

T.C. DO U ÜN VERS TES
SOSYAL B L MLER ENST TÜSÜ
LETME ANAB L M DALI

A-T P FONLARIN GET R ANAL Z : TÜRK YE'DEN B R
UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Hazırlayan

Sonnur Çolak

201282018

Tez Danı manı: Yrd. Doç. Dr. Deniz Parlak

stanbul-Aralık 2014

T.C. DO U ÜN VERS TES
SOSYAL B L MLER ENST TÜSÜ
LETME ANAB L M DALI

A-T P FONLARIN GET R ANAL Z : TÜRK YE'DEN B R
UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Hazırlayan

Sonnur Çolak

201282018

Tez Danı manı: Yrd. Doç. Dr. Deniz Parlak

stanbul-Aralık 2014

ÖNSÖZ

Uzun çalımlar sonucunda elde ettiğim çalımların başlangıç aşamasından bitimine kadar her türlü akademik desteğini esirgemeyerek bana yol gösteren değerli danışman hocam Yrd. Doç. Dr. Deniz Parlak'a teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca yazmış olduğum tezimin yapımında her zaman yanımda olan ve her türlü fedakarlığı gösteren başta ablalarım Zeliha Çolak ve İknur Çolak'a ve aileme teşekkürlerimi sunarım.

İstanbul Aralık 2014

Sonnur ÇOLAK

ÖZET

Finansal piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak yatırımcıların farklı finansal varlıkların bir araya getirilmesi ile oluşan çeşitlendirilmiş portföylere ilgisi artmaktadır. Bu çerçevede yatırımcılara yaygın olarak sunulan en önemli portföyler menkul kıymet ve emeklilik yatırım fonlarıdır. Portföylere yapılan yatırımın batarası, portföy riski ve getirisi ile ölçülmektedir. Bu ölçümü gerçekleştirmek amacıyla pek çok yöntem geliştirilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, emeklilik ve yatırım fonlarının performansının incelenmesidir. İnceleme beş farklı ölçüt kullanılarak yapılmış ve ölçütlerin bulguları arasında fark olup olmadığı incelenmiştir. Ayrıca fon performanslarındaki batarası ve batarasızlığın kalıcılığı da test edilmiştir. On altı fon üzerinde yapılan uygulama farklı ölçütlerin her zaman aynı sonucu vermediğini ve portföylerin batarası ve batarasızlıklarının istikrarlı olmadığını göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: Menkul kıymet fonları, Emeklilik Fonları, Performans Ölçümü

ABSTRACT

In parallel to changes in financial markets, the investors' demand for diversified portfolios that are formed by combining various financial assets increased notably. In this context the most important portfolios that are offered to investors by financial institutions are mutual and pension funds. The success of the portfolio investments are measured through risk and return profile of the portfolio. On this purpose various performance measurement methods are developed in finance literature.

The purpose of this study is to analyze the performance of mutual and pension funds. The analysis is conducted by using five different measurement methods and the results obtained are compared thereafter. Furthermore the persistence of portfolio performance throughout the years is also investigated. The application made on sixteen funds showed that the different measurement scales did not always produce the same results and fund performances were not persistent in consecutive years.

Keywords: Mutual funds, Pensio funds, Performance Measurement

ÖNSÖZ.....	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iii
EK LLER L STES	vii
TABLO L STES	viii
KISALTMALAR.....	ix
1.G R	1
2. YATIRIM FONLARININ HAKKINDA GENEL B LG LER.....	3
2.1.Yatırım Fonlarının Tanımı.....	3
2.2.Yatırım Fonlarının Tarafları ve İleyi İ.....	4
2.3.Yatırım Fonlarının Avantajları.....	5
2.3.1.Yatırımcıya Sağladığı Avantajlar.....	6
2.3.2. Kurucuya Sağladığı Avantajlar.....	6
2.3.3.Ülke Ekonomisine Sağladığı Avantajlar.....	7
2.4.Yatırım Fonlarının Tarihi.....	7
2.5.Yatırım Fonlarının Temel İlkeleri.....	8
2.6.Yatırım Fonlarının Fonksiyonları.....	10
2.6.1.Sinerji ve Ölçek Ekonomisi.....	10
2.6.2.Çeşitlendirme.....	11
2.6.3. Profesyonel Portföy Yönetimi.....	11
2.7.Yatırım Fonlarının Türleri.....	12
2.7.1.Pay Senedinin Değerliliğine Göre Yatırım Fonları.....	12
2.7.2.Portföyün Niteliğine Göre Yatırım Fonları.....	13
2.7.3. Kâr Dağılımına Göre Yatırım Fonları.....	14
2.7.4.Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları.....	14
2.8.Yatırım Fonlarının Tipleri.....	18
2.8.1.A Tipi Yatırım Fonları.....	18
2.8.2.B Tipi Yatırım Fonları.....	18
2.9.Yatırım Fonlarının Kurulu ve Faaliyet Şartları.....	18
2.9.1.Yatırım Fonu Kuracak Olan Kişilerin Sahip Olması Gereken Özellikler...18	
2.9.2.Yatırım Fonlarının Kuruluşu İçin Gerekli Şartlar.....	19
2.9.3.Yatırım Fonunun Kuruluşu.....	19

3.B REYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ	21
3.1.Bireysel Emeklilik Sisteminin Tarihsel Gelişim Süreci.....	22
3.2.Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi.....	23
3.3.Bireysel Emeklilik Sistemi’nin Özellikleri.....	24
3.4.Bireysel Emeklilik Sisteminin İyileştirilmesi.....	26
3.5.Bireysel Emeklilik Sisteminin Tarafları.....	28
3.5.1.Katılımcı.....	28
3.5.2.Portföy Yöneticisi.....	29
3.5.3.Emeklilik Şirketi.....	29
3.5.4.Saklayıcı Kurulu	30
3.5.5.Sermaye Piyasası Kurulu	30
3.5.6.Hazine Müsteşarlığı	31
3.5.7.Bireysel Emeklilik Danışmanlık Kurulu.....	31
3.5.8.Emeklilik Gözetim Merkezi	31
3.5.9.Bireysel Emeklilik Aracıları.....	32
3.6.Emeklilik Yatırım Fonları.....	34
3.7.Emeklilik Yatırım Fonları Türleri.....	34
3.7.1.Gelir Amaçlı Fonlar.....	34
3.7.2.Büyüme Amaçlı Fonlar.....	35
3.7.3.Para Piyasası Fonları	35
3.7.4.Kıymetli Madenler Fonları.....	35
3.7.5. Hissesiz Fonlar.....	36
3.7.6.Diğer Fonlar.....	36
4.YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRİLMESİ	37
4.1.Performans Değerlendirmenin Amacı ve Önemi.....	37
4.2.Portföy Performansı Kavramı.....	38
4.3.Performans Değerlendirmede Getiri ve Riskin Hesaplanması.....	41
4.3.1.Getirinin Hesaplanması.....	41
4.3.2.Riskin Hesaplanması.....	43
4.4.Performans Ölçüm Yöntemleri.....	47
4.4.1.Standart Sapmayı (Toplam Riski) Esas Alan Yöntemler.....	48
4.4.2. Sistematik Riski (Beta) Esas Alan Yöntemler.....	53
4.4.3. Potansiyel Maksimum Kaybı Esas Alan Yöntem.....	59
5. MODEL VE DEĞERLENDİRME YÖNTEMLERİ.....	61
5.1.Araştırmanın Hipotezleri.....	61
5.2.Araştırmanın Yöntemi.....	62
5.3. Veri ve Değişkenler.....	62
5.3.1. Emeklilik Fonlarının Haftalık Getirileri.....	62
5.3.2. Risksiz Faiz Oranı.....	63
5.3.3. Karşılaştırılabilir Ölçütü (Benchmark).....	63
5.3.4. Beta.....	64
5.3.5. Alfa.....	65
5.3.6. Standart Sapma.....	65

6.ANALİZ VE BULGULAR.....	66
6.1.2010-2013 Yılları Arasındaki Döneme Ait A Tipi Fonların Getiri Değerleri.....	66
6.2.Y ile E Portföylerinin Getiri Farklılıklarının İstatistiksel Analizi.....	68
6.3.Toplam Riski ve Betayı Esas Alan Yöntemlerin Değerleri ve Korelasyonları.....	70
7.SONUÇ.....	87
8.KAYNAKÇA.....	88

EK LER L STES

Sayfa No

ekil 2.1 Yatırım Fonu İleyi İ	5
ekil 3.1 Bireysel Emeklilik Sisteminin İleyi Yapısı	28
ekil 4.1 Risk Bile enleri	46
ekil 4.2 Sharpe Oranı	50
ekil 4.3 M ² Performans Ölçütü	51
ekil-4.4 Treynor Endeksi	55
ekil-4.5 Jensen Ölçütü	57

TABLolar L STES	Sayfa No
Tablo 6.1. A Tipi Fonların 2010-2013 Getirileri	67
Tablo 6.2. E lenik Çiftler T-Test	68
Tablo 6.3. 2010 Yılına Ait A Tipi Fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının De erleri	71
Tablo 6.4. 2010 Yılına Ait A tipi Fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının Arasındaki Korelasyon	72
Tablo 6.5. 2011 yılına ait A tipi fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının De erleri	73
Tablo 6.6. 2011 yılına ait A tipi fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının Arasındaki Korelasyon	75
Tablo 6.7. 2012 yılına ait A tipi fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının De erleri	76
Tablo 6.8. 2012 Yılına Ait A Tipi Fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının Arasındaki Korelasyon	77
Tablo 6.9. 2013 Yılına Ait A Tipi Fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının De erleri	78
Tablo 6.10. 2013 Yılına Ait A Tipi Fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının Arasındaki Korelasyon	80
Tablo 6.11. 2010 Yılına Ait Yöntemlerin Sıralanması ve Modları	81
Tablo 6.12. 2011 Yılına Ait Yöntemlerin Sıralanması ve Modları	82
Tablo 6.13. 2012 Yılına Ait Yöntemlerin Sıralanması ve Modları	83
Tablo 6.14. 2013 Yılına Ait Yöntemlerin Sıralanması ve Modları	84
Tablo 6.15. 2010-2013 Yıllarına Ait Fonların Yöntemlerinin Grupları	85

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birle ik Devletleri
A. .	: Anonim irket
BES	: Bireysel Emeklilik Sistemi
BIST	: Borsa stanbul Endeksi (MKB)
CAPM	: Capital Asset Pricing Model (Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli)
CML	: Capital Market Line (Sermaye Piyasası Do rusu)
D BS	: Devlet ç Borçlanma Senetleri
EGM	: Emeklilik Gözetim Merkezi
EYF	: Emeklilik Yatırım Fonu
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
ICI	: Investment Company Institute (Yatırım irketi Enstitüsü)
MKB	: stanbul Menkul Kıymet Borsası
K T	: Kamu ktisadi Te ebbüsü
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve birli i Örgütü)
PWC	: Price Waterhouse Coopers (Denetim, Vergi Ve Danı manlık Hissetleri)
SEC	: U.S. Securities and Exchange Commission (ABD Menkul Kıymet ve Borsa Komisyonu)
SML	: Security Market Line (Menkul Kıymet Piyasa Do rusu)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
S&P	: Standart and Poor's
TAKASBANK	: Takas ve Saklama Bankası A. .
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurulu ları Birli i
V.D.	: Ve Di erleri

1. G R

Modern dünyada, finansal yatırımlar içerisinde portföy yatırımları önemli bir yer tutmaktadır. Yatırımcıların portföy çe itlendirmesi yöntemi ile risklerini azaltmaları ve minimum risk alarak olabilecek en yüksek getiriye elde etme istekleri portföy kuramının temellerini olu turmaktadır. Bu ba lamda yatırımcılara yaygın olarak sunulan en önemli portföyler yatırım fonlarıdır.

Finans dünyasında kabul gören bir di er portföy seçene ini ise emeklilik fonları olu turmaktadır. Devletlerin sosyal güvenlik sistemlerinde kar ıla ılan sorunlar çalı anları bireysel emeklilik sistemine yöneltmi ve bu ekilde sistemde biriken fonların etkin ekilde de erlendirilmesi önemli hale gelmi tir. Bu amaçla farklı finansal varlıkların yatırımcı isteklerine uygun olarak bir araya getirilmesi ile olu turulan emeklilik fonları finansal sistemin önemli yatırım araçları arasında yerini almı tir.

Yatırım ve emeklilik fonlarının yatırımcı sayısının artmasına paralel olarak sayıca ço alması ve içerik olarak farklılaşması bu portföylerin performansının ölçülmesi konusunu önemli hale getirmi , bu amaçla pek çok ölçüt geli tirilmi tir.

Bu ba lamda bu çalı manın amacı, emeklilik ve yatırım fonlarının performansının incelenmesidir. nceleme farklı ölçütler kullanılarak yapılmı ve ölçütlerin bulguları arasında fark olup olmadı ı incelenmi tir. Ayrıca fon performanslarındaki ba arı ve ba arısızlı ın kalıcılı ı da test edilmi tir.

Çalı manın örnekleme sekizi yatırım, sekizi bireysel emeklilik alanında faaliyet gösteren 16 adet fonu içermektedir. Sekiz ayrı portföy irketinin yatırım fonlarından e lenik sekiz çift olu turulmu ve emeklilik ve yatırım fonlarının benzer performansları gösterip göstermedi i ara tırılmı tir. Tüm fonların be ayrı ölçüt ile 2010-2013 yıllarını kapsayan dört sene için incelenmi ve ölçümlerde farklılık olup olmadı ının yanı sıra, elde edilen getirilerin kalıcılı ı ara tırılmı tir.

