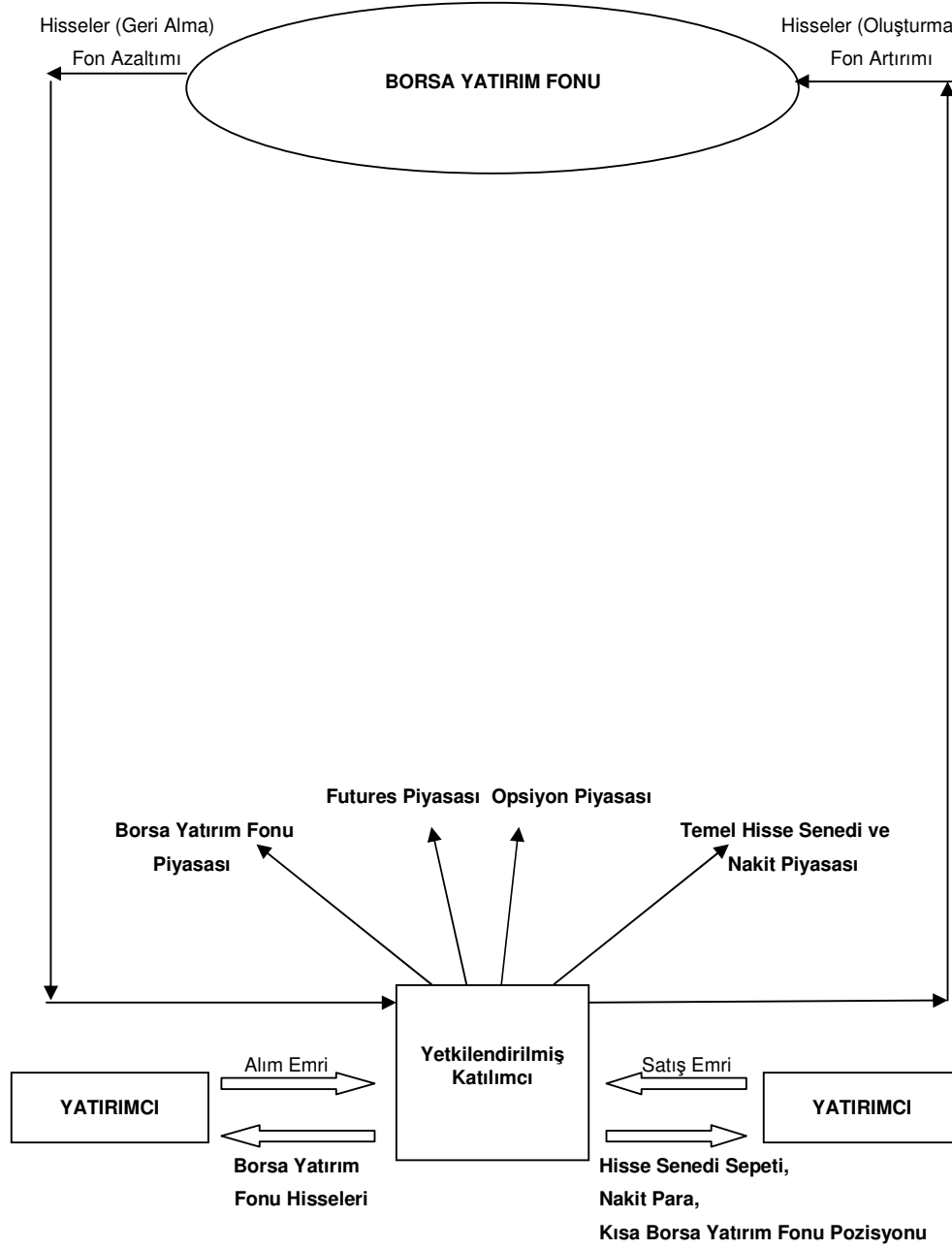
Borsa yatırım fonlarının işleyişinde birincil ve ikincil piyasa işlemleri vardır. Birincil piyasa işlemleri, yetkilendirilmiş kurumlara saklamacı kuruluş (takasbank) arasında yeni fon katılma belgelerinin oluşturulması ve fon katılma belgelerinin geri alınması süreçlerinin aynı olarak gerçekleştirildiği işlemlerden oluşur. İkincil piyasa işlemleri ise yatırımcılar ile yetkili kurumları bir araya getiren işlemlerden oluşur. Yani yetkilendirilmiş katılımcılar aracılığıyla elde edilen yeni oluşturulan fon katılma belgelerinin, borsada alım satıma tabi tutulması fonun ikincil piyasa işlemlerini oluşturur.

Birincil piyasa işlemlerinin alt süreçlerinden biri olan yeni fon katılma belgelerinin oluşturulma sürecinde, fon portföyünün kompozisyonunu endeksi

tümünden kopyalama veya seçilen bir kısmından örnekleme yoluyla yansıtacak şekilde fon portföyünde yer alan menkul kıymet ve nakdi bir araya getiren yetkilendirilmiş kurumlar, bir araya getirmiş olduğu bu portföyü saklamacı kuruluşa teslim ederek belirlenen fon tutarını aşmamak kaydıyla asgari işlem birimi miktarı ve katları kadar bloklar halinde yeni fon katılma belgesi oluşturur. Takas zamanında, menkul kıymetler ve nakdi alan saklamacı kuruluş, bunların karşılığında yeni fon katılma belgelerini yetkilendirilmiş katılımcıya iletir.

Fonun katılma belgelerinin geri alınma sürecinde ise yetkilendirilmiş kurum fon katılma belgelerinin tümünü veya bir kısmını elinden çıkaracağı zaman en az bir asgari işlem birimi oluşturarak katılma belgelerini bloklar halinde saklamacı kuruluşa teslim eder. Takas zamanında yetkilendirilmiş kurum, vermiş olduğu katılma belgelerinin karşılığında portföyden payına düşen miktarda menkul kıymet ve nakdi alır. Borsa yatırım fonlarının aynı geri alınma işlemleri diğer yatırım fonlarına göre vergi avantajı doğurur.

Borsa yatırım fonlarını oluşturulma ve geri alınma süreci detaylı bir şekilde Şekil 5'te gösterilmiş, bu sürece ilişkin işlemler Tablo 2'de adım adım özetlenmiştir. Şekil 5 ve Tablo 2'de göre borsa yatırım fonlarının işleyiş esasları olarak yatırım fonu yapısına sahip olduğu ve yetkilendirilmiş kurumların oluşturma ve geri alma sürecinde anahtar bir rol oynadığı açıkça görülmektedir.



Şekil 5: Borsa yatırım fonlarının oluşturulma ve geri alma işlemleri

Kaynak: www.morganstanley.com: Morgan Stanley ETF Strategies

Yetkilendirilmiş Kurum Seviyesinde Oluşturma Süreci	Yetkilendirilmiş Kurum Seviyesinde Geri Alma Süreci
<p>Yetkilendirilmiş katılımcı oluşturma sürecini başlatır. Aracı kurum, müşterisinin borsa yatırım fonları ile yatırım yapma isteğini yerine getirmek istemektedir.</p> <p>Yetkilendirilmiş katılımcı talep edilen borsa yatırım fonunun portföyündeki hisse sepetini ilgili piyasadan satın alır. Portföyün değeri en yakın işlem günündeki değerine göre hesaplanmıştır.</p> <p>Ardından yetkilendirilmiş katılımcının aldığı portföy Takasbank'a verilir.</p> <p>Takasbank'a verilen oluşturma giderlerine ek olarak varsa portföyün oluşan temettü gelirleri, temettü faizleri ve portföyün oluşturduğu diğer gelirler nakit bileşeni olarak verilir.</p> <p>Son işlem olarak Takasbank birimi 50,000 hisseden oluşan borsa yatırım fonu hisselerini yetkilendirilmiş katılımcıya teslim eder.</p>	<p>Borsa yatırım fonunun değeri en yakın işlem günündeki değerine göre hesaplanır.</p> <p>Borsa yatırım fonunun hisseleri Takasbank'a teslim edilir.</p> <p>Borsa yatırım fonunun portföyü nakit bileşeni ile birlikte yetkilendirilmiş katılımcıya teslim edilir.</p> <p>Bu işlem için cüzi bir gider alınır.</p> <p>Yetkilendirilmiş katılımcı borsa yatırım fonunun portföyünün ve portföyün nakit bileşenine ek olarak portföyün oluşan temettü gelirleri, temettü faizleri ve portföyün oluşturduğu diğer gelirleri de alır.</p> <p>Böylece borsa yatırım fonu yatırımcısına temettü ve varsa depozitolarını da ödemiş olur.</p>

Tablo 2: Oluşturma ve Geri Alma Süreci Özet Tablosu

Kaynak: www.morganstanley.com: Morgan Stanley ETF Strategies

Klasik yatırım fonu yapısında fon ihtiyacı artışı fon yönetimince yeni hisse çıkartılarak ve fonun amacına uygun menkul kıymetler alınarak karşılanıp; fonların geri alımında da fonun bünyesindeki menkul kıymetler, menkul kıymet piyasasına satılarak elde edilen gelir yatırımcıya geri ödenir. Borsa yatırım fonlarında tam tersine yeni borsa yatırım fonu hisse satışında istek fon yönetimine değil de yetkilendirilmiş kuruma yönlendirilir. Yetkilendirilmiş kurumlarda yatırımcının parası ile borsa yatırım fonu hisselerini değiş tokuş eder gerekirse de yukarıda bahsettiğimiz borsa yatırım fonu oluşturma sürecini takip ederek yeni borsa yatırım fonu hisseleri oluşturur.

Borsa yatırım fonlarının işleyiş esaslarının diğer bir ayağını borsa yatırım fonları katılım belgelerinin birim fiyatlarının oluşma şekilleri oluşturur. Borsa yatırım fonları katılım belgelerinin birim fiyatları iki şekilde oluşturulur: net aktif değeri ve işlem fiyatı.

Net aktif değer: Katılma belgesi sahiplerinin adına fona dahil edilen menkul kıymet portföyünün ve/veya fonun yatırım yaptığı diğer varlıkların toplam değerine alacakların eklenip borçların düşülmesi suretiyle bulunan tutarı ifade eder ve net aktif değer mevcut katılma belgesi sayısına bölünmesi sonucunda da pay başına net aktif değer bulunur. Net aktif değer hesaplanması kurucunun sorumluluğundadır³³. Ayrıca çoğu borsa yatırım fonlarında kullanılan “gösterge niteliğindeki net aktif değer” ise bu değer açıkladığı andaki piyasa koşullarına göre borsa yatırım fonlarının yaklaşık olarak anlık net aktif değerini gösterir.

İşlem fiyatı : Borsa yatırım fonunun borsada işlem gününde gerçekleşen son işlem fiyatıdır. İşlem fiyatı hisse senetlerinde olduğu gibi sürekli değişen bir yapıya sahiptir ve bu borsa yatırım fonlarını diğer yatırım

³³ Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği Seri:VII No.23: Resmi Gazete, 13.04.2004, S:25432

fonlarından ayıran en önemli özelliklerden biridir. İşlem fiyatları ve baz alınan endeks değerinin açıklanma periyotlarının borsa yatırım fonlarının izahnamelerinde açıklanması zorunlu tutulmuştur.

2.5. Borsa Yatırım Fonlarının Türleri

Borsa yatırım fonları yatırım kategorilerine ve yatırım hedeflerine göre (aynı piyasada farklı endekslere dayalı) 5 tipe ayrılır: Geniş bölgesel piyasa endeksine dayalı, stil, sektör veya endüstri, ülke veya bölge, sabit gelirli borsa yatırım fonları.

- a. Geniş ve Lokal Piyasa Endekslerine Dayalı Borsa Yatırım Fonları: Çoğu ülkede lokal endekslere dayalı en aktif borsa yatırım fonlarıdır. Asya'da Japon Nikkei 225, Avrupa'da Fransız CAC 40 ve Alman Dax 30, Amerikan S&P 500 Depositary Receipts ve Willshire 5000 bu tip borsa yatırım fonlarına örnek gösterilebilir.
- b. Stil Borsa Yatırım Fonları: Bazı yatırım fonları kendine özgü yatırım stilini takip eder. Bu tip fonlar yukarıda bahsettiğimiz borsa yatırım fonlarının sadece büyük sermayeli şirketlerin hisselerinden oluşan endeksleri takip etmesinin yarattığı dezavantajı gidermek için yapılan çeşitlendirme ile ortaya çıkan büyük, orta, küçük sermayeli ve büyüyen, gelirli (temettülü) şirket hisseleri borsa yatırım fonları olarak alt bir sınıflandırmaya tabi tutulur. Stil borsa yatırım fonları genelde ABD'de çok yaygındır. Çünkü diğer ülkelerden ABD piyasalarına yatırım yapan yatırımcılar yatırım stiline göre borsa yatırım fonlarına yatırım yapmayı daha çok benimsemişlerdir.

Örneğin: iShares Barra S&P 500 Value, Russell 1000 Growth, Russell 1000 Value borsa yatırım fonları.

- c. Sektör veya Endüstri Borsa Yatırım Fonları: Bu tip borsa yatırım fonları sektör endekslerine veya belirli endüstriyel sektör endekslerini takip eder. Industry HOLDERS bu tip borsa yatırım fonlarına örnek olarak gösterilebilir.
- d. Ülke veya Bölge Borsa Yatırım Fonları: En hızlı gelişen borsa yatırım fonu tipi olan bu fonlar ulusal veya yabancı endekslerle bölgesel endeksleri esas alır. Örneğin iShares'in bazı gelişmiş ve bazı gelişmekte olan ülkelerin endekslerini baz aldığı borsa yatırım fonları veya Avrupa'nın 50 büyük hisse senedinden oluşturduğu Eurozone endeksine dayanan Euro STOXX 50 bu tip yatırım fonlarındandır.
- e. Sabit Gelirli Borsa Yatırım Fonları: Daha çok ABD'de denenmiş ve sabit getirili menkul kıymetlerden oluşan endeksleri takip eden sabit gelirli borsa yatırım fonları olarak şimdiye kadar çok az başarılı elde etmiştir³⁴. 1-3 Year Govt. Bond iShares ve Corporate Bond iShares yatırım fonları bu tip borsa yatırım fonlarına örnek olarak gösterilebilir.

³⁴ SOLNİK, Bruno: International Investment, 2004, Pearson, New York, s:381

2.6. Borsa Yatırım Fonlarının Avantajları-Dezavantajları ve Diğer Yatırım Araçlarına Göre Farkları

Her yatırım aracı gibi borsa yatırım fonları da bünyesinde bazı avantajlı ve dezavantajlı yönleri barındırdığı gibi bazı noktalarda da diğer yatırım araçlarından ayrılır.