Çalı ma u ekilde devam etmektedir: kinci bölüm yatırım fonları hakkında genel bilgiler içermektedir. Üçüncü bölümde, bireysel emeklilik sistemi hakkında detaylı bilgi verilmekte ve emeklilik fonlarının kanunlar çerçevesinde tanımı ve bu fonların türleri açıklanmaktadır. Dördüncü bölümde portföy performansına de inilmi ve geli tirilmi farklı ölçütler açıklanmı tır. Be inci bölüm, model ve de i kenlerden olu maktadır. Bu bölümde tezin hipotezleri yazılmakta, ara tırma da hangi yöntemlerin kullanıldı ı ve bu ara tırma için gerekli olan veri ve de i kenler hakkında bilgi içermektedir. Altıncı bölüm, analiz ve elde edilen bulgulardan ibarettir. Yedinci bölüm ve son bölüm ise sonuç bölümüdür.

2. YATIRIM FONLARI HAKKINDA GENEL B LG LER

2.1. Yatırım Fonlarının Tanımı

Bir ekonomik sistem içerisinde yatırım yapmak isteyen i letmelerin yeterli fona sahip olmadığı, bazı ki i ve kurulu ların ise fon fazlasına sahip oldu u bilinmektedir. Fon fazlası olan kesimden fon açığı olan kesime fon aktarımı finansal piyasalar ile gerçekleştirilmektedir. Fon alı veri inin yapıldığı finansal piyasalar para ve sermaye piyasası olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır (Kılıç, 2002).

Para piyasası vadesi bir yıl ya da bir yıldan daha az bir süre fon alı veri inin yapıldığı finansal piyasalar olarak, sermaye piyasası ise; temel olarak orta ve uzun vadeli araçlardan oluşur ve genelde vadesi bir yıldan daha uzun süre fon alı veri inin yapıldığı finansal piyasalar olarak tanımlanmaktadır (Ayhan, vd.,2009).

Finansal piyasalarda fon fazlası olan yatırımcılar bireysel ve kurumsal yatırımcılar olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır.. Bireysel yatırımcılar kendi imkanlarıyla yatırım yapan hane hahkinden oluşmaktadır, kurumsal yatırımcılar ise; sosyal güvenlik kurulu ları, sigorta şirketleri, özel emeklilik kurumları ve kolektif yatırım kurulu ları (yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları) adı verilen kurumlardan meydana gelmektedir.

Kurumsal yatırımcı sınıfında olan yatırım fonları piyasanın arz unsuru olmakla birlikte yatırım amacıyla tasarrufta bulunan küçük tasarruf sahiplerinin ihraç ettikleri belgeler kar lılığında yatırımlara yönlendirdikleri paraları topladıklarından dolayı piyasanın talep yönünü de oluşturur. Yatırım fonlarının hem fon arzı hem de fon talebi etme özelliğinden dolayı sermaye piyasalarının en önemli kurumlarından biridir. (Kılıç, 2002).

Yatırım fonları, bireysel yatırımcıların tasarruflarını bir havuzda toplayarak, uzman portföy yöneticileri vasıtasıyla bu fonları sermaye piyasası araçlarına yatırıp riskin dağıtılması esasına uygun bir şekilde değerlendirilen finansal araçlardır (Dağlar, 2007).

Bağka bir tanıma göre ise yatırım fonları, küçük tasarruf sahiplerinin sermaye yatırımlarına imkan sağlamaları amacıyla kurulan ve küçük tasarruf sahiplerinin menfaatini her şeyin üstünde tutan bir finansal araçlardır (Karslı, 2004).

A.B.D.'nin sermaye piyasaları ile ilgili olan (Securities and Exchange Comission, SEC) web sayfasında yatırım fonlarını, çok sayıda yatırımcı paralarını bir havuzda toplayan ve paraları hisse senetleri, tahviller, kısa vadeli para piyasası araçlarına ya da di er menkul kıymetlere yatıran firmalar olarak tanımlamaktadır (<http://www.sec.gov>).

En basit tanımı ile yatırım fonları “kolektif yatırım yapan kurumlar” dır (Uyanık, 1997).

Yatırım fonunun a a ıdaki unsurları bulundurması gerekmektedir:

- a) Yatırım fonunun olu turulmasının nedeni,
- b) Profesyonel yönetim için portföy yöneticisi,
- c) Fona koymak için gerekli olan hisse senetleri, tahviller ya da di er menkul kıymet tiplerinin farklı çe itleri veya kombinasyonları,
- d) Yatırımcıların yaptıkları yatırımın de erini bilmesi için bir yöntem olan fon içindeki menkul kıymetleri günlük fiyatlanması,
- e) Yatırımcıların istedikleri anda yatırdıkları paranın bir kısmını geri alabilme imkanının olması için bir yöntem olan, fonun günlük olarak alınıp satılabilir olması (Tevfik, 1995).

2.2. Yatırım Fonlarının Tarafları ve İleyi İ

Yatırım fonlarındaki İleyi İnin yürütülmesi için gerekli olan kurucu, yönetici, saklama kuruluşu ve tasarruf sahipleri olmak üzere dört unsur bulunmaktadır.

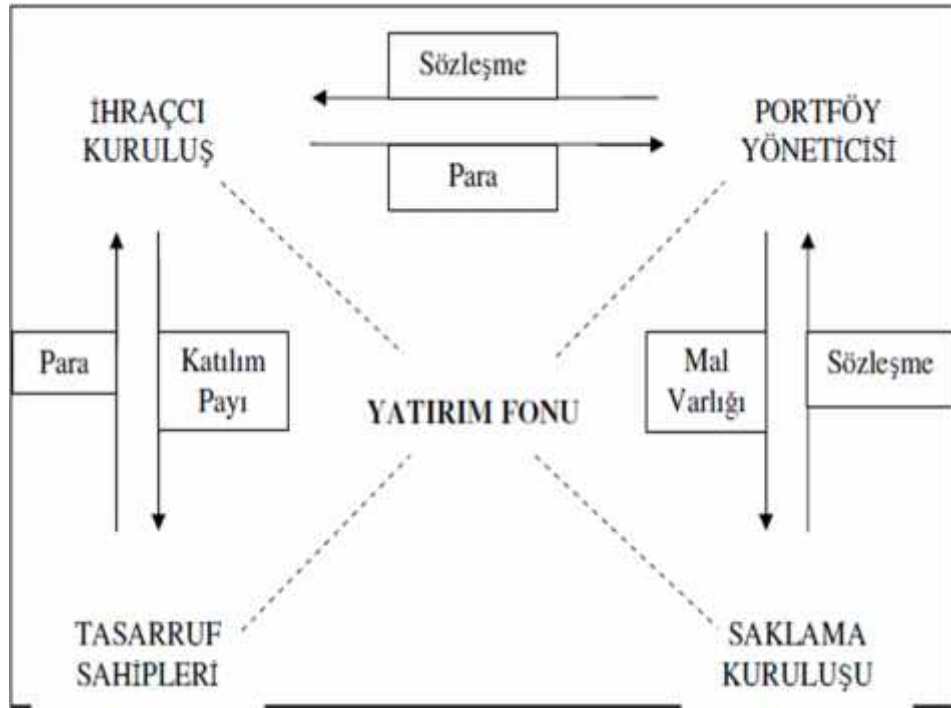
Kurucu, bir yatırım fonu kurarak bu fona İtiraki sa layan katılma belgelerini tasarruf sahiplerine sunan ve fonun her türlü İlemleri sebebiyle sorumluluk alarak, fonu temsil eden ve yöneten kuru tur.

Yönetici, kurucu tarafından atanan ve fonun varlıklarını yasal düzenlemeler ve fonun amaçlarına uygun olarak yönetmekle sorumlu olan ki idir. Fona katılan tasarruf sahiplerinin, menfaatlerine uygun yönetimin olu abilmesi adına yöneticiler kurucudan ba ımsız olarak belirlenmektedir.

Saklama Kurulu u, fonun portföyünde yer alan varlıkları saklamak ve bu varlıklara ba lı olarak ortaya çıkan faiz ve temettü gibi gelirleri tahsil etmekle yükümlüdür.

Tasarruf sahipleri, fona katılan gerçek ya da tüzel kişilerdir. Fonun sahip oldu u portföyü temsil eden hisseleri ba ka bir deyi le katılma belgelerini satın alarak fona ortak olmaktadır (Kılıç, 2002).

Belirtilen açıklamalardan yola çıkarak tipik bir yatırım fonunun i leyi i ekil 2.1'de özetlenmiştir.



ekil 2.1.Yatırım Fonu İleyi İ (Kaynak: KILIÇ, Saim., 2002)

2.3. Yatırım Fonlarının Avantajları

Yatırım Fonlarının belli ba lı avantajları mevcuttur. Bunlar fon tarafına göre farklılık göstermekte ve yatırımcı, fon kurucusu ve ülke ekonomisi olmak üzere 3 gruptan oluşmaktadır.

2.3.1. Yatırımcıya Sağladığı Avantajlar

- a) Yatırımcının sermayesi ve portföyü profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmektedir (Karşlı, 1989).
- b) Yatırım fonu portföyüne alınabilecek menkul kıymetlerin sabit getirili, dövizle endeksli hisse senedi gibi araçlarla çeşitlenmesinden ötürü riskin dağılımı ve riskin en aza indirimi gerçekleştirilebilme imkanı bulur (Erta , 1997).
- c) Menkul kıymetlerin değerlendirilmesi ve kontrolü ile kupon, faiz, temettü tahsili fon yönetimince yapılacağından dolayı vade takibi, tahsile giden zaman ve kaynak kullanımını gerektiren risklerden korunabilmesi gerçekleştirilir (Erta , 1997: 17).
- d) Küçük tasarruflarla temin edilemeyecek olan kazanç potansiyeli, yüksek menkul kıymetlere yatırım yapılması imkanı sağlar (Erta , 1997).
- e) Fon portföyündeki değer artışlarının portföy değerine günlük olarak yansıtılmasından dolayı reel gelir ile birlikte gerekli ihtiyacı kadar gerekse tamamını istediği anda tasarrufçu paraya çevirebilecektir (Erta , 1997).
- f) Portföye büyük oranda alım satımlar gerçekleştirilmesinden ötürü zaman ve para tasarrufu sağlayabilmektedir (Erta , 1997).
- g) Para ihtiyacı olduğu anda kolay ve zararsızca paraya çevrilip ihtiyaç giderildikten sonra yeniden alma imkanı sağlar (Karşlı, 2004).
- h) Piyasanın durumu göz ardı edilerek, fona iade sureti ile paraya çevirme ve piyasada talep düşüklüğünden etkilenmeyecektir (SPK, 2014).
- i) Yatırım fonlarından bazıları, katılma belgesi üzerinden çek yazabilme olanağı sağlar (SPK,2014).

2.3.2. Kurucuya Sağladığı Avantajlar

- a) Yatırım fonlarının kurucuları, rekabet ortamında çalıştılarından dolayı, tasarruf sahiplerine fonlar sayesinde yeni bir hizmet sunabilmektedirler,
- b) Fonun yönetim ve temsili ile tahsis ettikleri eleman ve donanım karlılığında portföy büyüklüğü üzerinden hesaplanan yönetim ücretini ve fon bütçesinden de yönetim ücreti olarak alırlar,
- c) Kurucular, halka arzına aracılık ettikleri menkul kıymetleri mevzuat sınırları dahilinde kurucu oldukları fonlara satabilmekte ve iştiraklerince çıkarılmı olan

menkul kıymetlere mevzuata uygun bir şekilde fonlar aracılığı ile yatırım yapabilmektedirler,

- d) Hisse senedi ağırlıklı fonlarda portföyde bulunan senetlerle, borsada gerektiği durumda pazar düzenleyici olarak görev alabilmektedirler,
- e) Yatırım fonları kurucuları için önemli bir reklam aracı ve prestij kaynağı olmaktadır (Erta , vd., 1997).

2.3.3. Ülke Ekonomisine Sağladığı Avantajlar

- a) Yatırım fonlarının hisse senedine yatırım yapması nedeniyle özel sektöre kaynak aktarımına aracılık yapmaktadır,
- b) Yatırım fonlarının kamu borçlanma araçlarına yatırım yapması suretiyle bütçe açıklarının finansmanına katkı sağlamaktadır,
- c) Yatırım fonları, borsa'nın derinleşmesine ve işlem hacminin artmasına katkıda bulunurlar,
- d) Yatırım fonları, portföy yönetim faaliyetlerinin gelişmesine imkan sağlarlar,
- e) Tecrübesiz ve küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin menkul kıymet yatırımlarına dönüşümüne olanak sağlamaktadır (Erta , vd., 1997).

2.4. Yatırım Fonlarının Tarihi

Yatırım fonlarının başlangıç tarihi çok eskilere dayanmakta olup, İngiltere'de "Unit Trust", ABD'de "Mutual Fund", Fransa'da "Fonds Commun de Placement", İsviçre'de "Anglefonds", Almanya'da "Investmentfond" olarak adlandırılmıştır (Karşlı, 2004).

Yatırım fonunun ilk ortaya çıkışı Kara Avrupası'nda olmuş ve Belçika'da Soci t  de Belgique adı ile 1822 yılında kurulmuştur. ABD'de yatırım fonlarının kurulması ise 1800 lü yılların sonuna dayanır. Yatırım fonları başlangıçta kapalı uçlu kurulurken, 1920li yıllarda artışı göstererek açık uçlu olarak kurulmaya başlanmıştır. 1924 yılında Boston'da ilk açık uçlu fon kurulmuş ve yatırım fonları 1929 Büyük Buhranından etkilense de İkinci Dünya Savaşı sonrası gelişmeye başlamıştır (Süngü, 1989).

Yatırım fonları portföy hacmini dünya genelinde arttırmaya devam etmiş ve 2000 yılının Eylül ayında 12.15 trilyon \$'a ulaşmıştır (Ceylan, 2003). 2005 yılında ise hacim yaklaşık 14 trilyon \$ seviyesinde gerçekleşmiştir (Özütürk, 2005).

Ülkemizde ise, yatırım fonları ilgili yasa da “halktan katılma belgeleri karlı olarak toplanacak paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inancılı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü yönetmek amacıyla kurulan mal varlığı” şeklinde tanımlanmıştır (SPK,1992).

Bu fonların Türk hukuk sistemine girişi ilk kez 30.07.1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda yer almıştır.

2499 sayılı kanun ile SPK 12.12.1986 tarih ve 19310 sayılı Resmi Gazete’de “Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin Hracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği”ni yayınlamakla ilk yatırım fonu 1987 yılında faaliyete sunulmuştur. Türkiye’de ilk yatırım fonu Hazine ve Dış Ticaret Bakanlığı’nın 16.10.1986 tarihli izni ile T.C. Bankası A.Ş. tarafından kurulmuş ve fon katılma belgeleri SPK tarafından 06.07.1987 tarihinde kayda alınarak faaliyete sunulmuştur (Bolak, 1994).

2.5. Yatırım Fonlarının Temel İlkeleri

Yatırım Fonlarına hakim olan 5 temel ilkesi bulunmaktadır. Bunlar;

1. Riskin Dağıtılması İlkesi: Yatırım fonları riskin dağıtılması ilkesini benimseyerek yönetimi gerçekleştirmekte ve riskin dağıtılması çok sayıda ve değişik yapıda varlıkların portföye alınması ile gerçekleştirilmektedir. Bu tür çeşitlendirilmiş portföy sayesinde bazı varlıklardan oluşan kayıpları diğer varlıklardan elde edilen kazançlarla telafisi sağlanarak riskin eleminize edilmesine olanak tanınmıştır. (Kılıç, 2002) Bu ilke sayesinde bireylerin kendi imkanlarıyla sağlayamayacakları ölçüde risk dağıtımları gerçekleştirilmektedir (Civan, 2010).
2. Profesyonel Yönetim İlkesi: Yatırım fonlarının profesyonel yönetim ilkesi, bu hizmeti veren yöneticilerin fonda toplanan paraları yatırım fonu tüzümlerinde yer alan

amaçlara yönelik de erlendirmesi sırasında, piyasa durumuna, irketlere ve ya menkul kıymetlerin performanslarına yönelik yaptıkları analizlere dayanmaktadır. Ekonomik ko ullara ba lı olarak ya anan de i melere uyum sa lamak artıyla yatırım kararları tekrar gözden geçirilmektedir. Bu durumda bireysel yatırımcıların çe itli yatırım araçları arasında seçim yapmaları uzmanlık ve zaman harcamaları gerektirdi inden dolayı zor olmaktadır. Yatırım fonları aracılı ıyla belirli ücret kar ılı ı profesyonel yönetim hizmetinden yararlanılmaktadır (Kılıç, 2002).

3. Menkul Kıymet Portföyü letme lkesi: Yatırım fonları, belirli ko ullar altında nakit ve kıymetli madenlere de yatırım yapabilme imkanı sa lamaktadır. Yatırım fonlarının asıl amacı ise menkul kıymet alıp satmak ve alım satımları arasında meydana gelebilecek olan olumlu fark ile bu menkul kıymetlerin kar paylarından ve faizlerinden gelir sa lamaktır (Civan, 2010).
4. İnançlı Mülkiyet Esası lkesi: İnançlı mülkiyet esasında yatırım fonlarına, fona inanca lı olarak fon yöneticisi(inanılan) maliktir. Tasarruf sahipleri(inananlar), katılma belgeleri ile fonu yöneten kuruma(inanılana)fonun mülkiyetini bir inanca sözleşmesi(fon içtüzü ü) aracılı ıyla verilir. Banka ve ya aracı kurumun inanca sözleşmesi göre, katılma belgeleri kar ılı ında almı oldu u paralarla, fon içtüzü ü gere ince portföy olu turma ve bu portföyü i letme zorunlulu u mevcuttur (Tevfik, 1995).
5. Mal Varlı ının Korunması lkesi: Yatırım fonunun mal varlı ı, kurucunun Kanun'dan, Tebli 'den ve fon içtüzü ünden kaynaklanan yükümlülükleri yerine getirilmesi ve sorumlulu u kar ılaması dı ında hiçbir amaçla kullanılamayaca ı hükmü getirilmi tir. Fon malvarlı ı rehin edilememekte, teminat olarak gösterilememekte ve üçüncü ahıslar tarafından haczedilememektedir (SPK,1996). Fon malvarlı ının korunması, fonun yatırım fonu amaçlarının dı ında kullanılmaması ki isel çıkarlara ve özel amaçlara hizmet etmemesini sa lamak adına fonun varlıklarının kurucunun mal varlı ından ayrı tutulması sa lanır (Günel,1997).

2.6. Yatırım Fonlarının Fonksiyonları

Yatırım fonlarının fonksiyonları Sinerji ve Ölçek Ekonomisi, Çe itlendirme ve Profesyonel Portföy Yönetimi olmak üzere 3 bölümden oluşmaktadır.

2.6.1. Sinerji ve Ölçek Ekonomisi

Firmaların bireysel olarak piyasa değerleri, iki ya da daha fazla firmanın birleşmesiyle oluşan toplam piyasa değerinden düşük olmaktadır. Firmaların toplam piyasa değerlerini yükseltmek için birleşme büyüme yoluyla sinerji adı verilir. Sinerji etkisinin büyüme veya birleşme durumlarında neden olduğu şekilde açıklanabilmektedir (Türko,2002):

Firmaların faaliyetleri boyunca üretim ve satış amalarında belli başlı sabit giderleri mevcut olup, birleşme ve büyüme sonucunda optimal kapasite olduğundan sabit giderlerde azalma sağlanacaktır. Firmaların büyümesi halinde piyasa payı ve rekabet gücü artar. Firmaların büyüklüğü sebebiyle oluşan unsurlar, maliyetlerin azaltılması, verimlilik ve üretimin artması ve bunun oluşturduğu tasarrufların yarattığı olumlu sonuçlara ölçek ekonomileri etkisi adı verilir. Yönetilen ya da kullanılan fon miktarının artmasıyla, birim fon başına düşen maliyetlerin azalmasına yatırım fonları bazında ölçek ekonomisi adı verilir. Bahsi geçen bu maliyetler oran bazında küçük yatırımcılar için önem arz edebilir. Fakat yatırım fonları yatırımlarını büyük miktarlarda yaptıklarından dolayı maliyetler oran olarak düşecektir. Doğru bir yatırım yapabilmek için gereken bilginin toplanmasında belli bir maliyet söz konusu olup, bireysel yatırımcılar için önem arz etmektedir. Ancak bu maliyet yatırım fonlarının portföy büyüklüğüne dikkate alındığında göz ardı edilebilmektedir. Küçük yatırımcılar bilgi toplama maliyetine katlanıyor olsalar dahi, elde edilen bilginin etkin kullanımını büyük miktarda yatırım yapabilen yatırım fonları için daha kolay olmaktadır. Bunun sebebi, yatırım fonları, bireysel yatırımcı için pahalı olan danışmanlık ve portföy yöneticiliği hizmetlerini kolaylıkla elde edebiliyor olmasıdır (Karacabey, 1998).

2.6.2. Çe itlendirme

Kısa süreli devamlılık gösteren fonlar, güvenilir ya da yeteri kadar olgunlaşmış oldu u anlamına gelmez uzun süreli süreklilik arz eden fonlar ise; önemli fiyat de i meleri olu turabilmektedir (Lavine, 1996).

Böylece fona tasarruf yapan yatırım sahipleri kısa vadeli kaynaklarda yatırım yapmakta ve uzun vadeli kaynaklarda da yatırımlarını kullanarak riski da ıtma yoluna giderler. Çok fazla ve de i ik yapıdaki varlı ın portföye alınması ile riskin da ıtılması gerçekleştirilmekte ve böylece portföy çe itlendirilmi olmaktadır. Çe itlendirilmi portföy sayesinde bazı varlıklardan meydana gelen kayıpların di er varlıklardan elde edilen kazançlarla telafisi sa lanarak riskin azaltılmasına olanak sa lanmaktadır. Bu hizmeti fon yöneticileri profesyonelce yapmakta ancak yatırımcıların çe itlendirilmi portföy olu turmaları zor hem de pahalı olmaktadır. Böylelikle yatırım fonları, büyük mali kurumlar ve zengin yatırımcılar için mevcut olan yatırım çe itlendirilmesi ve profesyonel yönetim imkanını küçük yatırımcılara da sunmaktadır (Kılıç, 2002).

2.6.3. Profesyonel Portföy Yönetimi

Menkul kıymet piyasalarıyla ilgili e itim almı , gereken donanımına sahip ve bu piyasada çalışmı ki ilerin istihdamı olması artıyla katılma belgesi satın alan yatırımcılara profesyonel portföy yöneticilerinden yararlanma imkanı yatırım fonları sayesinde sa lanmı olur (Karacabey, 1998:48).

Bu sistemde profesyonel portföy yöneticisi fon portföyü için piyasadaki de erden daha yüksek bir de er ödeyerek kıymet alamaz ve fon portföyünden piyasa de erinden daha dü ük olan herhangi bir de eri de satamaz (PWC, 2001).

2.7. Yatırım Fonlarının Türleri

Yatırım fonları; pay senedinin de i ebilirli i, portföyün niteli i, kar da ıtımı ve yatırım hedefleri olmak üzere 4 farklı eilde gruplandırılmaktadır (Kılıç, 2002:10-11).

2.7.1. Pay Senedinin De i ebilirli ine Göre Yatırım Fonları

Yatırım Fonları pay senedinin de i ebilirli ine göre, açık uçlu yatırım fonları ve kapalı uçlu yatırım fonları olmak üzere ikiye gruba ayrılmaktadırlar.

1. Açık Uçlu Yatırım Fonları:

Yatırımcılar tarafından talep edildi inde pay sayısını artırabilen, yatırımcılar tarafından payların iadesi durumunda ise pay sayısı azaltılabilen fonlar açık uçlu yatırım fonları olarak adlandırılır. Açık uçlu yatırım fonları yılın herhangi bir i gününde yeni paylar yaratmakla ya da mevcut payları itfa etmekle sorumludurlar. Açık uçlu yatırım fonlarının fiyatı her gün, gün boyunca sabit olmakla birlikte önceki günün ö leden sonrasında piyasa kapanı zamanındaki gerçek de ere dayanmaktadır. Açık uçlu yatırım fonlarının i lem görmesinde pay alıcı ve satıcılarının kar ıla masına ba lı olmaksızın gerçekleşti inden ötürü açık uçlu olarak adlandırılır (Tevfik, 1995:5).

2. Kapalı Uçlu Yatırım Fonları:

Kapalı uçlu yatırım fonları ihraç ettikleri katılma belgelerini geri satın almayan ve tedavüldeki pay sayısı sabit olan yatırım fonları olarak tanımlanır. Kapalı uçlu yatırım fonlarının katılma belgeleri hisse senetleriyle aynı eilde i lem görür (Alıcı, 1998). Kapalı uçlu yatırım fonlarının özellikleri unlardır:

- Fon katılma belgelerini ilk olarak ihraç sırasında fondan, daha sonra ise; borsa ve tezgah üstü piyasalardan satın almak mümkündür,
- Yatırımcının elinde bulunan fon paylarını geri satabilme imkanı olmadı ından tedavüldeki pay sayısı sabit olmaktadır,

- Fonun katılma belgeleri hisse senetleriyle aynı i lemi gördü ünden dolayı, fiyat arz ve talebe göre belirlenmektedir. Böylece fiyatın net varlık de erinden farklı olabileme ihtimali vardır,
- Kapalı uçlu yatırım fonlarına a ırı talep oldu u anda piyasa fiyatı birim net varlık de erinden yüksek, tersi durumda ise dü ük olabilmektedir (Kılıç, 2002).

2.7.2. Portföyün Niteli ine Göre Yatırım Fonları

Portföy niteli ine göre yatırım fonları; hisse senedi fonları, tahvil fonlar-ı,para piyasası fonları ve karma fonlar olmak üzere 4 grupta incelenebilir.

1. Hisse Senedi Fonları: Özelle tirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulmu ortaklıkların hisse senetlerine fon portföyünün en az % 51 i devamlı olarak yatırımı oldu u fonlar “Hisse Senedi Fonu”, olarak adlandırılır (Kayar, 2002).
2. Tahvil Fonları: Portföylerinin tamamını ya da büyük kısmını tahvil ve bono gibi sabit getirisi olan menkul kıymetlere yatırım yapan fonlara tahvil fonu adı verilir. Bu fonların riskleri, para piyasası fonlarından daha yüksek, hisse senedi fonlarından ise dü ük olmaktadır. Tahvil fonları, irket tahvillerine yatırım yapan fonlar, yabancı tahvillere yatırım yapan fonlar, devlet borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlar ve belediye borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlar olmak üzere bölümlere ayrılmaktadır (Kılıç, 2002).
3. Para Piyasası Fonları: Portföylerinin tamamı ya da büyük bir kısmı para piyasası araçlarından olu an yatırım fonlarına para piyasası fonu olarak adlandırılır. Bu fonların yüksek kaliteli, kısa vadeli menkul kıymetlere yatırım yapabilmelerinden ötürü en güvenli ve en likit yatırım fonu oldu u dü ünülmektedir. Para piyasası yatırım fonları güvenilir, esnek ve üzerine çek ke ide edilebiliyor olu u gibi çe itli kolaylık sa laması nedeniyle yatırım fonlarının en yaygın çe idi olmaktadır. Bu fonlar daha çok hükümetler, belediyeler ve irketler tarafından ihraç edilen kısa vadeli ve yüksek kaliteli olan menkul kıymetleri (90 gün ve daha kısa vadeli araçlar, mevduat sertifikaları, finansman bonoları gibi) portföylerine alırla. Böylece, bu fonlar di er fonlarla kıyaslandı nda en dü ük risk ta ıyan fonlardır (Kılıç, 2002).