2.6.1. Borsa Yatırım Fonlarının Avantajları

Borsa yatırım fonlarının özelliklerinin yarattığı, fonun tüm tarafları için ve diğer yatırım fonlarına göre avantajları şunlardır:

- Borsa yatırım fonları yatırımcılarının, hisse senetlerinin büyüme ve/veya temettü gibi kazançlarından yararlanabilmesinin yanı sıra borsa yatırım fonlarında sermaye kazançlarından alınan vergilerin diğer yatırım fonlarının geri alımının sınırlı olması nedeniyle daha düşük olması (geri alım için aynı transferle sonuçlanan sermaye kazançları diğer borsa yatırım fonu hissedarları için bir vergi yükü oluşturmaz³⁵),
- Endeks fonlarda fon portföyünde bulunan hisse senetlerinin temettülerini yatırımcıya ödeme zamanlaması değişirken borsa yatırım fonlarında fon portföyünde bulunan hisse senetlerinin temettüleri

³⁵ SOLNİK, Bruno: International Investment, 2004, Pearson, New York, s:381-382

anında fona yatırım amacıyla kullanılabilmesi, yani temettülerin daha hızlı bir şekilde kullanılmasına olanak sağlaması,

- Portföyündeki menkul kıymet çeşitliliği sayesinde yatırım riskini azaltması ve maliyetlerinin portföydeki menkul kıymetlerin tek tek alınarak yapılacak portföyün maliyetinden çok çok düşük olması, bu nedenle de küçük yatırımcılara portföy yatırımı yapma imkanı sunması,
- Borsa yatırım fonları bir hisse senedi portföyünü temsil etmesine rağmen bir hisse senedi gibi kolay alınıp-satılabilmesi, işlem görebilmesi,
- Hisse senedi gibi gün boyunca anlık değişen işlem fiyatları ile alınıp-satılabilmeye, işlem görmeye ve açığa satılabilmeye, arbitraja, (riskleri limitlemek –Hedging- veya spekülasyon amaçlı belirli endeksler üzerinde kısa pozisyon alımına) uygun olması,
- Borsa yatırım fonları marjlı işlem görebilme özelliği ile future sözleşmeleri bulunmayan endekslere kaldıraç imkanıyla yatırım yapmak için mevcut durumdaki tek alternatif yatırım aracı olması³⁶,
- Portföy içeriklerinin her işlem günü kamuya açıklanması ve işlem fiyatının gün içerisinde sık aralıklarla açıklanması ayrıca fonun mal varlığı listelerinin diğer fonların aksine belirli zaman aralıkları ile yayınlaması dolayısıyla şeffaf bir fon olması ,

³⁶ ATA, Özgür: İMKB'nin Gelişebilmesi İçin Alternatif Bir Piyasa Modeli: Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları (ETF) , Active Finans, Mart-Nisan 2003, s:2

- Pasif yönetim esasına göre yönetilmesi (aslında bu fonların tam olarak pasif yönetilmediği ve bu fonlara takip ettiği endeksle arasındaki korelasyon oranını düşürmemek için müdahaleler yapıldığı uygulama bölümünde detaylı olarak gösterilecektir) ve bunun sonucu olarak da yönetim giderlerinin düşük olması (örneğin diğer yatırım fonlarının yönetim ücretlerinin yaklaşık üçte biri kadar³⁷ ve Mussavian ve Hirsch'e (2002) göre endeks fonlardan %8 daha düşük),
- Borsa yatırım fonlarının fiyatını hisse senetlerinde olduğu gibi arzın ve talebin belirlemesi ve bu fonlarının hisse senedi arzını artırma veya azaltma mekanizması aktif olarak işlediği için borsa yatırım fonları net aktif değerine oranla, özellikle yüksek iskontolu ve prim ödemeli kapalı uçlu yatırım fonlarının tersine, çok düşük iskonto ve primle çalışmakta olmasındır.

2.6.2. Borsa Yatırım Fonlarının Dezavantajları

Borsa yatırım fonlarının dezavantajları ise şunlardır:

- Çoğu ülkedeki borsa yatırım fonları büyük sermayeli şirketleri kapsayan ülke piyasalarının daraltılmış endekslerini takip eder. Orta ve küçük sermayeli şirketlerin oluşturduğu endekslere dayalı borsa yatırım fonları çok azdır.

³⁷ <http://www.djist.com/byfh/index.asp?lang=tr>: Giriş Tarihi: 09.04.2006

- Borsa yatırım fonları her zaman yatırımcının istediği bir portföy yapısını yansıtmayabilir. Borsa yatırım fonlarında portföy yapısı tamamen endeksi oluşturan kuruluşların tasarrufundadır.
- Borsa yatırım fonları hisse senedi gibi işlem görmesine rağmen pasif yönetim esasına uygun olarak yönetildiği için bu fonlara yatırım yapan yatırımcılar aktif yönetimin faydalarından (örneğin portföye yatırımcı lehine müdahale edebilme) yararlanamamaktadır. Bu özellik zaman zaman profesyonel yatırımcılar için borsa yatırım fonlarını aleyhine tereddütler doğurabilmektedir³⁸.
- Sektör, stil, ülke gibi belirli bir sınıf portföye sahip olan borsa yatırım fonları bu sınıfların risklerini taşır. Örneğin bir sektördeki bir dalgalanma o sektöre ait sektör borsa yatırım fonlarını da etkilemektedir.
- Bazı borsa yatırım fonları büyük işlem hacmine sahip olmamasına rağmen alım-satım fiyatı arasındaki fark geniştir. Bu yüzden bu tip borsa yatırım fonlarının yatırımcıya masrafı oldukça artmaktadır (ABD’de sektör endekslerine veya yabancı endekslere dayalı aktif ticareti olmayan bazı borsa yatırım fonlarında görülen bir durum³⁹).
- Çok büyük kurumsal yatırımcılar için uluslararası borsa yatırım fonlarına yatırım yapmak yerine direkt endekslere veya aktif yönetilen uluslararası portföylere yatırım yapmak daha az masraflı ve vergi açısından borsa yatırım fonlarına oranla daha avantajlıdır.

³⁸ <http://www.fool.com/etf/etf.htm>: EARLY, James: Pitfalls of EFT's, Giriş Tarihi: 17.03.2006

³⁹ SOLNİK, Bruno: International Investment, 2004, Pearson, New York s: 382

2.6.3. Borsa Yatırım Fonlarının Diğer Yatırım Araçlarından Farkları

Borsa yatırım fonları yatırım kararlarını etkileyen bazı önemli noktalarda diğer yatırım araçlarından ayrılmaktadır. Bu önemli noktalar ve bu noktalarda yatırım araçlarının özellikleri Tablo 3'te verilmiştir.

ÖZELLİK	YATIRIM ARACI				
	Borsa Yatırım Fonu	Endeks Fon	Endeks Sertifikası	Future	Hisse Senedi (Doğrudan Yatırım)
Finansal Araç	Yatırım Fonu	Yatırım Fonu	Tahvil	Türev	Hisse Senedi
Fiyatlandırma	Sürekli	Günlük Net Aktif Değer	Sürekli	Sürekli	Sürekli
Piyasa Likiditesi	Yüksek (Borsada İşlem Görür)	Borsada İşlem Görmez	Orta	Yüksek	Yüksek
Vade	Yok	Yok	Sertifika Ömrü İle Sınırlı	Sertifika Ömrü İle Sınırlı	Yok
Tekrar Yatırım Riski	Yok	Yok	Var	Var	Yok
Kısa Dönem Satışlar	Var	Yok	Var	Var	Var
Alım/Satım Giderleri	Normal Komisyon Giderleri	Portföye Hisse Yükleme ve Çıkartma Giderleri	Alım ve Yeniden Yatırım Giderleri	Başlangıç, marj ödemelerinde ki değişimler, diğer giderler	Her Hisse İçin Normal Komisyon Giderleri
Temettü Ödemeleri	Kurallar Çerçevesinde Yarı Yıllık Ödeme veya Yeniden Yatırım	Kurallar Çerçevesinde Yıllık Ödeme	Ödenmez	Vade Bitiminde Nakit	Temettü Dönemlerinde

Tablo 3: Yatırım Araçlarını Karşılaştırma Tablosu

Kaynak: HEHN, Elisabeth (Editor) : Exchange Traded Funds; Bölüm: HÜBSCHER, Markus: The Role of Exchange Traded Funds in Active vs. Passive Debate: Springer Yayınevi, Berlin 2005, s.81

Kostovetsky (2003) bir makale çalışmasında borsa yatırım fonları ile endeks fonlarının maliyet açısından detaylı bir şekilde karşılaştırmış ve Tablo 4'te gösterilen sonuçlara ulaşmıştır.

Gider Tipi	Borsa Yatırım Fonları	Endeks Fonlar
Fon Giderleri		
İşlem Gideri ve Portföye hisse alışı ve satışları	Yok. Tüm oluşturma ve geri alımlar aynı	Alım-Satım farkı gideri(piyasa mekanizmasının ücreti)
Nakit Giriş-Çıkışları	Aynı oluşturma ve geri alım değerlerinden sapmalar nakit olarak ödenir	Geride bırakılmış nakit. Varlık değerinin yatırımda kullanılmamış küçük bir yüzdesi (-%2).
Temettü Politikası	Temettülerin alımı ve ödemesi arasında boşluk vardır	Temettülerin alımı ve ödemesi arasında boşluk vardır
İçerdeki ve dışarıdaki arbitraj faaliyetleri gideri	Yok. Bu maliyet aynı oluşturma ve geri alma tarafından elemine edilmektedir	Bazı yerel endeks fonlar için önemlidir
Endeks değişimi	Dengeleme gideri doğar	Dengeleme gideri doğar
Şirket Aktivitesi	Dengeleme gideri doğar	Dengeleme gideri doğar
Yönetim Ücretleri	Tüm hesaplamalar hissedar seviyesinde yapıldığı için çok düşük yönetim ücret oranları vardır	Tüm hesaplamalar fon seviyesinde yapıldığı için biraz daha yüksek yönetim ücret oranları vardır
Hissedar Seviyesindeki Giderler		
Hissedar İşlem Gideri	Aracı işlem ücretleri ve alım-satım farkı gideri	Portföye hisse yükleme ve çıkartma giderleri
Vergi Giderleri	Sermaye kazançları nadiren dağıtıldığı için hemen hemen hiç yok	Önemli sermaye kazançları olan hisselerin sermaye kazançları özellikle dağıtıldığı için var

Tablo 4: Borsa Yatırım Fonları ile Endeks Fonların Fon ve Hissedar Seviyesindeki Detaylı Maliyet Tablosu

Kaynak: KOSTOVETSKY, Leonard: Index Mutual Funds and Exchange Traded Funds, The Journal of Portfolio Management, Volume: 29, No:4, Summer 2003, s.84

2.7. Borsa Yatırım Fonlarının Riskleri

Tüm fonlarda olduğu gibi borsa yatırım fonları da bazı riskler içerir. Ama bu risklerin tüm borsa yatırım fonlarına aynı derecede etki etmez. Bazı riskler (piyasa riski, ticaret riski v.b.) tüm borsa yatırım fonlarını etkilerken bazı riskler (sektör riski, ülke riski v.b.) sadece belirli borsa yatırım fonlarını etkiler. Borsa yatırım fonlarına etkileyen riskler şunlardır:

- **Piyasa Riski:** Piyasada borsa yatırım fonlarının takip ettiği endekslerin hepsi piyasa riski taşır ve piyasadaki tüm gelişmeler bu endekslere yansır. Bu risk çeşidi çeşitlendirilmiş hisse senedi portföylerini de aynı derecede etkiler. Hisse senedi piyasasındaki genel dalgalanmalar ve değişkenliklerdeki artmalar, yatırımcıların bu piyasalara olan güvenlerini zayıflamasına neden olur. Bu dalgalanmaların nedenleri ise devlet politikaları, mali ve para politikaları, enflasyon ve faiz politikaları, politik kaos gibi tüm piyasaları etkileyen faktörlerdir.
- **Likidite Riski:** Piyasalardaki likiditenin çeşitli nedenlerle azalması tüm sermaye piyasası için bir risk olduğu gibi borsa yatırım fonları için de önemli bir risktir.
- **Portföy Sınıfı Riskleri:** Sermaye sınıfına göre portföyü oluşturulmuş borsa yatırım fonları ile belirli bir sektöre göre portföyü oluşturulmuş borsa yatırım fonlarını etkileyen risk sınıfıdır. Bazı politik, siyasi, yaşamaya ilişkin ve benzeri gelişmeler sadece belirli sektör veya belirli büyüklükteki şirketleri etkileyebilir. Bu etki bu şirketlerin hisselerine de yansıdığı için bu hisseleri elinde bulunduran borsa yatırım fonları da bundan etkilenecektir.

- Ticari Risk: Borsa yatırım fonları her ne kadar net aktif değere yakın değerlerde alınıp satılması için tasarlanmışsa da sermaye piyasalarının önüne çıkan bazı engeller (yasal değişiklikler, fonların masraflarının çeşitli nedenlerle artması, piyasalara müdahaleler) bu fonların değerini net aktif değerinden oldukça uzaklaştırmaktadır. Çoğu zaman da bu borsa yatırım fonlarının alış ve satış fiyatının arasının çok açılmasına neden olmaktadır. İkincil piyasalardaki derinlik ve likiditedeki dalgalanmalar da bu nedenle artmaktadır. Ticari riskin diğer bir sonucu da borsa yatırım fonlarının endeks değerlerinden uzaklaşmasına neden olmasıdır.
- Türev Riski: Türkiye’de görülmesi de diğer ülkelerdeki bazı borsa yatırım fonları endeks future sözleşmelerine veya bazı türev piyasa araçlarına yatırım yaptığı için türev piyasaları etkileyen kredi riski gibi risklerden etkilenir.
- Faiz Riski: Bir ülkedeki faiz oranlarının artması o ülkedeki hisse senedi piyasalarına dolayısıyla borsa yatırım fonlarına yatırımların azalmasına neden olur⁴⁰.
- Döviz ve Ülke Riski: Uluslararası endeksleri takip eden borsa yatırım fonları, diğer ülkelerdeki politik istikrarsızlıklardan ve bu ülkelerdeki döviz kuru dalgalanmalarından etkilenir. Aynı risk kendi ülkelerinin haricindeki ülkelerin özellikle gelişmekte olan ülke piyasaların borsa yatırım fonlarına yatırım yapan yabancı yatırımcılar için de geçerlidir.

- Endeks Değerinden Uzaklaşma Riski (Tracking Error) : Borsa yatırım fonlarının getirisi ile takip ettiği endeksin getirisi arasındaki en az %90 korelasyon olması gerekirken iyi yönetilemeyen borsa yatırım fonlarında bu korelasyon oranı düştüğü anda gerekli müdahalelerin yapılmaması sonucu oluşan risktir. Bu riskin kaynakları ise şunlardır⁴¹:

- a. Borsa yatırım fonları işlem giderleri, komisyonlar ve diğer giderleri yüzünden düşük performans gösterebilmektedir. Bu da borsa yatırım fonunun net aktif değerinin endekse karşı performansını düşürmesine neden olmaktadır.
- b. Endeks örnekleme yoluyla oluşturulan borsa yatırım fonu portföylerindeki hisse ağırlıklarının iyi hesaplanamaması endeksten sapmalara neden olabilmektedir.
- c. Borsa yatırım fonlarının portföylerinin tekrar dengelemesi için portföyden çıkarılan veya portföye eklenen hisseler endeks değerinden uzaklaşmalara neden olabilmektedir.
- d. Başka ülkelerde işlem gören borsa yatırım fonlarında bu fonların takip ettiği endeksle işlem gördüğü ülkedeki işlem saatlerinin farklı olmasından dolayı bu tip borsa yatırım fonlarının değeri takip ettiği endeks değerinden uzaklaşabilmektedir. Örneğin Japon endekslerini takip eden ve ABD borsalarında işlem gören borsa yatırım fonları

⁴⁰ http://www.etfconnect.com/select/fundpages/etf_funds.asp?MFID=31411, Giriş Tarihi: 03.04.2006

⁴¹ HEHN, Elisabeth (Editor) : Exchange Traded Funds; Bölüm: HEHN, Elisabeth: ETFs- A Leading Financial Innovation: Springer Yayınevi, Berlin 2005, s.10

ABD'de işlem görürken Japon borsalarının kapalı olması o fonu endeks değerinden uzaklaştırabilmektedir.