4. Karma Fonlar: Hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler, para piyasası araçları ve türev araçlardan oluşan portföylere yatırım yapan fonlar olarak tanımlanır. Bu fonlar tanımında verilen araçlardan birkaçı veya tamamına yatırım yapabilmektedir. Karma fonların amacı, portföyelerine aldıkları her bir sınıftaki araçların ağırlıklarını sabit tutup yüksek gelir elde etmektir. Denge fonları karma fonlarının bir türü olmakta ve amacı, hisse senetlerine ve tahvillere yatırım yapmakla birlikte balığıdaki yatırımları korumak, gelir ve sermaye kazancı elde etmektir (Kılıç, 2002).

2.7.3. Kâr Dağıtımına Göre Yatırım Fonları

Kar dağıtımına göre yatırım fonları, kar dağıtan fonlar ve kar dağıtmayan fonlar, olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

1. Kâr Dağıtan Fonlar: Bu grupta, fonu yöneten kurulu her yılın sonunda değer artışı ve tahsil edilen temettü ve faiz tutarı olarak fonun karını hesaplar ve katılma belgesi sahiplerine kar dağıtımında bulunmaktadır. Bu ödeme sonucunda katılma belgelerinin de eri yapılan ödeme kadar dü mekte, dolayısıyla temettü kuponu tahsil edilmesi gerekmektedir (Comert,1998).
2. Kâr Dağıtmayan fonlar: Fonun portföyündeki menkul kıymetlerin kupon ödeme zamanı geldi inde tahsil edilen kupon bedelleri, dağıtılmayıp fona eklenir ve bunlarla tekrar menkul değer satın alınması suretiyle fon portföyünün büyütülmesi ve katılma belgelerinin de erinin artırılması yolu izlenmektedir (Karacabey, 1998).

2.7.4. Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları

Fon portföyleri oluşturulurken, belirli amaçlar doğrultusunda uygun varlıkları portföyelerine alınır. Herhangi bir fonun temel amacı aşağıda verilen üç temel gruptan birisine uymak zorundadır. Amaç grubundan birisine uyacaktır (Kılıç, 2002):

- a) “Gelir elde etmek”,
- b) “Sermaye kazancı elde etmek”,
- c) “Gelir ve sermaye kazancı elde etmek”.

Amerika Birle ik Devletleri Yatırım Fonlar Kurumu (ICI, Investment Company Institute), fonun hedefi ile yatırımcının hedefi arasındaki uyumu, fonun elde tutulma süresini, fonun performans tahminini, potansiyelini, borsa endekslerine göre gelişimini dikkate almak amacıyla, yatırım hedeflerine göre fonları 23 çeşide ayırmaktadır. Bu sınıflama aşağıda verilmiştir (Tevfik, 1995).

Büyüme fonları: Bu fonlar nitelikli ve sağlam şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar. Yatırım yapılan şirketlerin ortalamadan daha fazla kar sağlayacağı beklentisi vardır. En önemli amaçları sermaye kazancı elde etmektir.

Hızlı büyüme fonları: Bu fonların hedefi, maksimum sermaye kazancı elde etmektir. Genellikle zor durumda olan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar.

Büyüme ve Gelir Fonları: Bu fonlar uzun dönemli sermaye büyümesi ile istikrarlı gelir artırımını amaçlamakta ve uzun dönemde sağlıklı büyümeye devam eden şirketlerin hisselerine yatırım yaparlar.

Karma gelir fonları: Bu fonlar hisse senetleri ve borçlanma senetleri ile birlikte gelir getiren menkul kıymetlere yatırım yapmak suretiyle katılma belgesi sahiplerine daha yüksek düzeyde getiri sağlamak amaçlar (Tevfik, 1995).

Hisse senedi gelir fonları: Karlılık gösteren iyi temettü geçmişine sahip olan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparak, tasarruf sahiplerine daha yüksek düzeyde gelir ile nakit akışı sağlamak amacıyla (Tunaer, 2003).

Tahvil gelir fonları: Bu fonlar, özel ve kamu sektörü tahvillerinden oluşan fonlar olarak tanımlanabilir (Tevfik, 1995).

Yüksek Getirili Tahvil Fonları: Bu fonlar, portföylerinin büyük bir kısmını düşük kaliteli ve düşük dereceli (Moody's derecelendirme şirketinin Baa veya daha düşük kredi

derecelendirme notuna ve S&P derecelendirme irketinin BBB veya daha dü ük derecelendirme notuna sahip) irketlerin borçlanma senetlerine yatırım yapan fonlar olarak tanımlanır. Yüksek getirili tahvil fonlarının amacı, daha yüksek bir getiri elde etmek üzere dü ük de erli tahvillere yatırım yapmak ve daha yüksek bir faiz getirisi elde etmektir (Tunaer, 2003).

Hükümet (Kamu) Gelir Fonları: Bu fonlar, kamu kurumlarının çıkarmı oldukları tahvillere yatırım yaparlar (Tunaer, 2003).

Uzun Vadeli Belediye Tahvil fonları: Bu fonlar belediyelerin alt yapı yatırımlarını finanse etmek için uzun vadeli olarak çıkarmı oldukları tahvillerden olu makta ve belediye finansmanında yardımcı olmaktadır (Tunaer, 2003).

Kısa Vadeli (Vergiden Muaf) Belediye Tahvil fonları: Bu fonlar belediyelerin alt yapı yatırımlarını finanse etmek için kısa vadeli olarak çıkarmı oldukları tahvillerden olu maktadır. Ayrıca bu fonların bir özelli i de vergiden muaf olmasıdır (Tunaer, 2003).

Para Piyasası Fonları: Bu fonlar, hazine bonosu, banka mevduat sertifikaları, banka kabulleri ve ticari senetler gibi kısa vadeli, kalitesi ve likiditesi yüksek para piyasası araçlarına yatırım yapan fonlar olarak tanımlanır. Ayrıca bu fonlar dü ük risk alıp, yüksek cari gelir sa lamakla birlikte anaparayı koruma amacındadır. Bu tür fonlar yatırımcılar tarafından hisse senedi piyasasının durgunluk dönemlerinde daha çok tercih edilir (Tunaer, 2003).

Hisse Senedine Çevrilebilir Tahvil Fonları: Bu tür fonlar sermaye kazancından yararlanma imkanı sa larlar (Tunaer, 2003).

irket Tahvil Fonları: Federal kurulu ların ve hazinenin çıkarmı oldu u tahviller ile irket tahvillerinden meydana gelen fonlar olarak tanımlanır (Tevfik, 1995).

Esnek yatırım fonları: Piyasa koşullarına göre portföyün tamamını hisse senedine, tahvile ya da para piyasası araçlarına yatırabilen fonlar olarak ifade edilir (Tunaer, 2003).

Denge fonları: Etkiyazlı hisse senedi, adi hisse senedi ve tahvillerden oluşan karma bir portföyü vardır. Amaçları yatırımcılara belirli bir gelir sağlamaklamaktır.

Milli ipotek kurumu fonları: Portföylerinin önemli bir bölümünü federal garantili ipotek senetlerine yatıran fonlar olarak tanımlanır.

Global tahvil fonları: Dünyadaki çeşitli hükümet ve şirketlerin borçlanma senetlerine yatırım yapan fonlardır (Tevfik, 1995).

Eyalet Tahvil Fonları: Eyaletlerin çıkardıkları tahvillere yatırım yapan fonlardır.

Kıymetli Maden Fonları: Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına portföyünün en az % 51 ini devamlı olarak yatırımları fonlar olarak tanımlanır.

Opsiyon ve Gelir Fonları: Opsiyon işlemlerinden ve kısa dönemli alım satım işlemlerinden gelir sağlayan fonlar olarak tanımlanır.

Hükümet ipotek fonları: Faiz oranlarındaki dalgalanmaya karşı sabit oranlı ipotek e dayalı menkulleri içeren fonlardır (Tunaer, 2003).

Uluslararası fonlar: Diğer ülke şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapan fonlar olarak tanımlanır.

A.B.D. Hükümeti gelir fonları: Çeşitli hükümet tahvillerine yatırım yapan fonlardır (Tevfik,1995).

2.8. Yatırım Fonlarının Tipleri

Yatırım fonları A ve B tipi olmak üzere iki ekildedir.

2.8.1. A Tipi Yatırım Fonları

Fon iç tüzüklerinde belirtilmek suretiyle, fon portföy de erlerinin aylık a ırlıklı ortalamaya göre en az %25'ini devamlı olarak özelle tirme kapsamına alınan Kamu ktisadi Te bbüsleri (K T) dahil Türkiye'de kurulmu ortaklıkların hisse senetlerine yatırım fonlar "A tipi yatırım fonları" olarak sınıflandırılır (Karapınar v.d., 2010).

2.8.2. B Tipi Yatırım Fonları

Portföylerinin olu masında A tipi yatırım fonlarındaki gibi herhangi bir sınırlamaya tabi olmayan fonlar olup, bu fonların katılma belgeleri kıymetli evrak olmakta ancak menkul kıymet sayılmamakta ve borsada i lem görememektedir (Tanör, 1999:198).

Ayrıca yatırım fonlarını temel sınıflandırmanın dı nda farklı yatırımcı tercihlerine hitap edebilecek ekilde portföy bile imlerine göre farklı türlerde sınıflandırmak mümkündür (SPK, 2013).

2.9. Yatırım Fonlarının Kurulu ve Faaliyet artları

Bu bölüm yatırım fonu kuracak olan ki ilerin sahip olması gereken özellikler, yatırım fonlarının kurulu u için gerekli ön artlar, yatırım fonunun kurulu u ve faaliyet artları olmak üzere üç kısımdan olu maktadır.

2.9.1. Yatırım Fonu Kuracak Olan Ki ilerin Sahip Olması Gereken Özellikler

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen artları ta ıyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta irketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun'un geçici 20. Maddesi uyarınca kurulmu olan sandıklar fon kurucusu olabilmektedir. Fon kurucusu olmak isteyen ki ilerin tebli hükümlerinde belirlenmi olan

özellikleri taıması gerekir. Fon kurmak isteyen aracı kurumlar kuruldan izin almak artıyla SPK'nın 30 (a) ve (b) bentlerinde belirtilmi olan sermaye piyasası faaliyetlerini (halka arza aracılık ve alım satıma aracılık) gerçekte tirebilirler. Belirtilmi olan bu özellik bankalar ve di er kurucularda aranmamaktadır (Erta , 1997).

2.9.2. Yatırım Fonlarının Kuruluşu için Gerekli Ön artlar

Yatırım fonu kurmak isteyen kurucuların uymak zorunda oldu u artlar a a ıda belirtilmektedir (Erta , 1997);

- a) Aracı kurumların kurulu ta asgari fon tutarı 3.000.000 YTL'den az olamaz. Bu tutar her yıl ilan edilen yeniden de erleme katsayısı dikkate alınarak belirlenir.
- b) Banka ve sigorta irketlerinin kendi mevzuatları gere ince asgari ödenmi sermayeye sahip olmaları,
- c) Kurucuların kendisine özel mevzuatları ve ayrıca sermaye piyasası mevzuatına sahip olmaları,
- d) Kurucuların sahip oldukları yetkileri hakkında özel mevzuatlara uymaları gerekmektedir (www.tspakb.org.tr).

2.9.3. Yatırım Fonunun Kuruluşu

Yatırım fonu kurmaya ve yönetmeye yetkili kuruluşlar, tebli de belirlenmi olan esaslara uymak kaydıyla, Sermaye Piyasası Kurulunca aranacak nitelikleri ta ımak ve SPK'dan izin almak artı ile unlardır (MKB, 2003):

- a) Bankalar,
- b) Aracı Kurumlar,
- c) Sigorta irketleri,
- d) Kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları (Sosyal Sigortalar Kurumu, Ba -Kur, Emekli Sandı ı, Ordu Yardımla ma Kurumu gibi),
- e) 506 sayılı Kanun'un geçici 20. maddesi uyarınca kurulmu olan sandıklar.

Bu kurulu ların yatırım fonu kurabilmeleri için gerekli ko ullar a a ıda belirtilmektedir (Karacabey, 1998):

- a) Sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak için aracı kurumların SPK'dan izin almı olması,
- b) Kurucular hakkında son bir yıl içinde sermaye piyasası faaliyetlerine bir ay veya daha uzun bir süre geçici durdurma kararı verilmemi olması,
- c) Kurucuların yetkililerinin sermaye piyasası ya da ilgili mevzuata aykırılık sebebiyle mahkumiyetlerinin bulunmamı olması gerekir.

Bu kurulu ların fon kurmalarına limit getirilmi tir. Fon kurma limiti ba ka bir deyi le fon içtüzü ünde belirtilen fon tutarı toplamı; bankalar, aracı kurumlar ve sigorta irketleri için fon kuracak kurumun SPK'ya gönderilen ba ımsız denetimden geçmi son mali tablosundaki yedek akçelerin ve yeniden de erleme de er artı fonu toplamının (varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarın) on katını; di er kurulu larda ise genel kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan öz varlıklar toplamını a amaz (Karacabey, 1998).

3. BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ

Dünyada sağlık alanında meydana gelen gelişmelere bağlı olarak, insanlar daha uzun süre yaşamakta, her geçen gün doğum oranı düşmekte ve genç kesimin nüfus içindeki oranı azalmaktadır. Buna istinaden emeklilik süresinin ve yaşlı kesimin nüfus içindeki oranı artmakta ve buna bağlı aktif-pasif dengesinin bozulmasına, çalışanın gücü oranında yaşlanan düdülere yol açmıştır. Bu durum sosyal güvenlik rejiminde sıkıntı meydana getirmiş ve kamu emeklilik sistemlerinin yetersizliğini önlemek için yeni sistemler olan ‘Özel Emeklilik Sistemini’ oluşturulmuştur (Karacabey ve Gökgöz, 2005).

“Bireysel Emeklilik Sistemi, bireylere yaşlılıklarında ve aktif çalışmalarıyla sonuna dek bir gelir sağlamak üzere, katkılarının her katılımcı adına ayrı hesaplarda takip edildiği ve herkesin kendi birikimleri oranında gelir alacakları, devletin gözetim ve denetiminde ancak bütünüyle özel şirketler tarafından yapılan, gönüllü katılıma dayalı, kamu emeklilik sistemlerini tamamlayıcı bir emeklilik sistemidir” (Demir ve Yavuz, 2004: 284-286).

4632 Sayılı Kanunun birinci maddesine göre, “kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak, bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesi ile emeklilik döneminde ek gelir sağlamak üzere refah düzeylerinin yükseltilmesi, ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılması ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunulmasını teminen gönüllü katılıma dayalı ve belirlenmiş katkı esasına göre oluşturulan bireysel emeklilik sisteminin düzenlenmesi ve denetlenmesi” amaçlanmıştır.

Emeklilik yatırım fonları yatırım yaptıkları varlıklarda uzun dönemde kazanç elde etme çabasında olduklarından dolayı “sabırlı sermaye” olarak tanımlanır ve genellikle likiditeden çok, uzun dönemli getiri üzerinde odaklanmaktadır. Fon katılımcılarının niteliklerine göre yatırım stratejileri de farklılık göstermektedir. Ayrıca yatırım stratejileri katılımcıların yaş ortalamasını dikkate almakta ve düşük olan emeklilik programlarının uzun vadeli ve daha çok agresif yatırım araçlarına, yaş ortalaması yüksek olanların ise sabit getirili menkul kıymetlere yatırım portföylerinde daha fazla yer verdiğini sonucuna ulaşılmaktadır (Ergenekon,1998:105).

Bireysel emeklilik sistemi zorunlu kamu sosyal güvenlik rejimlerine ek olarak özel sigorta tekni i olmakla birlikte bireyin kendi yapacağı küçük tasarruflarla gelece e yönelik güvence sa lanmaya çalı ılmaktadır (Bayram, 2004).

3.1. Bireysel Emeklilik Sisteminin Tarihsel Geli im Süreci

Bireysel emeklilik fonlarının geçmi i 19. yüzyılın son çeyre ine dayanmaktadır (entürk, 2000). Bank of New South Wales tarafından Avustralya'da 1862 yılında ilk bireysel emeklilik fonu olu turulmu tur (ener ve Akın, 2010).

Modern emeklilik kurumunun meydana geli i ilk kez 1874 yılında Kuzey Amerika'da "Grand Trunk Railway of Canada Superannuation and Pensions Association"un olu turulmasına dayanmaktadır. ABD kaynaklı olan özel emeklilik fonlarının ba ta Kanada ve ngiltere olmak üzere di er ülkelerde de uygulamaya konulmu tur (Yener, 2006).

ABD'de ilk bireysel emeklilik fonu 1875 yılında demir ta ımacılı ı yapan American Express Company tarafından kurulmu tur (ener ve Akın, 2010). ABD ve Kanada'da, 1875-1929 yıllarını kapsayan dönemde 421 adet özel emeklilik programı kurulmu olmasına ra men geli imi 1929 Dünya Buhranı sonrasındır (entürk, 2000).

Bireysel emeklilik fonlarının geli iminde 1929 yılında ya anmı olan Ekonomik Buhranının etkileri görülmektedir. Bu dönemde insanlar ya amı oldu u gelecek kaygısı ile arayı lara dü mü ve onların ihtiyaçlarını kar ılamaya yönelik kurulu lar ortaya çıkmı tur. Bu kurulu ların ilk önemli geli imi 1940 yıllarında ya anmı tur (Yener, 2006).

Bu sistemin yaygın bir ekilde faaliyete ba laması 1981 yılında ili'de Pinochet diktatörlü ü döneminde gerçekte tirilen sosyal güvenlik sisteminin özelle tirilmesine dayanır. Sosyal güvenlik sistemindeki finansman sorunlarına çözüm getirilememesi sebebiyle bireysel hesaplara dayalı özel emeklilik fonları kurulmu tur (Bacak, 2006).

Bireysel emeklilik sistemi her ülkede farklılık arz etmektedir, bunun temel nedeni ise sistemin zorunlu ya da gönüllülük esasına dayanmasıdır. Geli mi ülkelerde emeklilik sistemi güçlü bir yapıya sahip oldu u için özel emeklilik sistemi gönüllülük esasına, geli mekte olan ülkelerde ise bireysel emeklilik sistemi zorunluluk esasına dayanır. “Emeklilik Yatırım Fonu, emeklilik irketi tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inancılı mülkiyet esaslarına göre i letilmesi amacıyla oluşturulan malvarlı ıdır”. Dünya uygulamaları tanımlanmış fayda ve tanımlanmış katkı olmak üzere iki çe it emeklilik fonlarından oluşmaktadır. Tanımlanmış fayda, emeklilik döneminde ödenecek tutarın üyeler ve çalış anların maa ya da hizmet süresine ba lı olarak ancak alınan katkılarla ili kisi olmadan belirlenir. Tanımlanmış katkı ise emeklilik döneminde katılımcıya ödenecek tutarın emeklilik taahhüt planı kapsamına alınan katkılar ve bu katkıların getirisine ba lı olarak belirlenir (EGM, 2013).

3.2. Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi

Geli mi ülkelerde bireysel Emeklilik Sistemine geçi in en önemli nedeni nüfusun ya lı olması ve buna ba lı olan devlet üzerindeki yükü hafifletmektir. Türkiye’de ise geli mi ülkelerde ya anan durumdan farklı olarak sosyal güvenlik kurumunun i leyi indeki eksikliklerinden kaynaklanan sorunlara çözüm olarak sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı niteli inde bireysel emeklilik sistemi getirilmi tir (Saraçlı ve ıklar, 2005).

Ülkemizde sosyal güvenlik reform çalış malarıyla birlikte tamamlayıcı nitelikte olan “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu Tasarısı” 16 Mayıs 2000 tarihinde Bakanlar Kurulunca Türkiye Büyük Millet Meclisi Ba kanlığı na sunulmu tur. Yapılan bu düzenlemede amaç vatandaşların emeklili e yönelik gönüllü tasarruflarını düzenleyen bireysel emeklilik hesaplarına dayalı fonlu bir sistem oluşturmaktır. Nitekim bu kanun 7 Ekim 2001’de yürürlü e girmi tir.

Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi 27 Ekim 2003’te faaliyete ba lamı tir ve o günden bugüne hızlı bir geli im göstermi tir. 2012 yılında sistemin geli imine önemli oranda ivme katacak çe itli düzenlemelerin yapıldı ı ve pek çok olumlu geli melerin ya andı ı bir yıl olmu tur. Geçti imiz yıla göre %42 büyüyen emeklilik yatırım fonları, 2012 yılı sonu

itibarı ile 20.352.242.626 TL net varlık de erine ula mı tır. Yapılan bu düzenlemeler ile sisteme getirilen yeniliklerin 2013 yılının ilk aylarında sonuç vermeye ba ladı mı görülmektedir. Bu ba lamda, 2013 yılının ilk 4 aylık döneminde, sisteme yeni katılımların, önceki yılın aynı dönemine göre 3,5 kata yakın düzeyde bir artı sergilemesi, yapılan yeni düzenlemelerin isabetli oldu unu göstermektedir (EGM, 2013).

Olu turulan yeni sistem sayesinde emeklilik fonları önemli ekonomik unsurlardan biri haline gelmektedir. OECD ülkelerindeki emeklilik fonu varlıklarının Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH)'ya oranının a ırlıklı ortalaması 2009 yılında %67,1 iken 2011 yılında %72,4 olarak gerçekte mi tir. Özel emeklilik sistemlerinin önemi, birikmi varlıkların piyasa de erinin ekonominin büyüklü üne oranına bakılarak de erlendirilebilir. Yatırımların büyüklü ü, bireylerin yüksek fayda sa lama yeteneklerini arttıracaktır. OECD ülkelerinde 2001 ve 2011 yılları arasındaki toplam fon varlı ı büyüme oranı %85 olarak gerçekte irken, yıllık ortalama oran yakla ık %6,4'tür. En dü ük yıllık ortalama büyüme oranı %3,3 ile Portekiz emeklilik yatırım fonlarında gerçekte mi tir. Emeklilik fon varlı ı büyüme oranı dü ük gerçekte en Portekiz ve Fransa gibi ülkelerdeki yava büyüme, emeklilik fonu varlıklarının Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH)'ya oranındaki istikrar ya da dü ü ile açıklanmaktadır (OECD, 2013).

3.3. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin Özellikleri

Bireysel Emeklilik Sistemi gönüllülük esasına dayalı, fiili ehliyetine sahip herkesin katılabilece i her kesime açık bir sistemdir. Tasarruflar, Hazine Müste arlı ı'nın denetimine tabi olarak kurulan emeklilik irketlerinin sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde olu turdukları yatırım fonlarında katılımcıların yapacakları tercihlere göre de erlendirilmektedir. Emeklilik irketleri bireylere farklı yatırım fonu alternatifleri sayesinde farklı yatırım fonu olana ı sunmaktadır.

Tasarruf sahiplerinin yatırımları kamu borçlanma senetleri ve ters repo gibi sabit getirili yatırım araçlarında, hisse senedi gibi de i ken getirili yatırım araçlarında ve kıymetli madenlerde veya mevzuatta öngörülen di er yatırım araçlarında da yatırıma yönlendirilmesi mümkündür. Bu sistem içerisinde emeklilik yatırım fonları sermaye

piyasası kuruluna tabi olan ve kurulun yetkilendirdi i portföy yönetim irketleri tarafından profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yatırıma yönlendirilmektedir. Yatırımcılar birikimlerini aynı emeklilik irketindeki ba ka fonlara ya da asgari bir süre sonunda ba ka bir emeklilik irketine aktarabilmeleri mümkündür. Emeklilik yatırım fonunun varlıkları, emeklilik irketinin malvarlı ının dı ında Sermaye Piyasası Kurulu'na uygun görülmü olan merkezi bir saklama kurulu unda saklanmakta olup, mevcut durumda bu kurum MKB Takas ve Saklama Bankası A. . olmaktadır (SPK,2014).

Bireysel emeklilik sistemi kamu tarafından sıkı bir ekilde denetlenmekte olup kurulacak olan emeklilik irketi ile SPK, Hazine Müte arlı ı, Takasbank, Emeklilik Gözetim Merkezi ve Portföy Yönetim irketi arasında kar ılıklı bilgilendirme ve sürekli ileti im gerçekte mektedir (Çanakçı, 2003).

Bu sistem tasarruf mekanizması ile i lemekte oldu undan sistemin özellikleri gere i sigortacılık faaliyeti yapılmamaktadır. Sistem genellikle tasarruf yapabilen kitlelere hitap etmekte ve bu ki iler emeklilik döneminde rahat bir ya an sürmeleri için tasarrufa te vik etmektedir. Bu tasarruflar katılımcının talepleri ile risk/getiri özellikleri do rultusunda fonlama yöntemiyle de erlendirilmekte olup katılımcının sisteme girdi i andan sistemden ayrıldı ı ana kadar her hangi bir sigorta i lemi gerçekte memektedir (Egemen, 2003).

4632 Sayılı Kanununun 6.maddesi gere i “Katılımcı, sisteme giri tarihinden itibaren en az on yıl sistemde bulunmak ko ulu ile 56 ya ını tamamladıktan sonra emekli olmaya hak kazanır. Emeklili e hak kazanan katılımcı, bireysel emeklilik hesabındaki birikimlerinin bir kısmının veya tamamının defaten ödenmesini ya da yapaca ı yıllık gelir sigortası sözleşmesi çerçevesinde kendisine maa ba lanmasını talep edebilir. irket, katılımcının kısmen veya tamamen ödeme talebini, katılımcının emeklilik sözleşmesi gere i hak sahibi oldu u tarihten itibaren yedi i günü içerisinde yerine getirmekle yükümlüdür. Katılımcının bu madde kapsamında birikimlerin ödenmesini talep etmesi veya ba ka bir irket veya hayat sigorta irketi ile yıllık gelir sigortası sözleşmesi yapması halinde, hesabındaki birikimler herhangi bir kesinti yapılmadan yazılı bildirimden itibaren en geç yedi i günü içerisinde kendisine ödenir veya ilgili irkete aktarılır”.

Bireysel emeklilik sistemi sahip oldu u effaflık yapısıyla i leyi ini sürdürmektedir. Bu özelli i sayesinde katılımcılar, bireysel emeklilik hesaplarında mevcut olan katkılarını, bunların getirilerini ve gerekli di er bilgileri telefon, internet, banka kartları vb. elektronik ortamlarda takip edebilme imkanı bulmaktadır. Ki i bu özellik sayesinde kendi kendini bilgilendirmekte ve emeklilik irketleri bireyin ki isel hesaplarına ait bilgileri yazılı olarak katılımcıların adreslerine göndermektedir (Da alp, 2001).