- e. Temettü ödemelerinin borsa yatırım fonu net aktif değerine eklenmesi net aktif değeri endeks değerinden olumlu yönde uzaklaştırmaktadır. Temettü yatırımcılara dağıtımında ise ters yönde etki oluşmaktadır.
- f. Temettülerin fona yeniden yatırılması durumunda ise yükselen piyasalarda küçük performans düşmelerine; düşen piyasalarda küçük performans yükselmelerine neden olacaktır.

2.8. Türkiye'de Borsa Yatırım Fonları Piyasasının Durumu

Türkiye'deki ilk borsa yatırım fonu 17.09.2004'te kurulup 14.01.2005'te işlem görmeye başlayan "Dow Jones Turkey Titans 20" endeksini takip eden Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu'dur. Bu fonu 21 Ekim 2005'te kurulup 26 Aralık 2005'te işlem görmeye başlayan Türkiye'deki ilk sektör borsa yatırım fonu olan "Dow Jones Non-Financial İstanbul 20" endeksini takip eden Mali Sektör Dışı NFIST İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu takip etti. En son olarak da 19.08.2005'te kurulup borsada 02.02.2006'da işlem görmeye başlayan "Dow Jones Islamic Market Turkey" (DJIM) endeksini takip eden Dow Jones DJIM Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu ile birlikte Türkiye Menkul Kıymetler Borsalarında işlem gören borsa yatırım fonu sayısı üçe çıkmıştır.

Dow Jones İstanbul 20 Borsa Yatırım Fonu 'nun özellikleri şunlardır:

- Gösterge niteliğindeki net aktif değer yayın sıklığı 15sn'dir.
- Portföyünde 20 hisse barındırmaktadır.
- Asgari işlem birimi 50 000 hissedir.
- IMKB'de işlem görmektedir ve IMKB kodu "DJIST"tir. Bloomberg kodu "DJIST TI", Reuters işlem kodu "DJISTf.IS"dir.
- Yıllık yönetim ücreti %0,95 ve yıllık gider oranı %1,08'dir.

Mali Sektör Dışı NFIST İstanbul 20 Borsa Yatırım Fonu 'nun özellikleri şunlardır:

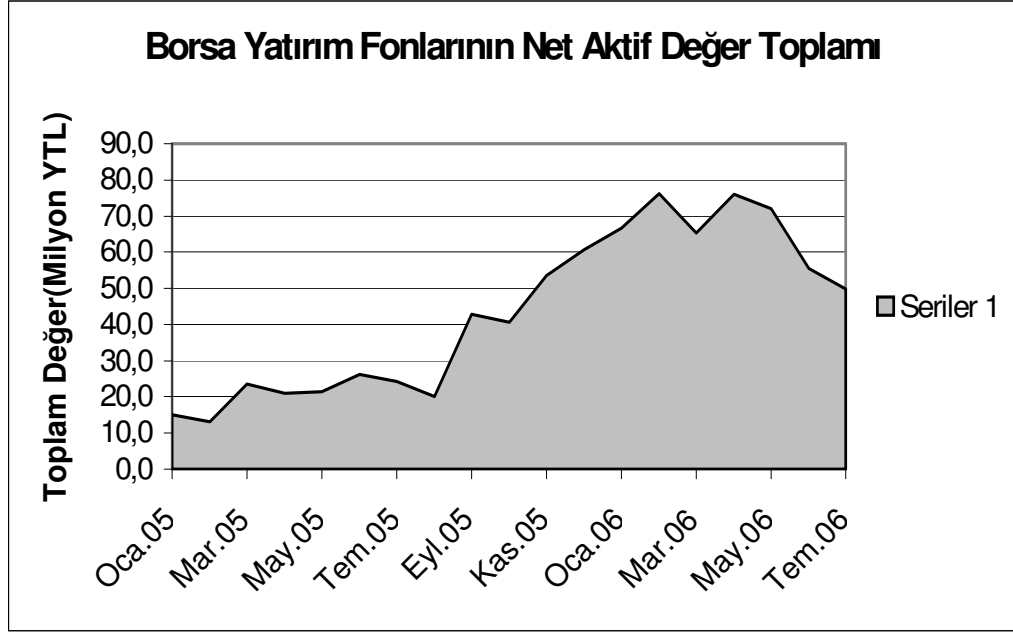
- Gösterge niteliğindeki net aktif değer yayın sıklığı 15sn'dir.
- Portföyünde 20 hisse barındırmaktadır.
- Asgari işlem birimi 50 000 hissedir.
- IMKB'de işlem görmektedir ve IMKB kodu "NFIST"tir. Bloomberg kodu "NFIST TI", Reuters işlem kodu "NFISTf.IS"dir.

- Yıllık yönetim ücreti %0,95 ve yıllık gider oranı %0,48'dir.

Dow Jones DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu 'nun özellikleri şunlardır:

- Gösterge niteliğindeki net aktif değer yayın sıklığı 60sn'dir.
- Portföyünde (2006 Ağustos sonu itibari ile) 28 hisse barındırmaktadır.
- Asgari işlem birimi 10 000 hissedir.
- IMKB'de işlem görmektedir ve IMKB kodu "DJIM"dir.
- Aylık yönetim ücreti %0,094 (yıllık ortalama %1,28) ve aylık gider oranı %0,099 (yıllık ortalama %1,19)'dur.

Türkiye borsa yatırım fonu piyasasının genel durumu ise toplam değer değişimi grafiği (Şekil 6) ve yıllara göre değer ve miktar değişimi tablosunda (Tablo 4) gösterilmiştir.



Şekil 6: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Aylık Net Aktif Değer Toplamı Değişimi Grafiği

Kaynak : www.spk.gov.tr, 26.08-01.09.2006 tarihli 34 sayılı Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler Haftalık Raporu

Borsa Yatırım Fonlarının Sayısı ve Toplam Değerleri		
Tarih	Borsa Yatırım Fonu Sayısı	Toplam Değer(Milyon YTL)
2005		
Oca.05	1	15,1
Şub.05	1	13,2
Mar.05	1	23,7
Nis.05	1	20,9
May.05	1	21,3
Haz.05	1	26,2
Tem.05	1	24,2
Ağu.05	1	20,2
Eyl.05	1	42,8
Eki.05	1	40,6
Kas.05	1	53,6
Ara.05	3	60,7
2006		
Oca.06	3	66,6
Şub.06	3	76,2
Mar.06	3	65,4
Nis.06	3	76,0
May.06	3	72,0
Haz.06	3	55,4
Tem.06	3	49,8

Tablo 5: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Aylık Miktar-Net Aktif Değer Toplamı Tablosu

Kaynak : www.spk.gov.tr, 26.08-01.09.2006 tarihli 34 sayılı Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler Haftalık Raporu

Grafik ve tablo incelendiğinde borsa yatırım fonlarının değer 2006'ya kadar sürekli bir artış eğiliminde olduğu gözlenmektedir. Özellikle tek bir borsa yatırım fonu dönemine denk gelen Eylül 2005'teki neredeyse %100'lük değer artışı dikkat çekicidir.

2.9. Türkiye’de Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Vergilendirme Esasları

Borsa yatırım fonlarının vergilendirilmesinde fon portföy işletmeciliği açısından bakıldığında, portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisnadır. Katılım belgesi alan yatırımcılar açısından bakıldığında dört mükellef tipine göre düzenlemeler yapılmıştır. Bu mükellef tipleri ve vergilendirme esasları aşağıdaki gibidir ⁴²:

a. Tam Mükellef Gerçek Kişiler Açısından Vergilendirme: Fon katılma belgesi kar payları Gelir Vergisi Kanunu md. 75/1'e göre menkul sermaye iradı sayılır. Gelir Vergisi Kanunu'nun, 31.12.2004 tarih ve 3. mükerrer 25687 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 5281 sayılı Kanun ile Gelir Vergisi Kanunu'nun eklenen geçici 67. maddenin (1) numaralı fıkrasının altıncı paragrafındaki parantez içi hüküm ve aynı maddenin birinci fıkrası uyarınca, Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan borsa yatırım fonlarının katılma belgeleri ile ilgili olarak; bankalar ve aracı kurumlar takvim yılının üçer aylık dönemleri itibarıyla alım satımına aracılık ettikleri borsa yatırım fonu katılma belgelerinin alış ve satış bedelleri arasındaki fark üzerinden %15 oranında tevkifat yaparlar. Aynı maddenin (7) numaralı fıkrası uyarınca bu gelirler için beyanname verilmez, ve diğer gelirler nedeniyle beyanname verilmesi halinde de bu gelirler beyannameye dahil edilmez.

b. Dar Mükellef Gerçek Kişiler Açısından Vergilendirme: Fon katılma belgesi kar payları Gelir Vergisi Kanunu md. 75/1'e göre menkul sermaye iradı sayılır. Gelir Vergisi Kanunu'nun, 31.12.2004 tarih ve 3. mükerrer 25687 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 5281

sayılı Kanun ile Gelir Vergisi Kanunu'nun eklenen geçici 67. maddenin (1) numaralı fıkrasının altıncı paragrafındaki parantez içi hüküm ve aynı maddenin birinci fıkrası uyarınca, Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan borsa yatırım fonlarının katılma belgeleri ile ilgili olarak, bankalar ve aracı kurumlar takvim yılının üçer aylık dönemleri itibarıyla alım satımına aracılık ettikleri borsa yatırım fonu katılma belgelerinin alış ve satış bedelleri arasındaki fark üzerinden %15 oranında tevkifat yaparlar. Aynı maddenin (7) numaralı fıkrası uyarınca bu gelirler için beyanname verilmez, ve diğer gelirler nedeniyle beyanname verilmesi halinde de bu gelirler beyannameye dahil edilmez.

c. Tam Mükellef Tüzel Kişiler Açısından Vergilendirme: A ve B Tipi yatırım fon kurucu kar payları Kurumlar Vergisi Kanunu'nun, 25. maddesi uyarınca %30 oranında kurumlar vergisine tabidir. Tam Mükellef Kurumlar açısından da Borsa Yatırım Fonu katılma belgelerinin alım satım işlemi %15 oranında stopaja tabidir, stopaj kurumlar vergisinden mahsup edilir.

d. Dar Mükellef Tüzel Kişiler Açısından Vergilendirme: Dar Mükellef Kurumlar açısından da Borsa Yatırım Fonu katılma belgelerinin alım satım işlemi %15 oranında stopaja tabidir. 31.12.2004 tarih ve 3. mükerrer 25687 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 5281 sayılı Kanun ile Kurumlar Vergisi Kanununa eklenen Geçici 35. maddenin (1) ve (2) numaralı fıkraları uyarınca, dar mükellef kurumların elde ettikleri, tamamı Gelir Vergisi Kanununun geçici 67. maddesi kapsamında tevkifata tabi tutulmuş kazançları için yıllık veya özel beyanname verilmez.

⁴² <http://www.djst.com/byfh/index.asp?lang=tr> ve <http://www.nfist.com/subs/index.asp?lang=tr>, Giriş Tarihi: 09.04.2006

Borsa yatırım fonlarının birincil piyasa işlemlerini vergilendirme esasları ise şu şekilde sıralanmıştır⁴³:

- Katılma belgesi oluşturma işlemi amacıyla elden çıkarılarak Borsa Yatırım Fonu'na verilen hisse senetlerinden alım tarihindeki maliyetler ile fona devir tarihindeki değer arasındaki farktan oluşacak kazançlar hisse senetlerinin vergilendirilmesi esaslarına göre vergilendirilir.
- Geri alım işlemi amacıyla elden çıkarılarak Borsa Yatırım Fonu'na verilen katılma belgelerinden alım tarihindeki maliyetler ile fona devir tarihindeki değer arasındaki farktan oluşacak kazançlar Tam Mükellef Gerçek Kişiler, Dar Mükellef Gerçek Kişiler, Tam Mükellef Kurumlar ve Dar Mükellef Kurumlar için %15 oranında stopaja tabidir. Tam Mükellef Kurumlar açısından Geri Alım işlemi %15 oranında stopaja tabi olmakla beraber, stopaj kurumlar vergisinden mahsup edilir.
- 2005 yılı için hisse senetlerinin 3 aydan daha uzun süre elde tutulması durumunda, 2006-2015 yılları içinse 2 yıldan daha uzun süresi ile elde tutulması durumunda, hisse senedi alım satımlarında vergi doğmamaktadır.

⁴³ <http://www.djst.com/byfh/index.asp?lang=tr> ve <http://www.nfist.com/subs/index.asp?lang=tr>, Giriş Tarihi: 09.04.2006

3. BÖLÜM : BORSA YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ÖLÇÜM YÖNTEMLERİ

Günümüzde yatırım kararlarını etkileyen en önemli faktör yatırım yapılacak menkul kıymetlerin geçmiş performanslarının değerlendirilmesi olmuştur. Hem portföy yöneticilerinin geçmişteki başarısını ölçme açısından hem de yatırım yapılacak menkul kıymetin performans tutarlığı, diğer menkul kıymetlerle ve gösterge portföylere göre performans mukayesesini sağlamak ve yatırım kararlarının doğru yönde alınabilmesi için performans ölçümü gereklidir. Bunun nedeni ise yatırım yapılacak menkul kıymetlerin geçmişteki performanslarının gelecek performansına ışık tutmasıdır.

Yatırım fonlarına ilişkin performans değerlendirilmesinde ise iki yaklaşım kullanılmaktadır. Birinci yaklaşımda yatırım fonlarının riske göre düzeltilmiş getirilerinin aynı yöne sahip diğer yatırım fonları ile veya aynı yöne sahip bir gösterge portföy ya da endeks getirileri ile karşılaştırılması performans ölçümünde baz alınır. Diğer yaklaşım ise piyasa zamanlamasını yani fon portföyünde yer alan varlıkların doğru bir zamanlama ile alınıp doğru bir zamanlama ile satıldığını belirlemeyi amaçlar. Bu yaklaşımların ana eksenini yatırım fonlarının performansının karşılaştırıldığı portföylere veya endekslere göre performansı ve bu performansın nasıl sağlandığı oluşturur. Bu çalışmada da birinci yaklaşım baz alınmıştır. İkinci yaklaşımı baz almayışımızın nedeni ise borsa yatırım fonlarının daha önceden belirlenmiş endekslere göre hazırlanan portföyler olmasıdır.

Bu bölümde yukarıda bahsettiğimiz birinci yaklaşıma uygun olarak performans ölçüm tekniklerinin en çok bilinen ve en çok uygulama alanına sahip olanları açıklanıp, performansa ilişkin veri tabanının oluşturulması

anlatıldıktan sonra performans ölçüm yöntemlerine göre performans ölçüm sonuçları açıklanacaktır.

3.1. Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Getiri Ve Risk Kavramları

Borsa yatırım fonlarının performans ölçümünde en önemli veriler bu fonların getirileri ile risk ölçümleridir. Zaten performans ölçüm teknikleri risk ve getirilerin ve/veya riske göre getiri kavramlarına dayanır.