3.4. Bireysel emeklilik sisteminin i leyi i

Bireysel Emeklilik Sisteminin i leyi ine ili kin esaslar, 4632 Sayılı kanun ve bu kanun çerçevesinde çıkarılmı olan yönetmelikler ile düzenlenmi tir. Bu düzenlemeler incelendi inde sistemin katılımcılar ve emeklilik irketleri açısından i leyi yapısının ön plana çıktığı görülmektedir. Katılımcılar ile emeklilik irketleri arasında aracılık görevini üstlenecek olan bireysel emeklilik aracıları ve katkılarının de erlendirilece i EYF'lere ili kin gerekli düzenlemelerin yapıldığı görülmüştür. Medeni hakları kullanma ehliyeti olan herkesin gönüllü olarak BES'e katılabilmesi mümkündür ve katılma i leminin ba laması, katılımcı ile emeklilik irketinin birlikte akdedecekleri emeklilik sözleşmesi ile gerçekleşir. BES'e girmek isteyen katılımcının emeklilik lisansı almı olan emeklilik irketlerinden birine ba vurması gerekmekte, bireysel emeklilik irketleri de sisteme giri yapmak isteyen katılımcının ortalama gelir düzeyine göre teklif hazırlamakla yükümlüdür. Katılımcının teklifi kabul etmesi halinde emeklilik sözleşmesi katkı payının veya giri aidatının irket hesaplarına geçmesi ile sözleşmenin yürürlü e girmesi aynı tarihte gerçekleşmektedir.

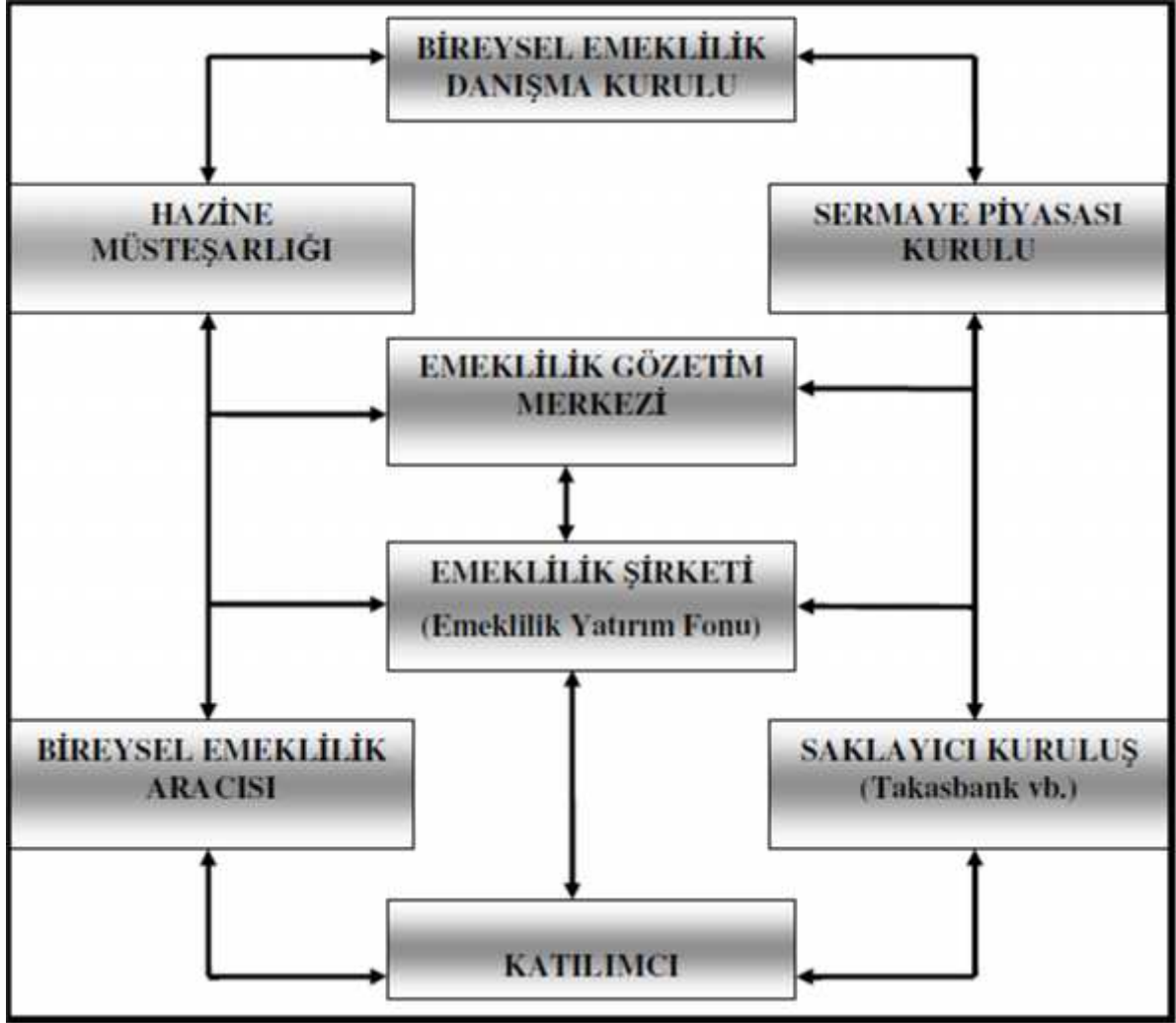
Katkı paylarının yatırıma yönlendirilmesi, emeklilik irketinin hesaplarına intikal etmesini izleyen en geç iki gün içinde gerçekleşmektedir. Katılımcı sistemde bulundu u sürece her türlü i lemi kendi adına açılacak olan bireysel emeklilik hesabında takip edebilmesi mümkündür (Zako lu, 2002).

Emeklilik irketi bireysel emeklilik faaliyetleri için gerekli olan giderleri kar ılamak amacıyla emeklilik sözleşmesinde belirtilen esaslar dahilinde giri aidatı, i letim gideri ve yönetim gideri gibi kesintiler yapabilmektedir (Ba cı, 2006: 102). Katılımcının ödedi i

katkı payı ödemeleri ile katılımcının kar ıladı ı gider ödemeleri ve gider kesintileri ile bireysel emeklilik sisteminin finansmanı sa lanmaktadır (Paksu, 2007).

Bireysel emeklilik irketleri sayesinde emeklilik yatırım fonu kurabilmekte ve fonların malvarlı ı emeklilik irketinin malvarlı ından ayrı tutulmaktadır. Fon tüzel ki ili e sahip de ildir. Fon mal varlı ı rehnedilemez, teminat gösterilemez, üçüncü ahıslar aracılı ıyla haczedemez ve iflas masasına dahil edilmesi söz konusu olamaz. (Sezer, 2008). Katılımcı emekli olmaya hak kazanmadan önce BES'e katkıda bulunmaya ara verme hakkına sahiptir ve katkı payını emeklilik planlarında belirtilmi olan fonlar arasında payla tırabilir. Katkı payı tutarları veya da ılım oranlarının de i ikli i yılda azami dört kere yapılabilmesi mümkündür. (Özkan, 2009:69) Katılımcı emeklili e hak kazanmaksızın bazı durumlarda sistemden ayrılmaktadır. Bunlar sırasıyla, katılımcının sürekli i görmezlik durumu söz konusu olmadan kendi iste iyle sistemden ayrılması, sürekli i görmezlik halinin ortaya çıkması durumunda sistemden ayrılması ve vefat etmesi halinde sistemden ayrılması olmak üzere üç ekilde gerçekleştirilmektedir (Kılo lu, 2007).

Bireysel emeklilik sisteminin istenilen ekilde çalı ması için, ; günlük gözetim ve denetim, yıllık ola an denetim, ba ımsız dı denetim, iç kontrol sistemi ve iç denetim ve aktüeryal denetim olmak üzere denetim faaliyeti belirtilen bölümlerle gerçekleştirilmektedir (Satır, 2008).



ekil 3.1 Bireysel Emeklilik Sisteminin İyeli Yapısı (Kaynak: U ur Suat, 2004)

3.5. Bireysel Emeklilik Sisteminin Tarafları

3.5.1. Katılımcı

Bireysel emeklilik aracısının etkisiyle emeklilik irketiyle emeklilik sözleşmesi imzalayarak sisteme katılan bireyler katılımcı olarak adlandırılır. Katılımcılar medeni hakları kullanma ehliyetine sahip olması gerekmektedir. Katılımcılar irket nezdinde açılacak olan bireysel emeklilik hesabına katkı yapan ya da adına irket nezdinde bireysel emeklilik hesabı açılan kişiler olarak nitelendirilir. Ayrıca emeklilik sözleşmesi katılımcı ve emeklilik irketi olmak üzere iki taraftan oluşmaktadır (Erol ve Yıldırım, 2003).

3.5.2. Portföy Yöneticisi

Emeklilikirketinin kurmu oldu u EFY'leri yöneten profesyonel kurulu lar portföy yöneticisi olarak adlandırılmakla birlikte SPK tarafından yapılan düzenleme ve denetlemelere tabi olmaktadır. Portföy yönetimirketleri SPK tarafından portföy yöneticili i yetki belgesini almı olan ve SPK'nın uygun gördü ü portföy yönetimirketlerini içeren kurulu lardır. Portföy yönetim hizmeti ile ilgili olan esaslar emeklilikirketi ve portföy yöneticileri arasında yapılacak olan portföy yönetim sözleşmesi ile belirlenmekte olup portföy yönetimirketi tarafından verilmektedir. Portföy yöneticisi, fon portföyünü yönetirken riskin da ıtılması, likidite ve getiri unsurlarını göz önünde tutmak, fonun portföy yönetim stratejilerine ve yatırım sınırlamalarına uygun bir ekilde hareket etmek, fon içtüzü ü, izahname, portföy yönetim sözleşmesi ve ilgili mevzuatta belirlenmi olan esaslara uymakla yükümlüdür (Yaslıda , 2004:389).

3.5.3. Emeklilikirketi

Emeklilikirketi 4632 Sayılı kanuna göre kurulan ve bu alanda faaliyet göstermek üzere bu kanun ile ihdas edilen emeklilik bran nda ruhsat almı olan irketler olarak ifade edilir. Emeklilikirketleri 21.12.1959 tarihli ve 7397 sayılı Sigorta Murakabe Kanunu hükümlerince hayat ve ferdi kaza sigortaları bran larında da ruhsat alabilmektedir. Bu irketlerin emeklilik bran ı dı nda ba ka bir bran ta faaliyet göstermesi halinde her bir bran a ait hesaplar ayrı ayrı tutulmak zorundadır. irketin kurulu u Bakanlı ın iznine tabi olmaktadır. Kurulacak olan irketin ticaret unvanında emeklilik” ibaresi bulunmak zorundadır. irketin Kurulu izni için Hazine Müste arlı na ba vurulur.

4632 sayılı kanunun 8. Maddesi göre kurulacak emeklilikirketinin;

- Anonim irket eklinde kurulması,
- Faaliyet konusunun bu Kanunda belirtilen faaliyetlerle sınırlandırılmı olması,
- Sermayesinin yirmi trilyon liradan az olmaması ve ödenmi sermayesinin asgarî on trilyon olması ve kalanının üç yıl içerisinde ödenmesinin taahhüt edilmesi,
- Hisse senetlerinin nakit kar ılı ı çıkarılması ve tamamının nama yazılı olması,

- Ana sözleşmenin bu Kanun hükümlerine uygun olması,
- planı ve sistem tasarımı ile yapılabirlik raporlarının sunulması gerekmektedir.

3.5.4. Saklayıcı Kurulu

SPK tarafından uygun görülen ve fon portföyündeki varlıkların ve katılımcıların katılma belgelerinin saklanması için kurulmuş saklayıcı kurulu olarak adlandırılmaktadır.

Ülkemizde Takas ve Saklama Bankası A.S. (Takasbank) saklama kurulu olarak kullanılmaktadır. Takasbank'ın hesaplarındaki katılımcılara ait olan hesaplarda bulunan EYF'lere ait paylar ve fonlarının portföylerinde yer alan menkul kıymetler ve nakit değerler "Emeklilik Fonu Hesapları" olarak saklanmaktadır. Katılımcıların hesaplarında, EYF'lere ait paylar fon bazında saklanmakta olup izlenebilmektedir. BES açısından Takasbank'ın görev ve sorumlulukları aşağıdaki gibidir:

- Fon varlıklarının saklanması, başka bir ifadeyle fon hesabı,
- Fon katılma belgelerinin katılımcı bazında saklanması, diğer bir deyişle katılımcı hesabı,
- Fon portföy değeri ve birim pay değeri hesaplamasının kontrol edilmesi,
- Katılımcı katkılarının fona aktarımında pay sayısı hesaplamasının kontrolü,
- Fon hesabından yapılacak olan ödeme ve virman işlemlerinin kontrolünü sağlamak,
- Emeklilik ve portföy yönetim şirketine fon ile ilgili olan bilgilerin elektronik ortamda izlenmesi imkanını sağlamak,
- Katılımcı hesabına yapılan giriş ve çıkışların izlenmesi ve emanetçilik görevinin yerine getirilmesini sağlamaktır (Yaslıda, 2004:392).

3.5.5. Sermaye Piyasası Kurulu

Emeklilik şirketleri ve EYF'lere ilişkin düzenlemeleri ve denetlemeleri yapan devlet kurumuna SPK adı verilmektedir. Emeklilik şirketleri, EYF'lerin kuruluşu ve ilgili ile ilgili bilgileri SPK'ya iletmek zorundadırlar. Ayrıca SPK portföy yönetim şirketlerinin kuruluşu ve denetimleri ile ilgili üst kurum görevini de üstlenmektedir.