3.1.1. Getiri Oranının Hesaplanması

Bir portföyün veya bir menkul kıymetin bir döneme ilişkin getirisi, o dönemde portföyün değerinde meydana gelen değişme yani bir dönem başı değerle dönem sonu değer arasındaki fark ile o menkul kıymetin değer artışı haricindeki gelirlerinin (sermaye ve temettü gibi) toplamının dönem başındaki değerine bölünmesi ile elde edilir⁴⁴. Buna göre getiriye şöyle formülize edebiliriz:

$$\text{GETİRİ} = \frac{[(\text{Dönem Sonu Değer} - \text{Dönem Başı Değer}) + \text{Gelir}]}{\text{Dönem Başı Değer}}$$

3.1.2. Risksiz Faiz Oranı

Performans ölçümlerinde getirinin yanında risksiz yatırım fırsatlarını değerlendirmek amacıyla güvenli ve likidite imkanına sahip bir yatırım aracının sağladığı getiriyle değerlendirme yapılmaktadır. Performansı değerlendirilen menkul kıymet veya menkul kıymetlerin en azından bu güvenli yatırım aracının sağladığı getiriyi karşılaması gerektiği düşünülmektedir. Performans ölçümlerinde bu güvenli yatırım aracı 90 günlük hazine bonosu olmaktadır. Hazine bonosunun ölçüm yapılan dönem için hesaplanan getirisine de risksiz faiz oranı denir.

3.1.3. Piyasa Getirisi (Gösterge Endeksi/Portföyü)

Performans ölçümlerinde performansı ölçülmek istenen menkul kıymet veya portföylerin yanında bunlarla karşılaştıracağımız daha geniş kapsamlı piyasa endekslerinin ve/veya portföyün performansı da ölçülür. Burada amaç seçtiğimiz menkul kıymet ya da portföylerin performansın piyasa getirisine ve/veya benzer sınıftaki portföylere göre performansını yorumlamaktır. Performans ölçümlerinde kullanılan endeksler ve/veya portföyler, performansı ölçülen menkul kıymet veya portföyün yapısına uygun seçilmelidir. Örneğin hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının performansını ölçerken hisse senedi endeksleri (İMKB 100 gibi) ve/veya portföyleri, tahvil ağırlıklı yatırım fonlarının performansını ölçerken tahvile dayalı endeksleri (İMKB-DİBS endeksi gibi) ve/veya portföyleri seçmek daha uygun olur.

⁴⁴ BODİE, Zvi: Essential of Investments, 2004, McGraw Hill, Boston, s: 749

3.1.4. Risk

Performans ölçümlerinde getirilerin hesaplanmasının yanında yatırımcıların bu getiriye elde etmek için katlandıkları risk de dikkate alınması gereken en önemli unsurlardan biridir. Performans ölçümlerinde iki türlü risk ölçütü kullanılmaktadır: Portföy veya menkul kıymetin standart sapma ile ölçülen toplam risk ve Beta ile ölçülen portföyün veya menkul kıymetin piyasa (sistemik risk-piyasaya duyarlılık) riskidir.

Standart sapma: Varyansın kareköküdür. Varyans, ortalama getiriden sapmaların 1'den T döneme kadar karelerinin toplamının dönem sayısının bir eksiğine bölünmesi ile hesaplanır. Buna göre standart sapma aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$\sigma = \sqrt{\text{Varyans}} = \sqrt{[\sum(r_t - r_o)^2] / (T-1)}$$

Bu formülde: σ , standart sapmayı; T, standart sapmanın hesaplandığı dönem sayısını; r_t , standart sapması ölçülen menkul kıymetin t dönemindeki getirisini; r_o menkul kıymetin ortalama getirisini; T'de dönem sayısını ifade eder.

Beta: Sistemik riski sembolize eder. Beta ele alınan menkul kıymetin veya portföyün piyasaya olan duyarlılığının derecesini gösterir. Örneğin beta bire eşitse o menkul kıymetin veya portföyün piyasa ile aynı değişkenliğe sahip olduğunu; beta birden büyükse o menkul kıymetin veya portföyün piyasadan daha fazla ölçüde değişken olduğu; beta birden küçükse o menkul kıymetin veya portföyün piyasadan daha az ölçüde değişken olduğunu gösterir.

Beta, belirlenmiş dönemdeki pazar getirileri ile betası hesaplanmak istenen menkul kıymet veya portföyün aynı dönemdeki getirilerinin kovaryansının; pazarın varyansına bölünerek hesaplanır. Betanın hesaplanmasını formülize edersek:

$$\beta_p = \text{Cov}(r_p; r_m) / \text{Varyans}(r_m)$$

Bu formülde β_p betası ölçülmek istenen menkul kıymet veya portföyün betasını; r_p betası ölçülmek istenen menkul kıymet veya portföyün başlangıç alınan zamandan bitiş alınan zamana kadar olan getiri serisini; r_m pazarın başlangıç alınan zamandan bitiş alınan zamana kadar olan getiri serisini sembolize eder.

3.2. Performans Ölçüm Teknikleri

Performans ölçüm teknikleri her biri farklı formülasyona sahip olsa da baz aldıkları risk sınıfına göre birbirlerinden ayrılmakta ve bunlara göre değerlendirilmektedir. Bu riskler toplam risk ve sistematik risk olarak bilinmektedir.

3.2.1. Toplam Riski (Standart Sapmayı) Esas Alan Performans Ölçüm Teknikleri

Toplam riski esas alan üç önemli performans ölçüm kistası vardır: Sharpe Oranı, M² Ölçütü ve Değişim Katsayısı.

3.2.1.1. Sharpe Oranı

1966 yılında William F. Sharpe tarafından yatırım fonlarının performansını ölçerken geliştirilen Değişkenliğe Ödül Rasyosu 1975'ten itibaren Sharpe Oranı ismini alarak en çok kullanılan performans ölçüm yöntemlerinden biri olmuştur⁴⁵.

Sharpe Oranı gerçekleşmiş sermaye piyasası doğrusuna dayalı bir karşılaştırma kriteri olduğu için toplam riske göre getirileri ölçen bir ölçüttür. Buna göre bir portföy veya menkul kıymetin Sharpe Oranı, o portföy veya menkul kıymetin risksiz getirinin üzerindeki getirisinin birim risk (toplam risk-standart sapma) başına düşen miktarıdır.

Sharpe Oranı şu şekilde formüle edilir:

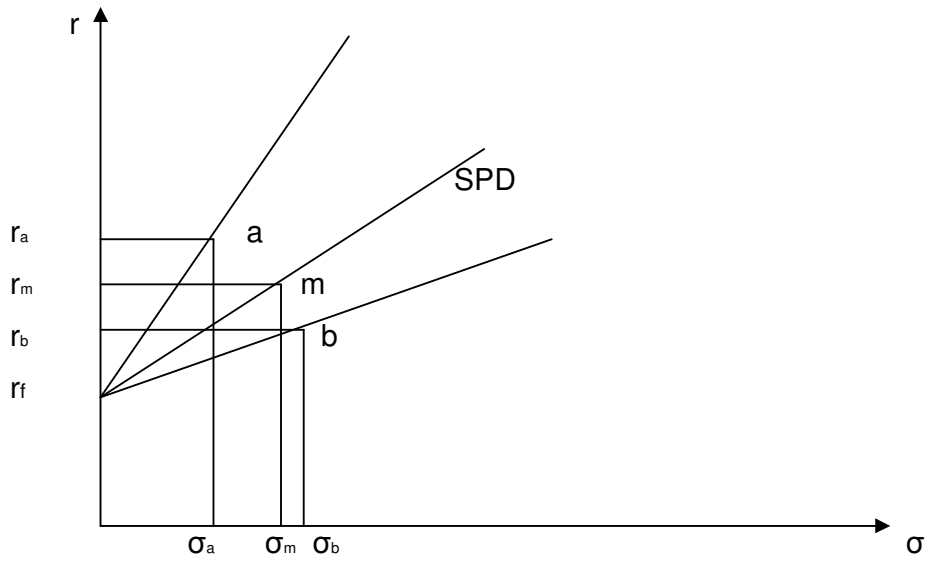
$$\text{Sharpe Oranı} = (r_p - r_f) / \sigma_p$$

Formülde r_p , Sharpe Oranı hesaplanmak istenen menkul kıymet veya portföyün ortalama getirisini; r_f risksiz getiri oranını (hazine bonosu faiz

⁴⁵ SHARPE, William F.: The Sharpe Ratio, The Journal Of Portfolio Management, Volume 21, Fall 1994, s:49

oranı); σ_p , menkul kıymet veya portföyün standart sapmasını sembolize etmektedir.

Aslında Sharpe Oranı Aşağıda gösterilen sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeline dayanarak sermaye piyasası doğrusundan (SPD) ortaya çıkmıştır.



Şekil 7: Sermaye Piyasası Doğrusu (a ve b fonlarının ve piyasanın-M- risksiz getiriye aşan gelir ve toplam risk grafiği)

Şekil 7'ye göre sermaye piyasası doğrusunun eğimi:

$$\text{Eğim}(m) = (r_m - r_f) / \sigma_m$$

Eğim formülü görüldüğü üzere Sharpe Oranı formülünün aynısıdır ve bize risk birimi başına ödül vermektedir. Buna göre diğer doğruların eğimi de bize o doğrunun sembolize ettiği menkul kıymet veya portföylerin Sharpe Oranını verecektir.

3.2.1.2. M² Performans Ölçütü

Sharpe Oranı'nın ele alınan menkul kıymetlerin sıralama yapmak için önemli bir ölçüt olmasına rağmen ortaya çıkan sayısal değeri yorumlamanın oldukça zor olduğunu gören F. Modigliani ve L. Modigliani 1997 yılında M² performans ölçütünü geliştirdiler. Bu yöntemde de risk ölçütü Sharpe Oranında olduğu gibi standart sapma (toplam risk) kullanılmakla birlikte değerlendirmeye risksiz getiri (hazine bonosu) eklenerek elde edilen düzeltilmiş getiri, piyasa ile karşılaştırılmaktadır. Piyasa getirileri içinde de hazine bono getirileri yer aldığı için ortaya getirileri karşılaştırmayı daha kolay hale getiren bir ölçüt çıkmaktadır. M² Ölçütü şu şekilde formüle edilir⁴⁶ :

$$M^2 = r_f + [(r_p - r_f) / \sigma_p] \times \sigma_m = r_f + [(Sharpe Oranı) \times \sigma_m]$$

Formülde r_f risksiz getiri oranını (hazine bonosu faiz oranı); r_p , M² Ölçütü hesaplanmak istenen menkul kıymet veya portföyün ortalama getirisini; σ_p , menkul kıymet veya portföyün standart sapmasını; σ_m , piyasanın standart sapmasını sembolize etmektedir.

M² ölçütleri karşılaştırılırken, performans ölçümü yapılan menkul kıymet veya portföyün M² değeri ne kadar yüksekse o menkul kıymet veya portföyün performansının o kadar yüksek demektir.

3.2.1.3. Değişim Katsayısı

Değişim katsayısı bize performansı ölçülmek istenen menkul kıymet veya portföyün birim risk başına elde ettiği getiriyi veren bir karşılaştırma ölçütüdür. Burada kullanılan risk, standart sapmanın temsil ettiği toplam risktir. Bu ölçüt performans ölçümü yapılan menkul kıymet veya portföyün standart sapmasının getirisine bölünmesi ile elde edilir. Değişim katsayısı şu şekilde formülize edilir:

$$\text{Değişim Katsayısı} = \sigma_p / r_p$$

Bu formülde σ_p Değişim Katsayısı hesaplanmak istenen menkul kıymet veya portföyün standart sapmasını; r_p , Değişim katsayısı hesaplanmak istenen menkul kıymet veya portföyün ortalama getirisini ifade eder.

3.2.2. Sistemik Riski (Betayı) Esas Alan Performans Ölçüm Teknikleri

Sistemik riski esas alan iki önemli performans ölçüm kistası vardır: Treynor Ölçütü, Jensen Alfası.

⁴⁶ BODİE, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J: Investments, 1999, ABD, s: 755-757

3.2.2.1. Treynor Performans Ölçütü

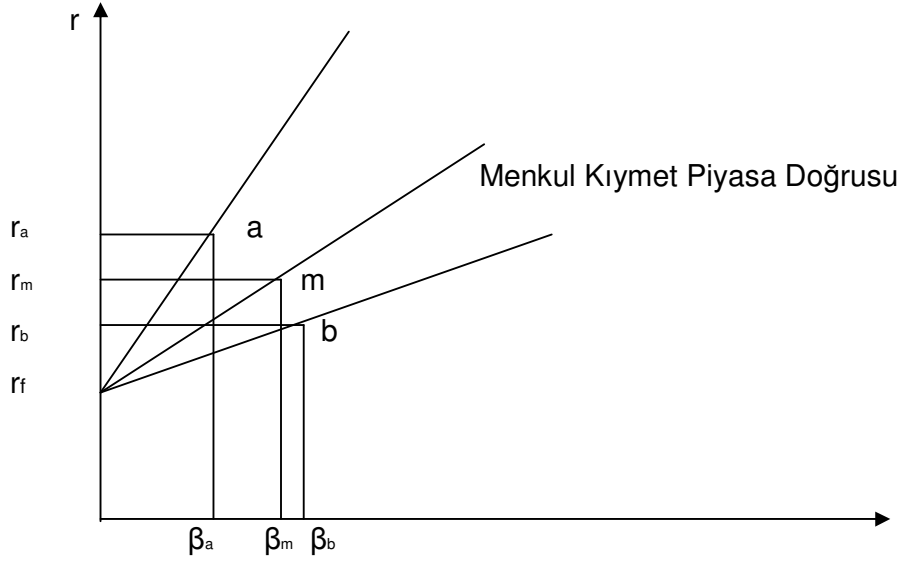
Oynaklığa Göre Ödül Oranı olarak da bilinen ve J. Treynor tarafından geliştirilen Treynor Ölçütünün temelinde, yatırımcının yatırım yaparken yatırım fonlarının çeşitlendirme ve uygun risk gruplarına göre seçilebilme imkanı nedeni ile sistematik olmayan riski elemine edebilme özelliği yatar. Bu yüzden sistematik riski baz alan bu ölçüt yatırımcının sistematik riske katlanması sonucu elde ettiği ödülü göstermektedir.

Treynor Ölçütünü aşağıda formülle hesaplanmaktadır(Treynor (1968), 63-75):

$$\text{Treynor Ölçütü} = (r_p - r_f) / \beta_p$$

Formülde r_p , Treynor Ölçütü hesaplanmak istenen menkul kıymet veya portföyün ortalama getirisini; r_f risksiz getiri oranını (hazine bonosu faiz oranı); β_p , Treynor Ölçütü hesaplanmak istenen menkul kıymet veya portföyün sistematik riskini (Betasını) sembolize etmektedir.

Treynor Ölçütü aslında Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli bağlamında Menkul Kıymet Piyasa Doğrusunun eğimidir.



Şekil 8: Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu (a ve b fonlarının ve piyasanın-M-risksiz getiriyi aşan gelir ve sistematik risk grafiği)

Yukarıdaki grafiğe göre menkul kıymet piyasa doğrusunun eğimi piyasa için Treynor Ölçütünü :

$$\text{Eğim} = (r_m - r_f) / (\beta_m=1) = \text{Treynor Ölçütü(piyasa)}$$

Eğer biz bu eğim formülünü “a” fonuna ait doğrunun eğimini bulmak için kullanırsak: bize a fonu için Treynor Ölçütünü verir:

$$\text{Eğim} = (r_a - r_f) / \beta_a = \text{Treynor Ölçütü (a fonu için)}$$

3.2.2.2. Jensen Performans Ölçütü (Jensen Alfası)

Jensen alfası, performans ölçümünde Sharpe Oranı ve Treynor Ölçütü gibi karşılaştırmalı performans sıralaması sağlayan yöntemlerden çok mutlak bir ölçüte göre performansın belirlenmesi düşüncesiyle Jensen tarafından geliştirilmiştir.

Jensen, Menkul Kıymet Piyasa Doğrusunu esas alarak Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeline göre performans ölçümü yapılan bir fonun beklenen getirisini şu şekilde formüle etmiştir:

$$r_a' = r_f + (r_m - r_f) \beta_a + e_a \text{ veya}$$

$$(r_a' - r_f) = (r_m - r_f) \beta_a + e_a$$

Formülün $(r_a - r_f)$ kısmı risk primini; e_a hata payını temsil eder. Burada kullanılan r_a' , beklenen getiri olduğundan gerçekleşen getiri ile arasında bir fark oluşacaktır. Performansı belirleyecek olan bu fark α (alfa)'dır. Buna göre:

$$\alpha = r - r'$$

Buradan eşitliği fon a için yazarsak:

$$\alpha_a = r_a - r_a'$$

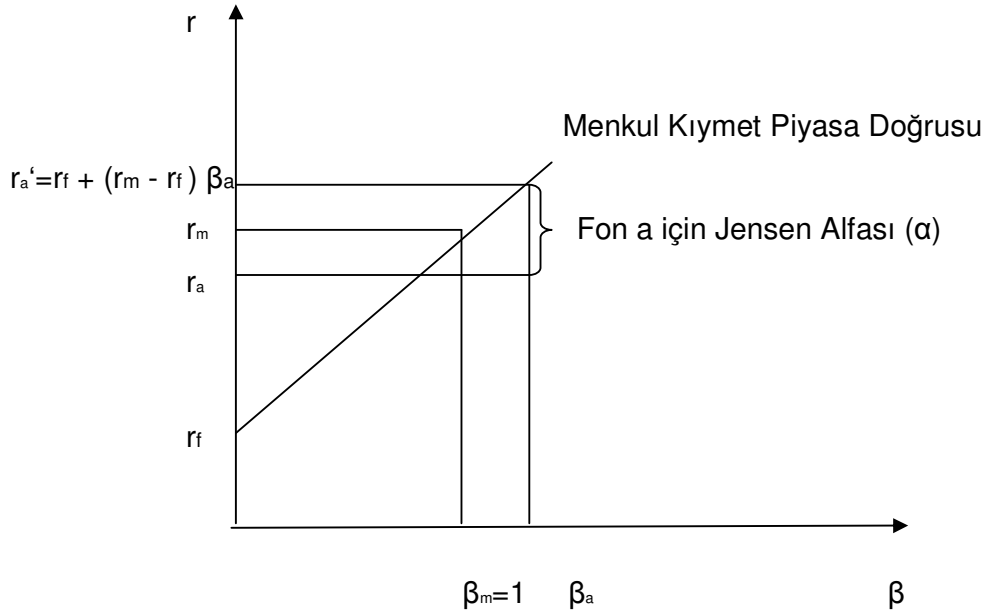
Beklenen getiriyi çekersek ; $r_a' = r_a - \alpha_a$ elde edilir. Bu eşitliği yukarıda yazılan Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeline göre performans ölçümü yapılan bir fonun beklenen getirisine ait formülde r_a' yerine koyarsak:

$$(r_a - \alpha_a) - r_f = (r_m - r_f) \beta_a + e_a ,$$

Bu formülde yer alan hata payı (e_a)'nın beklenen değeri sifıra eşittir. Buradan α ' yı çekersek fon a için Jensen Alfasını bulmuş oluruz:

$$\alpha_a = r_a - [r_f + (r_m - r_f) \beta_a]$$

Bu formüle göre hesaplanan Jensen Alfa'sı değeri ne kadar yüksek çıkarsa o fonun performansı o kadar yüksek demektir. Şekil 6'da Menkul Kıymet Doğrusuna göre Fon a için Jensen Alfası gösterilmiştir:



Şekil 9: Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu (fon a'nın risksiz getiriye aşan gelir ve sistematik risk grafiği)

4. BÖLÜM : BORSA YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ÖLÇÜMÜ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Bu bölümde öncelikle borsa yatırım fonlarına ilişkin şimdiye kadar yapılan analiz çalışmaları ve sonuçları değerlendirildikten sonra performans ölçümünün amacı ve bu ölçümden çıkan sonuçların nasıl değerlendirileceği ve bu çalışma için yapılan veri toplama çalışmaları anlatılıp bir önceki bölümle anlatılan performans ölçüm tekniklerine göre performans ölçüm sonuçları karşılaştırma kriterlerine göre değerlendirilecektir. Bölümün sonunda portföy yapısının hareketliliğine ilişkin yapılan bir çalışma da ortaya konulup sonuç bölümünde uygulamaya ilişkin değerlendirmeler yapılacaktır.

4.1. Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Bugüne Kadar Yapılan Analiz Çalışmaları ve Sonuçları

Borsa yatırım fonları sermaye piyasaları açısından kısa bir geçmişe sahip olmasına rağmen özellikle bu fonların geliştiği ülkelerde çeşitli çalışmalara konu olmuş; bu çalışmalarla bu yeni yatırım aracının daha detaylı bir şekilde anlaşılmasına katkıda bulunulmuştur. Bu çalışmaların çoğu borsa yatırım fonlarının yoğun ilgi görmeye başladığı 2000 yılı ve sonrasında yapılmıştır.

Borsa yatırım fonları denilince akla ilk gelen çalışma Rasmussen (2002); "Going Long With Baskets: A Cost Benefit Comparison of Exchange Traded Funds and Index Funds" isimindeki ödüllü (Economic Honour Thesis) tezidir. Rasmussen çalışmasında borsa yatırım fonları ile endeks fonların

fayda maliyet analizi ile karşılaştırmış ve sonuç olarak borsa yatırım fonlarının endeks fonlara oranla fayda maliyet açısından daha etkin olduğunu saptamıştır.

Borsa yatırım fonlarına ilişkin diğer bir çalışma da Delcoure (2001) borsa yatırım fonlarının çeşitlenme, hedging, performans yeteneği üzerine endeks fonlarla karşılaştırmalı yaptığı bilimsel doktora çalışmasıdır. Bu çalışmanın sonucuna göre borsa yatırım fonlarının hem endeks fonlara hem de kapalı uçlu ülke fonlarına ve göre daha iyi performans göstermesinin yanı sıra borsa yatırım fonlarının hedging ve endeks izleme yeteneğinin endeks fonlardan daha iyi olduğunu belirlenmiştir.

Westbrook (2002) doktora tezinde Diamonds isimli borsa yatırım fonunun fiyatlandırılmasının hisse senedi arz ve talebine bağlı olduğunu tespit etmiştir.

Thirumalai (2004) doktora tezinde Almanya'daki aktif borsa yatırım fonlarının, fon yapısı halka açıklanmadan ve fon yöneticilerinin bu bilgi avantajı olmasına rağmen pasif borsa yatırım fonlarına göre daha etkin fiyatlandırıldıklarını ve daha yüksek likiditeye sahip olduklarını tespit etmiştir. Aynı çalışmada yeni çıkan tahvil borsa yatırım fonlarının performansı ölçülmüş ve bu fonların endekslerinden daha düşük performans gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca düşük işlem giderlerinin de bu endeksten sapma miktarını azalttığı da ortaya konmuştur.

Zhou (2003) doktora tezinde borsa yatırım fonlarının enformasyon asimetrisini incelemiş ve borsa yatırım fonları piyasasındaki enformasyon asimetrisinin hisse senedi piyasasından daha az şiddetli olduğunu tespit etmiştir. Bunun anlamı bilgilendirilmemiş yatırımcının daha çok borsa yatırım fonlarını tercih etmesidir.

Richie (2004) borsa yatırım fonlarının fiyatlandırılması üzerine hazırladığı doktora çalışmasının ilk bölümünde piyasaya gelen bilginin AMEX'te işlem gören 24 uluslararası borsa yatırım fonunun fiyatlarına nasıl yansıdığını incelemiş; negatif yöndeki bilgiye tersine fiyat değişimleri ile cevap verilmezken pozitif bilgiye aşırı reaksiyon gösterildiğini ve yatırımcıların uluslararası borsa yatırım fonlarının bu yetersizliğinden portföydeki değişimlere rağmen kar elde edebildiklerini tespit etmiştir. Bu çalışmanın diğer bir bölümündeysen QQQ borsa yatırım fonunun piyasaya girmeden önceki ve piyasaya girdikten sonraki bu fonun portföyünde bulunan hisse senetlerinin fiyatlandırma davranış farklarını incelenmiştir. Bu çalışmanın sonucunda borsa yatırım fonlarının oluşmasıyla bu fonların portföyünde bulunan hisse senetlerinin sistematik riskinin düştüğü sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca borsa yatırım fonlarının oluşturduğu bu etkinin ve likidite etkisinin bire bir endeks kopyalama yoluyla oluşturulan borsa yatırım fonlarında daha az ağırlıkta görüldüğünü de belirlenmiştir.

Huang (2001) doktora tezinde geniş tabanlı borsa yatırım fonlarının, sektör borsa yatırım fonlarından daha az işlem gideri olduğunu bulmuş ve borsa yatırım fonlarının çeşitlenmenin alım-satım fiyat aralığına etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Rompotis (2003) bir makalesi çalışmasında borsa yatırım fonlarının performansları ile endeks fonların performanslarını karşılaştırmış ve borsa yatırım fonlarının ele alınan dönem içinde daha düşük performans göstermesine rağmen endeks fonlardan daha iyi endeks takip ettiğini tespit etmiştir. Ayrıca aynı çalışmada borsa yatırım fonlarına daha çok muhafazakar hisse senedi yatırımcılar ve riskçi yatırım fonu yatırımcılar ile hedging yapmasına ve türev kullanılmasına izin verilmeyen kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilirken; geleneksel bireysel yatırım fonu

yatırımcılarının borsa yatırım fonlarına yatırım yapmaktan kaçındıklarını saptamıştır.

Harper, Madura ve Schnusenbergl (2004) bir makale çalışmasında borsa yatırım fonlarının performansları ile 14 ülkeden 29 kapalı uçlu ülke fonlarının performanslarını 5 yıllık verilere göre karşılaştırmış ve bu karşılaştırmanın sonucunda borsa yatırım fonlarının hem ortalama getirisinin hem de Sharpe Oranı'nın kapalı uçlu yatırım fonlarına göre daha yüksek olduğunu ve kapalı uçlu yatırım fonlarının çoğunun negatif Jensen Alfasına sahip olduğunu tespit etmiştir. Benzer bir makale çalışmasını yapan Pennatur, Delcoure, Anderson (2002); ele alınan dönem için iShares borsa yatırım fonlarının haftalık performansını kapalı uçlu ülke yatırım fonlarına göre daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Miffre (2004) bir makalesinde ülkelere özgü borsa yatırım fonlarının, futures endeks hisselerine göre avantajlarının (vergi avantajı, alım-satım farkının daha düşük olması v.b.) borsa yatırım fonlarını uzun dönem yatırımlar için daha verimli bir yatırım aracı haline getirdiği sonucuna varmıştır. Ayrıca 2002'de çıkan futures borsa yatırım fonlarının hem borsa yatırım fonlarının vergi avantajına sahip olduğunu hem de futures hisselerinin kaldıraç avantajına sahip olduğunu saptamıştır.

Hungen (2003) bir makale çalışmasında uluslararası borsa yatırım fonlarının portföy çeşitlendirme açısından sağladığı katkılara değinmiş; portföy çeşitlendirmenin maliyet ve vergi açısından faydalarını ortaya koymuştur.

Elton, Gruber, Komer ve Li (2002) bir makale çalışmasında SPDR's borsa yatırım fonunun performansının ele alınan dönem için endeks fonlardan ve futures senetlerinden düşük olmasına rağmen endeks fonlardan

daha fazla tercih edilme nedeni olarak SPDR's borsa yatırım fonunun risk kontrol mekanizması ve kısa dönem ticaret için uygun olmasını belirlemiştir.

Gallagher ve Segera (2006) bir makale çalışmasında Avustralya'daki borsa yatırım fonları ile endeks fonlarının performanslarını karşılaştırmış ve borsa yatırım fonlarının getirilerinin takip ettikleri endeksle, endeks fonlara oranla daha uyumlu olduğunu; borsa yatırım fonlarının endeks izleme hatalarının (tracking error), endeks fonlardan daha düşük olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca sonuçların ABD'deki SPDR's borsa yatırım fonunun analiz sonuçları ile de örtüştüğü de belirlenmiştir.

Gastineau (2003) bir makalesinde ele alınan dönem için borsa yatırım fonlarının kısa dönem getirisinin hisse senedi kısa dönem getirisi düşerken şaşırtıcı bir şekilde arttığını ve bunun aktif borsa yatırım fonlarının etkinliğini ve arbitraj etkinliğini dolayısıyla tüm piyasanın etkinliğini artırdığını tespit etmiştir.

Barnhart ve Rosenstein (2005) bir makale çalışmasında borsa yatırım fonlarının piyasaya çıktığından beri kapalı uçlu fonların yerine geçme etkisi oluşturup oluşturmadığını incelemişler ve bunun için üç tip (Geniş sermayeli ABD, Uluslararası, Özel) kapalı uçlu fonun iskontoları, değerlerindeki düşüşler, işlem hacimleri açısından borsa yatırım fonlarının piyasalara girişinden itibaren değerlendirmişlerdir. Çalışmanın sonucunda borsa yatırım fonlarının ilk çıktığı süreden iki ay boyunca kapalı uçlu fonların iskonto oranlarındaki artışın istatistiksel açıdan anlamlı derecelerde düştüğü; borsa yatırım fonlarının ilk çıktığı süreden bir yıl boyunca kapalı uçlu fonların ortalama işlem hacminin önemli derecede düştüğü (istatistiksel açıdan anlamlı düşüş sadece üç ay boyunca olmuştur); borsa yatırım fonlarının ilk çıktığı süreden beri kapalı uçlu fonların değerlerinin istatistiksel açıdan anlamlı derecede değişmediği tespit edilmiştir.

Jares ve Lavin (2004) bir makale çalışmasında Japon ve Hong Kong borsa yatırım fonlarının fiyatlarının, ABD'deki borsa yatırım fonlarının endeksi yakından takip etme stratejilerinden farklı olarak, takip ettikleri endeksten saptıklarını ama bu sapmanın pozitif yönde ve kar amaçlı olduğunu tespit etmişlerdir.

Türkiye'de ise Ertuğrul (2006) yüksek lisans tezinde borsa yatırım fonlarının yatırımcıya sağladığı avantajlar ve borsa yatırım fonlarının maliyeti üzerine bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmada ABD piyasasındaki bazı yatırım fonlarını incelemiş ve tüm borsa yatırım fonları için olmasa da bazı borsa yatırım fonlarının kısa vadeli yatırımlar yanında maliyet avantajı ile hem uzun dönemli yatırımlar hem de arbitraj için uygun olacağını tespit etmiştir. Dow Jones Istanbul 20 Borsa Yatırım Fonunu da incelendiği çalışmada bu borsa yatırım fonunun A tipi yatırım fonlarından daha yüksek getiri elde ettiğini ve vergi açısından avantajları ve diğer avantajları ile her türlü yatırımcı için avantajlı olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca Dow Jones Istanbul 20 Borsa Yatırım Fonunun pasif yönetilmesi gerekirken aktif yönetildiğini tespit etmiştir.

Türkiye'de yapılan Sarıtaş'ın (2001) Türkiye'deki endeks fonların performansını değerlendirdiği doktora tezinde ve Kılıç'ın (2002) Türkiye'deki A tipi yatırım fonlarının performansını ölçtüğü çalışmada, borsa yatırım fonlarını da ilgilendiren, yatırımcılar açısından Türkiye'de endeksler üzerine kurulu pasif yatırım stratejisinin daha etkin bir strateji olabileceği tespitinde bulunmuşlardır.