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının kurulması ve denetlenmesi a amalarında ve portföy yönetim irketlerinin denetlenmesinde SPK görev almaktadır (Yaslıda , 2004).

3.5.6. Hazine Müste arlı ı

Emeklilik irketlerinin kurulu ve faaliyet ba vuruların denetleyen kurum Hazine Müste arlı ı olarak adlandırılır. Hazine Müste arlı ı, emeklilik irketlerine ili kin tüm düzenleme ve denetimleri gerçekle tirir. Müste arlık bünyesinde kurulmu olan Bireysel Emeklilik Dairesi, BES ili kin tüm i lemleri yapmakla yetkilendirilmi tir (Yaslıda , 2004).

3.5.7. Bireysel Emeklilik Danı ma Kurulu

Bireysel Emeklilik Danı ma Kurulu, BES ile ilgili politikaları belirlemek ve bunların geçirilmesi ile ilgili alınması gereken önlemler konusunda önerilerde bulunmak ve mevzuat düzenlemeleri hakkında tavsiye niteli inde karar almakla görevli bir üst kuruldur. Bireysel Emeklilik Danı ma Kurulu, BES’de kurumsal yapının en üst kısmında yer almaktadır (U ur, 2004).

Bireysel Emeklilik Danı ma Kurulu, Hazine Müste arlı ının ba kanlı ında, Maliye Bakanlı ı, Çalı ma ve Sosyal Güvenlik Bakanlı ı, Hazine Müste arlı ı ve SPK tarafından görevlendirilecek en az genel müdür düzeyinde birer temsilciden olu maktadır (Yaslıda , 2004).

3.5.8. Emeklilik Gözetim Merkezi

Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM); BES’de faaliyetlerin güven içinde gerçekle tirilmesini ve katılımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasını sa lamak, sorunların çözümünde görev almak, bilgilere ba lı verilerin olu turulmasını sa lamak ve saklamakla görevli kurumdur (Yaslıda , 2004).

“Emeklilik Gözetim Merkezi A. . (EGM), Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ve ilgili mevzuat uyarınca Hazine Müste arlı ının görev ve yetkilendirmesi

çerçevesinde merkezi İstanbul'da olmak üzere 10 Temmuz 2003 tarihinde kurulmuştur'' (EGM, 2014).

EGM'nin görevleri aşağıda sıralanmaktadır;

- Emeklilik şirketlerinin faaliyetlerinin elektronik ortamda günlük gözetimini ve yetkili kamu otoritelerine raporlanmasını sağlamak,
- Emeklilik şirketlerine ait faaliyet bilgilerinin konsolidasyonu gerçekleştirmek,
- Katılımcılara ait olan bilgilerin gizlilik ilkeleri çerçevesinde saklanmasını sağlamak,
- Kamuoyunun ve katılımcıların bilgilendirilmesini sağlamak,
- İstatistiksel verilere bağlı olan raporları oluşturmak,
- BES'in analitik olarak yorumlanması ve sorgulanmasını sağlamak,
- Bireysel emeklilik araçları sınavını yapmak,
- Bireysel emeklilik araçları sicilini takip etmek,
- Katılımcının şikayetlerini devalendirmektir (Yaslıda, 2004).

3.5.9. Bireysel Emeklilik Araçları

29 Ağustos 2009 tarihli 27334 sayılı resmi gazetede yayınlanan Bireysel Emeklilik Araçları Hakkındaki Yönetmeliğin 6. maddesi gereğince; "bireysel emeklilik aracı, emeklilik şirketinin emeklilik sözleşmelerine aracılık eden veya bunları emeklilik şirketi adına yapan gerçek kişi" ifade etmektedir. Bireysel Emeklilik Araçları Hakkındaki Yönetmeliğin 4. Maddesinde bireysel emeklilik araçlarında bulunması gereken bir takım nitelikler mevcut olup, aşağıda belirtilmiştir:

Bireysel emeklilik aracı olacaklarda aşağıdaki nitelik ve şartlar aranır.

- En az dört yıllık yükseköğretim kurumlarından birinden mezun olmak, veya iki yıllık bankacılık, sigortacılık, borsa ve finans, finans, işletme, maliye, menkul kıymetler ve sermaye piyasası, muhasebe, para ve sermaye yönetimi, pazarlama ve satış yönetimi meslek yüksek okullarından veya Müsteşarlıkça uygun görülen benzer eğitim programına sahip meslek yüksek okullarından mezun olmak,

- Lise veya dengi okul mezunu olmak ve emeklilik şirketlerinde, sigorta şirketlerinde, sigorta acentelerinde, sigorta brokerlerinde veya Müste arlıkça uygun görülen benzeri malî kurulu larda tam zamanlı şirket personeli olarak sınava ba vuru tarihi itibarıyla en az toplam iki yıl süreyle çalı mı olmak,
- Müflis veya konkordato ilan etmi olmamak, Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmi olsa bile; kasten i lenen bir suçtan dolayı be yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenli ine kar ı suçlar, Anayasal düzene ve bu düzenin i leyi ine kar ı suçlar, milli savunmaya kar ı suçlar, devlet sırlarına kar ı suçlar ve casusluk, zimmet, irtikâp, rü vet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karı tırma, edimin ifasına fesat karı tırma, bili im sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya de i tirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlı ı de erlerini aklama, terörün finansmanı, kaçakçılık, vergi kaçakçılı ı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmamak.
- Meslek e ref ve haysiyetine aykırı davranı larda bulunmamı olmak.
- Sınavda ba arı göstermi olmak.
- Adına bireysel emeklilik aracılı ı yapaca ı emeklilik şirketinin emeklilik ürünlerine ili kin gerekli e itimleri tamamlamı olmak.
- Emeklilik şirketi bünyesinde veya d ında emeklilik şirketi adına katılımcılara sunulan emeklilik sözleşmelerine ili kin olarak pazarlama ve satı faaliyetlerini ça rı merkezi, mü teri ili kileri ve benzer isimler altında yapanların da bireysel emeklilik araçlarında aranan nitelik ve artları haiz olması gerekir.
- Bireysel emeklilik aracılı ı yapan ki iler; mevzuata, katılımcıların talimatlarına, mesle in icaplarına ve iyi niyet kurallarına uygun hareket etmek ve katılımcıların hak ve menfaatlerini korumakla hükümlüdür ve hiçbir ekilde giri aidatı ya da katkı payı tahsil edemezler. Di er sigorta kollarından farklı olarak, bireysel emeklilik aracılı ı farklı bir uzmanla mayı ve mü teri ili kileri tekni ini gerekli kılmaktadır. Bireysel emeklilik araçları ile ilgili düzenlemeler, BES'in katılımcılara sunumunun belirli nitelikleri ta ıyan ki iler tarafından yapılmasını salamayı amaçlamakta olup, bu sayede sistemin uzman ki iler aracılı ıyla yürütülmesi de gerçekte tirilmi olacaktır (Fırat, 2014).

3.6. Emeklilik Yatırım Fonları

28.02.2002 tarih ve 24681 sayılı resmi gazetede yayınlanan, Emeklilik Yatırım Fonlarının Kurulu ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik'in 5.maddesi gereği "Emeklilik Yatırım Fonu, şirket tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inanca dayalı mülkiyet esaslarına göre değerlendirilmesi amacıyla oluşturulan malvarlıktır" şeklinde tanımlanmaktadır.

3.7. Emeklilik Yatırım Fonları Türleri

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından "Bireysel Emeklilik Fonları Türlerine İlişkin Açıklama" adı altında 10.05.2002 tarihinde yayımlanan 22/646 sayılı Karar ile emeklilik yatırım fonlarının altı ana türü bulunmaktadır. Bu sınıflandırma çerçevesinde fonlar; gelir amaçlı fonlar, büyüme amaçlı fonlar, para piyasası fonları, kıymetli madenler fonları, ihtisaslaşmış fonlar, diğer fonlar şeklinde tanımlanmış ve bu ana türleri altında da 25 tür oluşturulmuştur. Ayrıca EFY türleri ile birlikte verilmiştir (SPK, 2002).

3.7.1. Gelir Amaçlı Fonlar

Yatırım yapılacak varlıkların, bunlardan elde edilecek temettü ve faiz gelirlerine dayalı olarak verilerek belirlendiği fonlardır. Gelir amaçlı fonların türleri aşağıdaki gibidir:

- Hisse Senedi Fonu,
- Kamu Borçlanma Araçları Fonu,
- Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu,
- Karma Borçlanma Araçları Fonu,
- Karma Fon,
- Uluslararası Hisse Senedi Fonu,
- Uluslararası Borçlanma Araçları Fonu,
- Uluslararası karma Fon,
- Esnek Fon.

3.7.2. Büyüme Amaçlı Fonlar

Yatırım yapılacak varlıkların, bunlardan elde edilecek sermaye kazancına a ırlık verilerek belirlendi i fonlardır. Büyüme amaçlı fonların türleri a a ıda verilmi tir:

- Hisse Senedi Fonu,
- Küçük irketler Hisse Senedi Fonu,
- Karma fon,
- Uluslararası Hisse Senedi Fonu,
- Uluslararası Karma Fon,
- Esnek Fon.

3.7.3. Para Piyasası Fonları

Devamlı olarak portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmı likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün a ırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlardır. Para piyasası fonlarının türleri a a ıdaki gibidir:

- Likit Fon – Kamu,
- Likit Fon – Özel Sektör,
- Likit Fon – Karma.

3.7.4. Kıymetli Madenler Fonları

Kıymetli Madenler Fonları; fon portföyünün en az %80'ini kıymetli madenler ve altına dayalı varlıklardan olu turmak amacıyla kurulan fonlardır. Kıymetli madenler fonları iki çe ittir.

Bunlar

- Kıymetli Madenler Fonu,
- Altın Fonudur.

3.7.5. İhtisaslaşmış Fonlar

Coğrafi bölge, ülke, sektör ve endeksler bazında yatırım yapan fonlardır. İhtisaslaşmış fonların türleri aşağıdaki gibidir:

- Yabancı Ülke Fonu,
- Sektör Fonu,
- Endeks Fonu.

3.7.6. Diğer Fonlar

Yukarıda bahsedilen fon türlerine girmeyen diğer fonlardır. Diğer fonların türleri aşağıda verilmiştir:

- Dengeli Fon,
- Esnek Fon.

4. YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DE ERLENDIRMESİ

4.1. Performans De erlendirmenin Amacı ve Önemi

Portföy yönetim sürecinin son a aması olan performans de erlendirilmesi, aynı zamanda yatırım fonlarını satın alacak olan tasarruf sahiplerinin en çok ilgilendikleri a amadır. Bunun sebebi, gelecekte elde edecekleri getirinin belirli ölçüde bu de erlendirmeye ba lı olmasıdır. Genel olarak yatırım fonlarının performanslarının de erlendirilmesindeki amaçlar unlardan ibarettir (eremet, 2002):

- Yatırım fonu yöneticilerinin iddialarına göre, yönettikleri portföyün yönetilmeyen portföyden daha yüksek getiri sa ladı ı kanısıdır. Bu dü üncenin kanıtlanması için portföy yöneticisinin beklenen de eri elde etme ve riski yönetme sürecinde ba arılı oldu unu göstermek gerekmektedir,
- Yönetilen yatırım fonu portföylerini birbirleriyle kar ıla tırmak, böylece en iyi portföye sahip yatırım fonunu seçebilmektir,
- Yatırım fonları de erlendirilirken bir iç denetim mekanizması olu turulur. Bu sayede yatırım fonu yöneticilerinin ne derece ba arılı oldukları tespit edilir. Ba arısızlık söz konusu oldu unda bunun sebepleri ara tırılır ve düzeltme yoluna gidilir,
- Fonların de erlendirilmesinde, akademisyenlere üzerinde bilimsel çalı malar yapabilecekleri veriler sa lamaya çalı ılır.

Yatırım fonlarının performanslarının de erlendirilmesiyle birlikte, öncelikle yatırım yapma amacıyla olan ki ilere do rudan menkul kıymetlere yatırımda bulunmaları veya yatırım fonu yatırımını tercih etmeleri konusunda yardımcı olunur. Performans de erlendirme, profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen yatırım fonları ile rassal olarak hazırlanan ve yönetilmeyen bir portföyün performansı kar ıla tırılması imkanı sunar. Bu kar ıla tırma yatırım fonlarının lehine bir sonuç verirse bu kez de mevcut yatırım fonları seçenekleri için performans analizine ba vurulabilecektir. Fon yönetimi açısından da önem ta ımakta olan performans ölçümü sayesinde, yatırım fonu yöneticileri, elemanlarının yatırım performanslarını de erlendirebilirler (Dal ar, 2006).

4.2. Portföy Performansı Kavramı

Yatırım kararı alınıp uygulamaya konulduktan sonra, elde edilen sonuçların de erlendirilmesi ve bir geri besleme mekanizması ile yatırım kararının gözden geçirilmesi gereklilik arz etmektedir. Karar alma süreci niteli i ta ıyan, yatırım sürecinin sonunda da bir de erlendirme yapılp, bir geri besleme mekanizmasının olu turulması vazgeçilmez olacaktır. Yatırım sürecinin ba arısının belirlenmesi, yapılan yatırımdan beklenen amaçların elde edilip edilmedi inin de erlendirilmesi ile gerçekleştirilir (Karacabey, 1998).

Portföy yönetimi dinamik bir süreçtir ve bu süreç;

- Yatırım politikalarının belirlenmesi,
- Menkul kıymetlerin analizi,
- Portföyün olu turulması,
- Portföyün performansının de erlendirilmesi,
- Portföyün revizyonu olmak üzere be a amadan meydana gelmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 1998).