4.2. Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Performans Ölçümünün Amaçları ve Değerlendirme Noktaları

Bu çalışmada Türkiye Sermaye Piyasalarında yeni sayılabilecek bir gelişme olan borsa yatırım fonlarının performans ölçümü üzerine bu çalışmanın yapılmasındaki başlıca amaç bu konuda daha önce yapılmış analiz çalışmalarının da ışığında borsa yatırım fonlarının Türk Sermaye Piyasasındaki performansının borsa yatırım fonları için belirlenen kıstaslara ne kadar uyum gösterdiğini ve bu kıstaslara oranla ne kadar başarılı olduğunu değerlendirmektir. Bu değerlendirme yapılırken borsa yatırım fonlarının performansının kaynakları da değerlendirilecektir. Ayrıca borsa yatırım fonlarının takip ettiği endeksle uyumu ve bu uyumu sağlamak için gösterilen yönetsel çabalar da değerlendirilecektir.

Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının performans değerlendirmesinde Türkiye'de işlem gören üç borsa yatırım fonunu birlikte değerlendirmek gerektiğinden ve en yeni tarihli borsa yatırım fonu 02.02.2006'da piyasada işlem görmeye başladığı için performans ölçümü bu tarihten başlayıp bu çalışmanın en güncel tutulabileceği tarihe (25.08.2006) kadar sürdürüleceğinden bu çalışma için 29 haftalık zaman sınırlılığı dolayısıyla bu zaman sınırlılığından kaynaklanan veri azlığı çalışmanın başlıca sınırlılığı olmuştur. Bu sınırlılığın etkisini azaltmak için haftalar ikiye bölünüp veri sayısı artırılmaya çalışılmıştır. Buna rağmen performans ölçüm değerlerinde istatistiksel anlam bakımından sınırlılıklar yaşanmıştır.

4.3. Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Performans Ölçümü Veri Tabanının Oluşturulması

Türkiye'deki üç borsa yatırım fonunun performansları ölçülürken yapılan çalışmada ilk olarak 02.02.2006'dan 25.08.2006'ya kadar 29 hafta boyunca haftada iki (Çarşamba ve Cuma) adet borsa yatırım fonlarına ait son işlem fiyatları veri olarak toplanarak toplam 58 adet veri elde edildi. Bu veriler bu borsa yatırım fonlarının internet siteleri takip edilerek toplanmıştır.

Risksiz faiz oranı için ise Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın aylık hazine bonusu ihaleleri takip edilerek veriler kurumun internet sitesinden alınmıştır.

4.3.1. Getiri Oranının Hesaplanması

Borsa yatırım fonlarının getirisi: O dönemde borsa yatırım fonlarının değerinde meydana gelen değişme yani bir dönem başı değerle dönem sonu değer arasındaki farkını dönem başındaki değerine bölerek hesaplanmıştır. Borsa yatırım fonu başına elde edilen 58 adet getirinin de aritmetik ortalaması alınarak ortalama getiri değerleri bulunmuştur.

4.3.2 Risksiz Faiz Oranı

Performans ölçümlerinde 3 aylık hazine bonosunun faiz oranı ölçüm yapılan dönem için risksiz faiz oranı olarak kabul görmektedir. Ama pratikte her zaman bu tip bonoların ihalesi yapılmadığı için bu bonolara en yakın vadeli tahvil veya bononun faizi de kullanılabilir.

Borsa yatırım fonlarının performans ölçümüne ilişkin bu çalışmada takip edilen aylık hazine ihalelerinden 3 aylık hazine bonusu ve bu bononun bulunmadığı ihalelerden de en yakın tarihli tahvil veya bononun faizleri alınarak bu faizlerin ortalaması hesaplanmış ve bu ortalama faiz oranının da yarım haftalık getirisi hesaplanmıştır.

4.3.3. Piyasa Getirisi (Gösterge Endeksi/Portföyü)

Borsa yatırım fonlarının performans ölçümlerinde, performansı değerlendirmek için bu performansları karşılaştıracığımız daha geniş kapsamlı piyasa endekslerinin performansı da ölçmek gerekir. Bu endekslerin yapı olarak borsa yatırım fonlarına yakın olması gerektiğinden borsa yatırım fonlarının hem hisse senedi portföyünden oluşması ve A tipi yatırım fonu olması dolayısıyla bu fonların yapısına uygun olarak IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonu Endeksleri seçilmiştir. Bu endekslere ilişkin veriler SPK bültenlerden toplandı. Bu endekslerin getirisi de borsa yatırım fonlarının ortalama getiri hesabı ile aynı şekilde elde edilmiştir.

4.4. Borsa Yatırım Fonlarının Performans Ölçüm Sonuçları

Borsa yatırım fonlarının performans ölçümünde öncelikle ortalama getiriler ve risk değerleri (standart sapma ve beta) karşılaştırılıp ardından performans ölçüm tekniklerine göre sonuçlar karşılaştırılacaktır.

4.4.1. Borsa Yatırım Fonlarının ve Gösterge Endekslerinin Ortalama Getiri ve Risk Değerlerinin Karşılaştırılması

Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının ve gösterge endekslerinin ortalama getiri ve risk değerleri Tablo 6'da gösterilmiştir.

Fon / Endeks İsmi	Ortalama Yarım Haftalık Getiri(%)	Standart Sapma	Beta
F.Dow Jones İstanbul 20 BYF	-0,1496	4,0011	0,6636
F.Mali Sektör Dışı NFIST20 BYF	-0,1275	3,7723	0,5488
BMD DJIM Türkiye BYF	-0,3640	3,1512	0,5749
IMKB 100 Endeksi	-0,2606	3,2619	1,0000
A Tipi Yatırım Fonu Endeksi	-0,1653	2,2879	0,5538
Hazine Bonosu	0,1877		

Tablo 6: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonları, IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerinin Yarım Haftalık Getiri, Standart Sapma ve Beta Değerleri Tablosu

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi ele alınan dönemdeki tüm getiri değerleri negatif çıkmıştır. Getiri açısından performansa bakıldığında NFIST20 Borsa Yatırım Fonu en yüksek getiriye sağlamıştır. Bunu Dow Jones İstanbul 20 Borsa Yatırım Fonu, A Tipi Yatırım Fonu Endeksi, IMKB 100 Endeksi ve son olarak DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu takip etmiştir. Borsa yatırım fonları ile gösterge endekslerinin getiri değerleri birbirilerine yakın değerlerdedir. Bu borsa yatırım fonlarının, piyasa ile aynı yönde hareket ettiğinin bir göstergesidir.

Standart sapma değerleri açısından incelendiğinde Dow Jones İstanbul 20 Borsa Yatırım Fonu en yüksek standart sapmaya sahiptir. Bunu NFIST20 Borsa Yatırım Fonu, IMKB 100 Endeksi, DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu ve son olarak A Tipi Yatırım Fonu Endeksi takip etmiştir. Borsa yatırım fonları ile gösterge endekslerinin standart sapma değerleri de birbirlerine yakın çıkmıştır.

Beta değerleri açısından incelendiğinde Dow Jones İstanbul 20 Borsa Yatırım Fonu en yüksek betaya sahiptir. Bunu DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu, A Tipi Yatırım Fonu Endeksi ve son olarak NFIST20 Borsa Yatırım Fonu takip etmiştir. Borsa yatırım fonları ve gösterge endekslerinin Beta değerleri de birbirine yakın çıkmıştır.

4.4.2. Borsa Yatırım Fonlarının ve Gösterge Endekslerinin Sharpe Oranı Değerlerinin Karşılaştırılması

Sharpe Oranı gerçekleşmiş sermaye piyasası doğrusuna dayalı bir karşılaştırma kriteri olduğu için toplam riske göre getirileri ölçen bir ölçüttü. Buna göre borsa yatırım fonlarının ve gösterge endekslerinin sıralı Sharpe Oranı değerleri aşağıda Tablo 7’de gösterilmiştir.

Fon / Endeks İsmi	Sharpe Oranı
F.Mali Sektör Dışı NFIST20 BYF	-0,0836
F.Dow Jones İstanbul 20 BYF	-0,0843
IMKB 100 Endeksi	-0,1375
A Tipi Yatırım Fonu Endeksi	-0,1543
BMD DJIM Türkiye BYF	-0,1751

Tablo 7: Türkiye’deki Borsa Yatırım Fonları, IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerinin Sıralı Sharpe Oranı Değerleri Tablosu

Sharpe Oranı’na göre performans değerlendirmesinde performansları sıralamak için kullanılan bir oran olduğu için Tablo 7’deki sıralamaya göre NFIST20 isimli borsa yatırım fonunun performansı diğer borsa yatırım fonlarından ve gösterge endekslerinden daha iyi çıkmıştır. İki tane borsa yatırım fonu (NFIST 20 ve DJIST 20) Sharpe Oranı kıstasına göre performans açısından gösterge endekslerinin performanslarının üstüne çıkarken sadece DJIM Türkiye borsa yatırım fonu gösterge endekslerinin altında performans göstermiştir. Borsa yatırım fonları ile gösterge endekslerinin Sharpe Oranı değerleri birbirlerine oldukça yakın çıkmıştır.

4.4.3. Borsa Yatırım Fonlarının ve Gösterge Endekslerinin M² Performans Ölçütü Değerlerinin Karşılaştırılması

M² ölçütleri karşılaştırılırken, performans ölçümü yapılan menkul kıymet veya portföyün M² değeri ne kadar yüksekse o menkul kıymet veya portföyün performansının o kadar yüksek demektir. Buna göre Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının ve gösterge endekslerinin M² değerleri Tablo 8'de sıralı olarak verilmiştir.

Fon / Endeks İsmi	M ² Ölçütü
F.Mali Sktr Dışı NFIST20 BYF	-0,0897
F.D.J.İstanbul 20 BYF	-0,0922
A Tipi Yat.Fonu Endeks	-0,3156
BMD DJIM Türkiye BYF	-0,3936
IMKB 100	-1,2748

Tablo 8: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonları, IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerinin Sıralı M² Ölçütü Değerleri Tablosu

Tablo 8'den de anlaşılacağı gibi Türkiye'deki borsa yatırım fonları ile gösterge endekslerinin M² Ölçütüne göre sıralamadaki ilk iki sıra Sharpe Oranı'na göre yapılan sıralamadaki ile aynı çıkmıştır. Burada da M² Ölçütü'ne göre en yüksek performansı NFIST 20 borsa yatırım fonu göstermiştir. O'nu DJIST 20, A Tipi Yatırım Fonları Endeksi, DJIM Türkiye borsa yatırım fonu ve son olarak IMKB 100 endeksi izlemiştir. Borsa yatırım fonları ile gösterge endekslerinin M² Ölçütü değerleri birbirlerine yakın değerlerde çıkmıştır.

4.4.4. Borsa Yatırım Fonlarının ve Gösterge Endekslerinin Değişim Katsayısı Değerlerinin Karşılaştırılması

Değişim Katsayısı bize performansı ölçülmek istenen menkul kıymet veya portföyün birim risk başına elde ettiği getiriye veren bir karşılaştırma ölçütüydü. Buna göre Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının ve gösterge endekslerinin Değişim Katsayısı değerleri Tablo 9'da sıralı olarak verilmiştir.

Fon / Endeks İsmi	Değişim Kats.
BMD DJIM Türkiye BYF	-8,6563
IMKB 100	-12,5153
A Tipi Yat.Fonu Endeks	-13,8419
F.D.J.İstanbul 20 BYF	-26,7531
F.Mali Sktr Dışı NFIST20 BYF	-29,5850

Tablo 9: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonları, IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerinin Sıralı Değişim Katsayısı Değerleri Tablosu

Değişim Katsayısı ölçütüne göre birim risk başına en fazla getiriye DJIM Türkiye borsa yatırım fonu elde etmiştir. Bu ölçümde iki tane borsa yatırım fonu gösterge endekslerinden daha az birim risk başına getiri elde etmiştir.

4.4.5. Borsa Yatırım Fonlarının ve Gösterge Endekslerinin Treynor Performans Ölçütü Değerlerinin Karşılaştırılması

Sistemik riski baz alan bu ölçüt yatırımcının sistemik riske katlanması sonucu elde ettiği ödülü göstermekteydi. Buna göre Türkiye'deki

borsa yatırım fonlarının ve gösterge endekslerinin Treynor Ölçütü değerleri Tablo 10'da sıralı olarak verilmiştir.

Fon / Endeks İsmi	Treynor Ölçütü
IMKB 100	-0,4484
F.D.J.İstanbul 20 BYF	-0,5082
F.Mali Sktr Dışı NFIST20 BYF	-0,5744
A Tipi Yat.Fonu Endeks	-0,6374
BMD DJIM Türkiye BYF	-0,9597

Tablo 10: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonları, IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerinin Sıralı Treynor Ölçütü Değerleri Tablosu

Tablo 10'da da görüldüğü gibi Treynor Ölçütüne göre performans sıralamasında IMKB 100 endeksi ilk sırayı almıştır. Borsa yatırım fonları arasında ise DJIST 20 borsa yatırım fonu ilk sırayı almıştır. DJIS 20'yi NFIST 20, A Tipi Yatırım Fonu Endeksi ve son olarak DJIM Türkiye takip etmiştir. Borsa yatırım fonları ile gösterge endekslerinin Treynor Ölçütü birbirlerine yakın çıkmıştır.

4.4.6. Borsa Yatırım Fonlarının ve Gösterge Endekslerinin Jensen Alfası Değerlerinin Karşılaştırılması

Jensen Alfası, performans ölçümünde Sharpe Oranı ve Treynor Ölçütü gibi karşılaştırmalı performans sıralaması sağlayan yöntemlerden çok mutlak bir ölçüte göre performansın belirlenmesi yönelik geliştirilen bir performans ölçütüydü. Buna göre Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının ve gösterge endekslerinin Jensen Alfası değerleri Tablo 11'da sıralı olarak verilmiştir.

Fon / Endeks İsmi	Jensen Alfasi
F.D.J.İstanbul 20 BYF	-0,0397
F.Mali Sktr Dışı NFIST20 BYF	-0,0692
BMD DJIM Türkiye BYF	-0,2940
A Tipi Yat.Fonu Endeks	-0,3530
(IMKB 100)	0,0000

Tablo 11: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonları, IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerinin Sıralı Jensen Alfasi Değerleri Tablosu

Tablo 11'den de anlaşılacağı üzere Jensen Alfasi ölçümlerine göre en yüksek performansı DJIST 20 borsa yatırım fonu göstermiştir. DJIS 20'yi diğer borsa yatırım fonları: NFIST 20 ve DJIM Türkiye borsa yatırım fonları takip etmiştir. A Tipi Yatırım Fonu Endeksi ise en düşük performansı göstermiştir. Borsa yatırım fonları ile gösterge endekslerinin Jensen Alfasi değerleri birbirlerine yakın çıkmıştır.

4.4.7. Borsa Yatırım Fonlarının Performans Analizlerinin Toplu Olarak Değerlendirilmesi

Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının Sharpe Oranı ile M^2 Ölçütü'ne göre yapılan performans ölçüm sonuçlarının ilk iki sırası ve borsa yatırım fonlarının performans sıralaması aynı çıkmıştır. Bu iki yöntemle göre Türkiye'deki borsa yatırım fonları arasında en yüksek performansı F.Mali Sektör Dışı NFIST20 Borsa Yatırım Fonu elde etmiştir. İki performans ölçüm yönteminde de F.DJIST 20 Borsa Yatırım Fonu ikinci sırayı almış ve borsa yatırım fonları arasında en düşük performansı gösteren BMD DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu olmuştur.

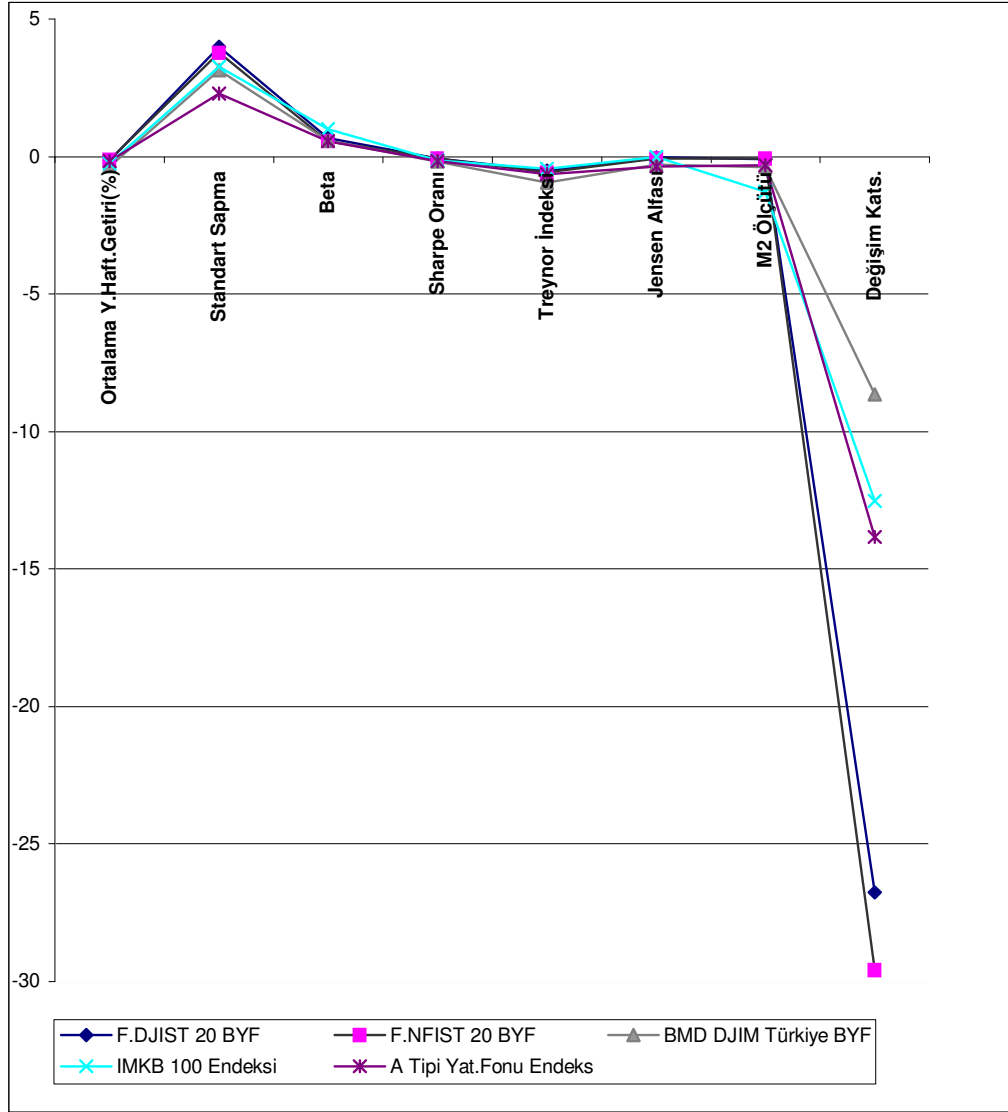
Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının Treynor Ölçütü ve Jensen Alfası'na göre yapılan performans ölçümlerinde ise borsa yatırım fonları arasındaki performans sıralaması aynı çıkmıştır. Treynor Ölçütü'ne göre yapılan performans ölçümlerinde borsa yatırım fonlarının arasında yapılan sıralamada ilk sırada olan F.DJIST 20 Borsa Yatırım Fonu aynı zamanda en yüksek Jensen Alfası'na sahip borsa yatırım fonu olmuştur. İki yöntemde de borsa yatırım fonları arasında ikinci sırayı F.Mali Sektör Dışı NFIST20 Borsa Yatırım Fonu ve son sırayı BMD DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu almıştır.

Treynor Ölçütü ve Jensen Alfası'na göre yapılan borsa yatırım fonları arasındaki performans sıralaması ile Sharpe Oranı ile M^2 Ölçütü'ne göre yapılan performans sıralamasında sadece birinci ile ikincinin yeri değişmiş; dört yöntemde de en düşük performansı gösteren borsa yatırım fonu BMD DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu olmuştur. Değişim Katsayısı'na göre yapılan ölçümlerde ise Sharpe Oranı ile M^2 Ölçütü'ne göre yapılan borsa yatırım fonları arasındaki performans sıralamasının tersi çıkmıştır. Bu sonuçta standart sapmanın ve getirinin büyüklüğü etkili olmuştur. Getirisi ve standart sapması en düşük olan ilk sırada çıkmıştır. Bu sıralamaya göre birim risk başına en yüksek getiri getiren BMD DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu olmuştur. O'nu F.DJIST 20 Borsa Yatırım Fonu ve F.Mali Sektör Dışı NFIST20 Borsa Yatırım Fonu takip etmiştir.

Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının toplu performans ölçüm sonuçları Tablo 12'de ve Şekil 10'da gösterilmiştir.

PERFORMANS KARŞILAŞTIRMA KRİTERİ	BORSA YATIRIM FONLARI			GÖSTERGE ENDEKS	
	F.DJIST 20 BYF	F.NFIST 20 BYF	BMD DJIM Türkiye BYF	IMKB 100 Endeksi	A Tipi Yat.Fonu Endeks
ORTALAMA YARIM HAFTALIK GETİRİ(%)	-0,1496	-0,1275	-0,3640	-0,2606	-0,1653
STANDART SAPMA	4,0011	3,7723	3,1512	3,2619	2,2879
BETA	0,6636	0,5488	0,5749	1,0000	0,5538
SHARPE ORANI	-0,0843	-0,0836	-0,1751	-0,1375	-0,1543
TREYNOR ÖLÇÜTÜ	-0,5082	-0,5744	-0,9597	-0,4484	-0,6374
JENSEN ALFASI	-0,0397	-0,0692	-0,2940	0,0000	-0,3530
M2 ÖLÇÜTÜ	-0,0872	-0,0849	-0,3834	-1,2748	-0,3156
DEĞİŞİM KATSAYISI	-26,7531	-29,5850	-8,6563	-12,5153	-13,8419

Tablo 12: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Toplu Performans Ölçüm Sonuçları Tablosu



Şekil 10: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Toplu Performans Ölçüm Grafiği

Tablo 12 ve Şekil 10 incelendiğinde borsa yatırım fonlarının IMKB 100 Endeksi ve A Tipi Yatırım Fonları Endeksine yakın performans gösterdiği görülmektedir. Bundaki en büyük etken borsa yatırım fonlarının hisse senedi portföylerinden oluşan yapısı itibari ile bu endeksleri yapısına benzerlik göstermesi ve borsa yatırım fonlarının Beta'larının pozitif olmasıdır.

4.4.8. Borsa Yatırım Fonlarının Portföyündeki Hisselerin Ağırlık Oranlarının Değişiminin Getiri Üzerine Etkisi

Bu çalışmada borsa yatırım fonlarının sürekli değişen portföylerindeki hisse ağırlıklarının aylık yüzdesel değişim miktarının borsa yatırım fonu aylık getirisine etkisi incelenmiştir. Bu nedenle borsa yatırım fonlarının internet sitelerinden aylık raporları takip edilip, aylık portföy kompozisyonundaki ağırlık değişimleri hesaplanmış sonuçlar aşağıda Tablo 13'te gösterilmiştir. Ayrıca portföye giren ve çıkan hisseler takip edilmiş ve Türkiye'deki tüm borsa yatırım fonlarının (ele alınan dönemde sadece 4 dönemde borsa yatırım portföylere değişik hisseler girmiş portföydeki bazı hisseler çıkmıştır) çok sık yapılan bir uygulama olmadığından ve veri azlığı nedeniyle bu uygulamanın borsa yatırım fonu getirisine etkisi hesaplanamamıştır. Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının aylık getiri, takip ettikleri endeksin aylık değişimi, endeks izleme hata oranı (tracking error), portföydeki hisselerin aylık ağırlık değişim yüzdesel oranı aşağıda Tablo 13'te verilmiştir.

Borsa Yatırım Fonu İsmi	Dönem	Aylık Getiri	Endeks Değişimi	Endeks İzleme Hatası	Portföydeki Hisselerin Yüzdesele Ağırlık Değişimi
DJIST 20 BYF	Şubat	4,3500	4,1600	0,1900	3,3500
DJIST 20 BYF	Mart	-8,5600	-8,9200	0,3600	4,5000
DJIST 20 BYF	Nisan	2,9000	2,5000	0,4000	1,9500
DJIST 20 BYF	Mayıs	-11,9200	-13,4200	1,5000	2,9500
DJIST 20 BYF	Haziran	-2,8800	-2,8100	0,0700	6,7500
DJIST 20 BYF	Temmuz	1,6500	1,4400	0,2100	2,9500
DJIST 20 BYF	Ağustos	3,6600	3,5800	0,0800	3,1000
Endeks Değişimi İle Aylık Getiri Arasındaki Korelasyon			0,9985		
NFIST20 BYF	Şubat	5,1700	5,2200	0,0500	3,4500
NFIST20 BYF	Mart	-6,3900	-6,4300	0,0400	6,3000
NFIST20 BYF	Nisan	3,2000	2,9400	0,2600	2,6500
NFIST20 BYF	Mayıs	-10,4700	-12,5200	2,0500	3,5000
NFIST20 BYF	Haziran	-2,9500	-2,9000	0,0500	7,0550
NFIST20 BYF	Temmuz	2,2500	1,9300	0,3200	2,8500
NFIST20 BYF	Ağustos	1,0200	0,9600	0,0600	3,0250
Endeks Değişimi İle Aylık Getiri Arasındaki Korelasyon			0,9959		
DJIM Türkiye BYF	Şubat	2,0638	2,3200	0,2562	4,0400
DJIM Türkiye BYF	Mart	-9,6300	-9,7700	0,1400	4,6200
DJIM Türkiye BYF	Nisan	1,7660	1,9800	0,2140	2,2700
DJIM Türkiye BYF	Mayıs	-11,5180	-12,3800	0,8620	3,3150
DJIM Türkiye BYF	Haziran	-5,3800	-5,3300	0,0500	2,9210
DJIM Türkiye BYF	Temmuz	2,6800	2,6700	0,0100	3,1750
DJIM Türkiye BYF	Ağustos	0,7600	0,7500	0,0100	3,2800
Endeks Değişimi İle Aylık Getiri Arasındaki Korelasyon			0,9993		

Tablo 13: Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarının Aylık Getiri, Takip Ettikleri Endeksin Aylık Değişimi, Endeks İzleme Hata Oranı (Tracking Error), Portföydeki Hisselerin Aylık Ağırlık Değişim Yüzdesele Oranı Tablosu

Tablo 13'te de görüldüğü gibi sürekli borsa yatırım fonlarının portföyündeki hisselerin ağırlıklarının artırılması veya azaltılması yani hisselerin portföy içerisindeki miktarının artırılması ya da azaltılması faaliyeti vardır. Ama bu faaliyetin borsa yatırım fonunun getirisine etkisi istatistikel açıdan anlamı düşük düzeydedir. Hatta aralarındaki regresyon doğrusunun eğimi negatif olduğundan getirilerle portföydeki hisse ağırlığı değişiminin ters yönde hareket ettikleri yönünde bir kanı oluşsa da R^2 sifıra yakın bir değer aldığından bu ilişki hakkında kesin bir yargıya varmak mümkün değildir.

Ama Tablo 13'ü dikkatli incelenirse şu saptama yapılabilir: Türkiye'de borsa yatırım fonları teoride pasif yönetilen yatırım fonları olsa da portföy yapısında hisse ağırlığı bazında sürekli ve portföy kompozisyonunda nadiren de olsa değişimler olduğu için Türkiye'deki borsa yatırım fonları için aktif yönetimin varlığından söz edilebilmek mümkündür. Burada önemli bir ayrıntı ise bu aktivitenin kar amaçlı olmasından ziyade borsa yatırım fonlarının getirilerinin takip ettiği endekslerin getirileri ile arasındaki korelasyon oranını muhafaza etmek; endekslerden sapmamaktır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Son on yılın en önemli finansal buluşlarından biri sayılan borsa yatırım fonları ilk olarak 1993 yılında ABD piyasalarında ortaya çıkmış ve yine ABD'de 2000'e doğru yaptığı patlama ile tüm dünya piyasalarının ilgisini çekmiş; ABD yanında Avrupa, Asya-Pasifik ve gelişmişte olan ülkelerin piyasalarında 2000'den sonra özellikle son yıllarda hızlı gelişim sağlamıştır. Borsa yatırım fonları tüm dünyadaki gelişmesini sürdürürken Türkiye 2005 yılından itibaren bu fonlarla geç olsa da tanışmıştır.

Borsa yatırım fonlarının dünya çapındaki bu hızlı gelişiminin en önemli sebepleri olarak borsa yatırım fonlarının hisse senetleri gibi borsada işlem görebilmeleri, şeffaf ve esnek olmaları, vergi ve maliyet avantajları, yatırımcılarına tek bir işlem ile birçok menkul kıymetten oluşan portföylere kolayca yatırım yapma olanağı sağlayarak yatırımcının riskini azaltması ve portföy yapısına sahip olmasına rağmen bir endeks takip ettiği için hem yatırımcı hem de yatırımcı kuruluşlar açısından kolay anlaşılır ve yönetilir olması görülmektedir.

Her yatırım aracında olduğu gibi borsa yatırım fonlarının da avantajlı olduğu nokta kadar dezavantaj yarattığı noktalar da vardır. Ama iyi yönetilen bir borsa yatırım fonunda, bu dezavantajlar kolayca elemine edilebilmesi mümkündür.

Üçüncü bölümde de belirtildiği gibi yatırım fonlarına ilişkin performans değerlendirilmesinde ise iki yaklaşımdan birinci yaklaşım olan yatırım fonlarının riske göre düzeltilmiş getirilerinin aynı yöne sahip diğer yatırım fonları ile veya aynı yöne sahip bir gösterge portföy ya da endeks getirileri ile karşılaştırılması yaklaşımı performans ölçümünde baz alındı. Bu yaklaşıma göre yapılan Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının performans ölçümleri

kısaca özetlenirse: Sharpe Oranı ile M^2 Ölçütü'ne göre yapılan performans ölçüm sonuçlarına göre en yüksek performansı F.Mali Sektör Dışı NFIST20 Borsa Yatırım Fonu elde etmiş, bunu F.DJIST 20 Borsa Yatırım Fonu takip etmiştir. Borsa yatırım fonları arasında en düşük performansı gösteren BMD DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu olmuştur. Treynor Ölçütü ve Jensen Alfası'na göre yapılan performans ölçümlerinde ise borsa yatırım fonları arasındaki performans sıralaması ilk sırada F.DJIST 20 Borsa Yatırım Fonu ikinci sırayı F.Mali Sektör Dışı NFIST20 Borsa Yatırım Fonu ve son sırayı BMD DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu almıştır. Değişim Katsayısı'na göre yapılan ölçümlerde birim risk başına en yüksek getiri getiren BMD DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu olmuştur. O'nu F.DJIST 20 Borsa Yatırım Fonu ve F.Mali Sektör Dışı NFIST20 Borsa Yatırım Fonu takip etmiştir. Bu sonuçta getirinin ve standart sapmanın düşük olması etkili olmuştur.

Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının performansı üzerine yapılan bu çalışmada ise elde edilen sonuçlar performans ölçüm yöntemlerine göre değişse de performans ölçümlerinin hepsinde ortaya çıkan sonuç Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının karşılaştırma kriteri olan gösterge endeksleri olan IMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonu Endeksi'ne yakın değerler elde etmesi ve bunun sonucu olarak Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının piyasaya uyumu ve piyasadaki pozisyonun belirlenmesi olmuştur. Bu borsa yatırım fonlarının, yatırım fonu ile hisse senedi melezi bir yatırım aracı olduğu görüşünü doğrulamaktadır.

Türkiye'deki borsa yatırım fonlarına ilişkin yapılan diğer bir çalışma da Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının portföylerindeki hisse senetlerinin ağırlıklarının aylık değişiminin borsa yatırım fonu aylık getirisine etkisi incelenmiştir. Borsa yatırım fonlarında sürekli olarak portföyündeki hisselerin ağırlıklarının artırılması veya azaltılması yani hisselerin portföy içerisindeki miktarının artırılması ya da azaltılması faaliyetinin borsa yatırım fonunun

getirisine etkisi istatistiksel açıdan anlamı düşük düzeydedir. Hatta aralarındaki regresyon doğrusunun eğimi negatif olduğundan getirilerle portföydeki hisse ağırlığı değişiminin ters yönde hareket ettikleri yönünde bir kanı oluşsa da R^2 sifıra yakın bir değer aldığından bu ilişki hakkında kesin bir yargıya varmak mümkün olmasa da; Türkiye’de borsa yatırım fonları teoride pasif yönetilen yatırım fonları olsa da portföy yapısında hisse ağırlığı bazında sürekli ve portföy kompozisyonunda nadiren de olsa değişimler olduğu için Türkiye’deki borsa yatırım fonları için aktif yönetimin varlığından söz edilebilmek mümkündür. Burada önemli bir ayrıntı ise bu aktivitenin kar amaçlı olmasından ziyade borsa yatırım fonlarının getirilerinin takip ettiği endekslerin getirileri ile arasındaki korelasyon oranını muhafaza etmek; endekslerden sapmamaktır.

Türkiye’de yeni yeni gelişen borsa yatırım fonları aslında hem Türkiye ile geç tanışmasının, hem mevzuatının yeni olmasının hem de borsa yatırım fonları hakkında menkul kıymet piyasalarındaki tecrübe ve bilgi azlığından dolayı daha bu fonların dünya piyasalarında elde ettiği başarıya Türkiye’de ulaşamamış hatta bu konuda çoğu gelişmekte olan gerisinde kalmıştır. Bu noktada yapılacak en önemli uygulama: Borsa yatırım fonları için Avrupa’da yapılan ve büyük başarı elde eden yoğun eğitim faaliyetlerini Türkiye’de de yaygınlaştırmaktır. Bu noktada en büyük görev Sermaye Piyasası Kurulu’na, akademik kurumlara ve borsa yatırım fonları ile ilgilenen yatırım kuruluşlarına düşmektedir.

KAYNAKÇA

ATA, Özgür

2003 "İMKB'nin Gelişimi İçin Alternatif Bir Piyasa Modeli: Borsa'da İşlem Gören Yatırım Fonları (Exchange Traded Funds)",Activefinans, Mart-Nisan:46-52

AYAYDIN,Aydın

1993 Yatırım Fonları Performans Değerlendirmesi, Cem Ofset Yayınları, İstanbul

BARNHART, Scott W.; ROSENSTEİN, Stuart

2005 "The Effect of Exchange Traded Fund Introductions on Closed-End Fund Trading: Is There a Substitution Effect", East Carolina University Working Paper, Greenville

BİLDİK, Recep

2002 "Türk Sermaye Piyasası İçin Yeni Bir Yatırım Alternatifi: Borsada İşlem Gören Fonlar (ETF's)", İktisat, İşleme ve Finans, Aralık 2002, s. 71-86

BODİE, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J:

2004 Essential of Investments, McGraw Hill, Boston

CANBAŞ, Serpil

2004 "Türkiye'deki Yatırım Fonları Performanslarının Tutarlılığının İncelenmesi", S. KANDIR, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi. Sayı 480 Mart:64-71

CORRADO, Charles J.ve Bradford D.JORDAN

2005 Fundamentals of Investments : Valuation and Management , McGrawHill Irwin, New York

DELCOURE, Natalya V.

2001 Two Essays on Exchange Traded Funds, Doktora Tezi, Louisiana Tech University, Louisiana

DÖNMEZ, Çetin Ali

2002 "Türkiye'de Yatırım Fonlarının Geliştirilmesi İçin Bir Uygulama Önerisi: Borsa fonları (Exchange Traded Funds)",Activefinans, Eylül-Ekim:42-51

ELTON, Edwin Jr.; GRUBER, Martin Jr.; COMER, George; LI, Ka

2002 "Spiders: Where Are The Bugs", The Journal of Business, No:75.3, s:453-472

- ERTUĞRUL, Ceyhun
2006 Borsa Yatırım Fonları, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- FABOZZI, Frank J. ve F.MODİGLIANI
2003 Capital Markets: Institutions and Instruments, Prentice Hall-Pearson, New York
- FUHR, Deborah
2001 "Exchange Traded Funds: A Primer", Journal of Asset Management, Aralık, Sayı: 2.3, s.260-273
- GALLAGHER, David R.; SEGERA Reuben
2006 "The Performance and Trading Characteristic of Exchange-Traded Funds", The University of New South Wales and The University of Sydney Working Paper, Sydney
- GASTINEAU, Gary L.
2001 "Exchange-Traded Funds: An introduction", The Journal Of Portfolio Management , Volume 27 No: 3 Spring:88-97
- GASTINEAU, Gary L.
2003 "Is Selling ETFs Short A Financial 'Extreme Sport'", ETF Cosultant LLC Working Paper, September, New Jersey
- HARPER, Joel T.; MADURA, Jeff; SCHNUSENBERG, Oliver
2005 "Performance Comparasion Between Exchange Traded Funds and Closed-End Funds", Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, Vol:XXX, No:5, s:1-19
- HEHN, Elisabeth (Editor)
2005 Exchange Traded Funds, Springer, Berlin
- HIRT, Geoffrey A.ve B.BLOCK
2003 Fundamentals of Investment Management, McGraw Hill Irwin, New York
- HUANG, Chi-Hsiang.
2001 Essays on Market Liquidity: Staoock Market Returns, and Exchange Traded Funds, Doktora Tezi, Dallas University, Dallas
- HUNGEN, J. Christopher
2003 "How Effective Is Arbitrage of Foreign Stocks? The Case of the Malaysia Exchange Traded Funds", Multinational Business Review, Fall, Vol:11, No:2, s:17-27

İMKB

2003 Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları , İstanbul

INVESTMENT COMPANY INSTITUTE

2006 Mutual Fund Fact Book, Washington,

JARES. Timothy E.; LAVIN, Angeline M.

2004 "Japan and Hong Kong Exchange-Traded Funds (ETFs): Discounts, Return and Trading Strategies", Journal of Financial Services Research, February, Vol:25, No: 1, s:57-69

KILIÇ, Saim

2002 Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi, İMKB Yayınları, İstanbul

KOSTOVETSKY, Leonard

2003 "Index Mutual Funds and Exchange-Traded Funds", The Journal Of Portfolio Management , Volume 29 No: 4 Summer:80-92

MANDACI, Pınar E. ve Halil SOYDAN

2002 Capital Markets, Literatür, İstanbul

MAYO, Herbert B.

2006 Basic Investments, Thomson-South Western Publish, New Jersey

MIFFRE, Joelle

2004 "Country-Specific ETF's: An Efficient Approach to Global Asset Allocation", Cass BS City University Working Paper, Londra

ÖZKAYA, Kadir

2001 Portföy Performansının Ölçülmesi A Tipi Yatırım Fonlarının Sharpe Modeliyle Değerlemesi, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul

ÖZÜTÜRK, Bülent

1999 "Yatırım Fonu Performanslarının Yatırım Fonu Endekslerinin Oluşturulması Yoluyla Ölçülmesi", SPK Yetelilik Etüdü, Ankara

PENNATUR, Anita K.; DELCOURE, Natalya; ANDERSON, Dwight

2002 "Diversification Benefits of iShares and Closed-End Country Funds", The Journal of Financial Research, Vol.XXV. No:4, Winter, s:541-557

RASMUSSEN Scott;

2002 Going Long with Baskets; A Cost-Benefit Comparison of Exchange Traded Funds and Index Mutual Funds", Economic Honors Tezi, Stanford Univesity, Boston

- RICHIE, Nivine
2004 Pricing Behavior of Exchange Traded Funds, Doktora Tezi, Florida Atlantic University, Florida
- ROMPOTIS, Gerasimos G.
2003 "An Empirical Comparing Investigation on Exchange Traded Funds and Index Funds Performance", University of Athens Working Papers, Athens University, Atina
- SARIKAMIŞ, Cevat
1998 Sermaye Pazarları, Alfa Yayınları 3.Basım, İstanbul
- SARITAŞ, Hakan
2001 Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirilmesi: Alternatif Bir Yatırım Aracı Olarak Endeks Fonları, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 9 Eylül Üniversitesi, İzmir
- SHARPE, William F
1994 "The Sharpe Ratio", The Journal Of Portfolio Management, Volume 21, Fall, s:49-58
- SOLNİK, Bruno
2004 International Investment, Pearson, New York
- ŞAHİN, Nalan
2003 "Fonların Fiyatlandırılması", SPK Yetellik Etüdü, Ankara
- ŞEREMET, Mehmet Murat
2002 Yatırım Fonlarında Performans Değerlendirmesi, Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enst., İstanbul
- TANÖR, Reha
1999 Türk Sermaye Piyasası: Taraflar, Beta Yayınları, İstanbul
- TEVFİK, Gürman
1995 Dünya'da ve Türkiye'de Yatırım Fonları, T.İş Bankası Yayınları, İstanbul,
- THIRUMALAI, Ramabhadran S.
2004 Three Essays on Exchange Traded Funds, Doktora Tezi, Indiana University, Indiana
- TURK, James
2005 "Special Reports: Gold ETF's...The Battle Lines Are Drawn", The Bulls & Bear Resource Investor, www.TheBullAndBear.com, Şubat 2005, s.1-8

WESTBROOK, Harvey Birtill Jr.
2002 Two Essays on Financial Economics, Doktora Tezi, University of Illinois, Illinois

YASAMAN, Hamdi
1980 İsviçre ve Fransız Hukuklarında Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulama Alanları, İ.Ü. Yayınları, İstanbul

ZHOU, Dan
2003 An Analysis of Information Asimetry in Exchange Traded Funds, Doktora Tezi, University of Memphis, Memphis

<http://www.amex.com> , Giriş Tarihi: 09.03.2006

<http://www.deutsche-boerse.com> , Giriş Tarihi: 17.09.2006

<http://www.etfconnect.com>, Giriş Tarihi: 03.04-03.05.2006

<http://www.etftrends.com> , Giriş Tarihi: 17.09.2006

<http://www.etfzone.com>, Giriş Tarihi: 27.05.2006

<http://www.fool.com/etf/etf.htm>, Giriş Tarihi: 17.05.2006

<http://www.djist.com>, Giriş Tarihi: 09.02.2006-07.09.2006

<http://www.djim.com.tr>, Giriş Tarihi: 09.02.2006-07.09.2006

<http://www.ici.org>, Giriş Tarihi: 04.07.2006

<http://www.marketwatch.com>, Giriş Tarihi: 03.04.2006

<http://www.nfist.com>, Giriş Tarihi: 09.02.2006-07.09.2006

<http://www.sec.gov>, Giriş Tarihi: 03.05.2006

<http://www.spk.gov.tr>, Giriş Tarihi: 03.02.- 18.09.2006

www.stern.nyu.edu, Giriş Tarihi: 12.05.2006

<http://www.treasury.gov.tr>, Giriş Tarihi: 01.09.2006

<http://www.trustnet.com>, Giriş Tarihi: 03.03.2006

<http://www.world-exchanges.org>, Giriş Tarihi: 21.08.2006

ÖZET

Son on yılın en önemli finansal yeniliklerinden biri olarak kabul edilen borsa yatırım fonları dünya piyasalarında gösterdiği gelişimle Türkiye'deki sermaye piyasalarının da dikkatini çekmiş ve bu konuda çalışmalar yapılmaya başlanmıştır. Bu çalışmaların sonucu olarak 2005 yılında Türkiye, borsa yatırım fonları ile tanışmıştır. Bu çalışma da bu noktadan hareketle hisse senedi sepetinden oluşan ve yatırım fonları ile hisse senedinin melezi olarak bilinen borsa yatırım fonlarının dünyadaki ve Türkiye'deki gelişimi ve diğer özellikleri incelenmiştir.

Çalışmanın uygulama bölümünde borsa yatırım fonlarının performansları İMKB 100 ve A Tipi Yatırım Fonları Endekslerine göre 58 yarım haftalık bir periyotta (03.02.2006'dan 25.08.2006'ya) ölçülmüştür. Performans ölçümü sonuçlarına göre borsa yatırım fonları performans olarak endekslere yakın değerler vermiştir. Bu Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının pazar ile uyumunu ve pazar getirisine yakın getiri değerine sahip olduklarını göstermektedir. Yapılan diğer bir çalışmada Türkiye'deki borsa yatırım fonlarının portföyündeki hisselerin aylık ağırlık değişiminin borsa yatırım fonlarının aylık getirisine etkisi 7 aylık bir periyotta (Şubat 2006'dan Ağustos 2006'ya) incelenmiştir. Borsa yatırım fonlarının portföyündeki hisselerin ağırlık değişimi ile borsa yatırım fonlarının getirisi arasında ters yönde bir ilişki çıksa da veri dönemi yetersizliğinden istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki çıkmamıştır. Ama bu aktivitenin kar amaçlı olmaktan çok borsa yatırım fonlarının takip ettikleri endeksle aralarındaki korelasyon oranını koruma amaçlı olduğu sonucuna varılmıştır.

ABSTRACT

Accepted as a one of the most important financial innovation of last decades, the development of exchange traded funds world wide attracted attention of Turkish capital market and some studies have started on the subject. As an outcome of these studies, Turkey was introduced with exchange traded funds in 2005. Based on that, this thesis dicusses the development and other features of exchange traded funds, which consist of a basket of securities and known as the hybrid of mutual fund and share, in the world and Turkey.

In the chapter of this study devoted to implementation, the performances of exchange traded funds are measured with respect to benchmarking "İMKB 100" ve "A Tipi Yatırım Fonları" indexes in the period of the 58 half week (03.02.2006 to 25.08.2006). As a result of performance measure, the performances of exchange traded funds were observed to be close to the performances of indexes. The results demonstrate that the exchange traded funds in Turkey have adapted themselves to market and their returns are close to market returns. Other work in this chapter is to investigate the effect of monthly weight changes of shares in in the portfolio of exchange traded funds to the monthly returns of exchange traded funds in Turkey in the period of the 7 month (February 2006 to August 2006) . In spite that there is an adverse relationship between the weight changes of shares in portfolio of exchange traded funds and the return of exchange traded funds, this relationship is not statistically significiant due to the insufficiency of data period. But the results show that rather than being profit oriented, this activity's purpose is to keep the correlation rate between exchange traded funds and its tracking index .