Yatırım politikasının belirlenmesi, yatırımcının durumunu ba ka bir ifadeyle yatırımcının yatırıma ayırdı ı parasal miktarı, riske karşı tutumunu ve yatırımdan bekledi i getiriye açıkça ortaya koymayı amaçlayan a amadır. Yatırımcının durumu incelenirken, yatırım sürecinin açıklanması ve yatırım süresince ortaya çıkacak olan fon hareketlerinin tahmini gereklilik arz etmektedir (nselba , 1989). Bu a amada belirlenen politikalar gere ince portföyü olu turacak menkul kıymet grubu veya grupları ortaya çıkacaktır. Portföyü olu turacak olan menkul kıymet grup ve grupları belirlendikten sonra, bu grupların içerisinde yer alan menkul kıymetlerin analizinin yapılması gerekmektedir. Menkul kıymet analizinde, menkul kıymetlerin gelece e ili kin performanslarının menkul kıymetlerin iç ili kilerini de kapsayacak ekilde belirlenmesi amaçlanmı tır (Sharpe, 1966: 120). Menkul kıymet analizinde, temel ve teknik analiz yaygın olarak kullanılan yöntemlerdir. Fon portföyüne dahil edilecek menkul kıymetlerin analizinden sonra, menkul kıymetlerden hangilerinin portföye alınaca ı ve yatırım içindeki a ırlıkları belirlenir. Bir önceki a amada belirlenen bireysel menkul kıymet performans tahminlerini portföy

performansları ile ilgili tahminlere dönü türerek çok sayıdaki olasılık arasından etkin olanının seçimi bu a amada yapılmaktadır (Sharpe, 1966:119-138).

Burada Markowitz etkin portföy setinin tanımını, beklenen getiri veri iken en dü ük varyansı yada varyans veri iken, en yüksek beklenen getiriyi sa layan menkul kıymet bile imleri ekinde yapmaktadır. Farklı bir ekinde ifade etmek gerekirse, risk birimi ba ina en yüksek getiriyi veya getiri ba ina en dü ük riski sa layan portföyün seçimi yapılacaktır. Fon portföylerinin yönetiminde bir sonraki a ama, olu turulan portföyün ilgili dönemde nasıl bir performans sergiledi inin, getirinin yanı sıra riski de hesaba katarak ya da ba ka bir ifadeyle getiriyi riske göre düzelterek belirlenmesidir. Fonun performansı de erlendirme yapıldı ında portföy yöneticisinin kısıtları mutlaka göz önünde bulundurulmak zorundadır. Yatırım ilke ve amaçlarını belirleyenler ile yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcı portföylerini yöneten ki iler birbirinden farklılık arz etmektedir. Bu nedenle portföy performanslarının kar ıla tırılmasında bu kısıtların etkilerinin belirlenmesi gerekmektedir. Dönem içi nakit akımları da genellikle portföy yöneticisinin kontrolünde de ildir. Bu yüzden bu akımların etkileri de performans de erlendirilmesinde olanak dahilinde elimine edilmesi gerekmektedir. Bu i lemin gerçekte tirilebilmesi için performansı de erlendirilen fon portföyünün di er portföylere kıyasla ne kadar iyi getiri sa ladı ını ve portföyün genel politikalarını bilmek gerekmektedir. Portföyün, bu politikaları nasıl takip etti inin belirlenmesi de önemlilik arz etmektedir (Karacabey, 1998).

Son a ama, belirli aralıklarla ilk üç a amanın tekrarlanmasından olu ur ve portföyün revize edilmesinden ibarettir. Bu a amada konjonktürel ko ullardaki de i meye ve geli melere ba lı olarak portföyün tekrar gözden geçirilip de i tirilmesi olasıdır. Performans de erlendirme sonucunda portföyün farklı portföye kıyasla nasıl bir performans elde etti ini ve bununla birlikte bu performansa sebep olan etkenlerinde belirlenmesi gerekmektedir. En azından performansın sansa ba lı mı gerçekte ti ini yoksa fon portföy yönetiminin isabetli karar ve öngörülerinden mi kaynaklandı ını yatırımcının bilmesi gerekir (Karacabey, 1998).

En basit şekilde portföy performansının ölçülmesi iki boyuta sahiptir (Karacabey, 1998):

- Getirilerin Ölçülmesi,
- Riskin Ölçülmesi.

Yatırımcı açısından temel değerlendirme unsuru portföyün getirisi olacaktır. Fakat özellikle performansın diğer portföylerle ya da bir gösterge portföyle karşılaştırılması yapıldığında anlamlı sonuçlar elde edebilmek adına karşılaştırılan portföylerin risk seviyeleri aynı veya benzer olmak zorundadır. Bu sebeple, portföy getirisinin hesaplanması ve daha sonra aynı risk grubuna giren diğer portföylerin getirileri ile karşılaştırılmasının yapılması gerekir. Bu en basit şekilde iki aşamada meydana gelecektir. Öncelikle her bir portföyün getirisi, sonrada riskleri hesaplanır. Portföyler risk seviyelerini baz alınarak belirli gruplara ayrılmakta ve her bir grubun kendi içinde karşılaştırmalar yapılır. Friend, Blume ve Crockett tarafından yapılan çalışmaları bahsi geçen yöntemi kullanarak yapılan çalışmaların en bilinenidir (Vuran, 2002).

Daha karmaşık fakat daha kullanışlı ve akılcı sonuçlar üreten bir başka performans değerlendirme yaklaşımı daha vardır. Bu yaklaşım riske göre uyarlanmış getirinin hesaplanmasıdır. Treynor, Sharpe ve Jensen'in çalışmaları bu yaklaşımı kullanarak yapılan çalışmaların en bilinenleridir. Kullanılan yöntemler farklı olsa da yapılan iş, “bir birim risk için elde edilmesi gereken getirinin belirlenmesi ve değerlendirilen fonların riskine göre elde etmesi gereken getiri ile gerçekleşen getirisinin karşılaştırılması” şeklinde ifade edilebilir. Performans ölçme yöntemleri bu yaklaşıma uygun olarak geliştirilse bu yöntemlere neredeyse genel kabul görmüş yöntemler olarak nitelendirmek uygundur. Farklı risk seviyelerindeki portföylerin bile karşılaştırılmasına olanak sağladıklarını dikkate alırsak, bu yaklaşıma uygun olarak geliştirilen yöntemlerin yatırımcılar açısından daha geçerli olacaktır diyebiliriz. Performans ölçümünde hangi yaklaşım ve hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın, getirinin ölçülme yöntemleri riskin doğası ve ölçme yöntemleri üzerinde tam bir açıklık sağlanması üretilen sonuçların sağlıklı olması açısından önemlilik arz etmektedir (Karacabey, 1998).

4.3. Performans De erlendirmede Getiri ve Riskin Hesaplanması

4.3.1. Getirinin Hesaplanması

En genel tanımıyla getiri, yapılan yatırımın yatırımcıya geri dönü ümü ekinde ifade edilmektedir. Yatırım sahibine, menkul kıymetlerine yapılan yatırım iki ekinde getiri sa layabilmektedir. Bunlar, cari kazanç ve sermaye kazancı ekinindedir. Cari kazanç (current income), menkul kıymetlere yapılan yatırımdan elde edilen (ya da edilmesi beklenen) temettü ya da faiz ekinde olabilecek dönemsel nakit akı ı ekinde tanımlanır. Sermaye kazancı ise, söz konusu menkul kıymete yapılan yatırımın de erinin artması ve bu artı ın menkul kıymet fiyatına yansımalarını ifade etmektedir. Bu yüzden, menkul kıymetin satın alındı ı dönemdeki fiyatı ile yatırım süresi sonundaki fiyatı arasındaki pozitif fark menkul kıymetin sermaye kazancını gösterir. (Civelek ve Durukan, 1998). Yatırım fonlarının getirilerinin hesaplanması, seçeneklerinin birbirleri ile kar ıla tırılabilir olması bakımından önemlilik arz etmektedir. Hesaplanan getiriyle birlikte özellikle aynı risk seviyesine sahip fonları birbirleri ile kar ıla tırılarak de erlendirme yapma olana ı do makta, bunun sonucunda yatırımcıya fonun performansı konusunda önemli bir bilgi temin etmektedir (Akmüt, 1989).

Bir portföyün veya fonun getirisini en basit ekinde ifade etmek gerekirse, dönem sonundaki de eri ile dönem ba ı de erinin farkının dönem ba ındaki de erine oranı ekinde tanımlanabilir. Bu tanım gere i, herhangi bir portföyün veya yatırım aracının getirisini a a ıdaki formülle hesaplanmaktadır (Karacabey, 1998):

$$r_p = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}} \quad (4.1)$$

Formülde;

r_p : fonun getirisini,

V_t : fonun dönem sonundaki de eri,

V_{t-1} : fonun dönem ba ındaki de eridir.

Bu formülle yapılan bir hesaplama sonucunda elde edilecek olan değer, benzer şekilde yönetilen diğer fonların getirileri ile karşılaştırılarak, değerlendirilmesi yapılan fonun başarılı olup olmadığı belirlenir. Fakat fon performansının ölçülmesinde kullanılan bu yöntemde riski göz ardı edip, yalnızca portföyün getirisini dikkate almaktadır. Karşılaştırılan fonlar aynı risk seviyesinde olursa karşılaştırılması oldukça etkili ve kolay olacak, aksi halde karşılaştırmada risk farkının da dikkate alınması zorunluluk teşkil eder.

Ayrıca yukarıdaki formülle fon getirisinin hesaplanabilmesi için, değerlendirme dönemi içinde nakit girişi ve çıkışının gerçekleşmesi olması ve tek dönem kapsayan bir yatırımın söz konusu olması gereklilik arz eder. Dönem içi nakit hareketlerinin olması fon getirisinin hesaplanmasını biraz daha karmaşık hale getirmekte, bu sebeple getiriyi dönem başı ve dönem sonu değerlerinin karşılaştırılmasıyla bulmak yetersiz kalmaktadır (Karacabey, 1998).

Birden fazla döneme ait ve dönem içi nakit girişi ve çıkışlarını da göz önünde tutarak getiriyi hesaplamada kullanılan “iç verim oranı” ve “zaman ağırlıklı getiri” onarı olmak üzere iki temel yöntem mevcuttur (Fabozzi ve Modigliani, 1996).

İç verim oranını kısaca tanımlamak gerekirse, nakit girişlerinin bugünkü değerini nakit çıkışlarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranı şeklinde ifade edilebilir. İç verim oranı aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır.

$$V_{t-1} = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{V_1}{(1+r)^{n+1}} \quad (4.2)$$

C: Nakit hareketlerini ifade etmektedir.

Zaman a ırlıklı getiri oranı ise, bütün nakit akımlarının tekrar yatırıldı ı varsayımıyla, de erlendirme dönemi için ilk portföyün bile ik büyüme oranını ölçer eklinde ifade edilir. Zaman a ırlıklı getiri oranı a a ıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$r_p = \{(1 + r_{p1}) + (1 + r_{p2}) + \dots + (1 + r_{pn})\} - 1 \quad (4.3)$$

Zaman a ırlıklı getiri oranı formülünde, hesaplayaca ımız dönemi her bir nakit hareketi oldu unda alt dönemlere ayırıp, alt dönemlerin getirileri ($r_p = (V_t - V_{t-1})/V_{t-1}$) formülüne göre hesaplanarak (r_{pn}) de ıerleri bulunur. Sonraki adım ise, alt dönem getirileri yukarıdaki formülde yerine konularak de erlendirme dönemine ait portföyün getirisi hesaplanır (Karacabey, 1998).

ç getiri oranı formülü ve zaman a ırlıklı getiri oranı formülü bazı durumlarda birbirinden farklı sonuçlar verebilmektedir. Bu farklılı a iç verim oranının, zaman a ırlıklı getiri oranına göre dönem içindeki nakit giri ve çıkı larından daha fazla etkilenmesi sebep olmaktadır. Konu fon yöneticisinin performansı açısından incelendi inde nakit giri ve çıkı larından daha az etkilenen zaman a ırlıklı getiri oranının daha uygun oldu unu söylemek mümkündür. Bunun sebebi fon yöneticisi, fon portföyüne giren veya çıkan nakdi do rudan kontrol etme imkanına sahip olmamasıdır. Bu sebeple, ço unlukla performans de erlendirmelerinde zaman a ırlıklı getiri oranı tercih edilmektedir (Bodie vd., 1999:750, alıntılayan Kılıç, 2002:43).

4.3.2. Riskin Hesaplanması

Yatırımcılar sadece fonların getirileriyle ilgilenmekle kalmayıp, bu getiriyi elde etmek için üstlendikleri riskler ile de ilgilenirler. Bundan yola çıkarak risk, beklenen getirinin belirsizli i ya da ba ka bir ifadeyle gerçekleşen getirilerin beklenen getirilerden sapmasını ifade etmektedir (Demir, 2001). Yatırımcıların yapmı oldu u yatırımdan sa layaca ı verimin, beklenen verimin altına dü mesi ya da üstüne çıkma olasılı ı mevcut olup, bu olasılık yatırımcı açısından yapmı oldu u yatırımın riskini meydana getirmektedir (Akgüç, 1989). Örnek olarak, bir menkul kıymetin gerçekle en getirisi, beklenen getiriden

ne kadar büyük farklılık veya sapma gösteriyorsa, bahsi geçen menkul kıymetin riskinin o kadar yüksek oldu unu söylemek mümkündür (Bolak, 1991).

Literatürde ve uygulamada kullanılan ba lıca risk ölçütleri standart sapma, maksimum risk ile sistematik ve sistematik olmayan risk ekinde sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırma a a ıda kısaca açıklanmı tır.

A. Standart Sapma

Standart sapma, yatırım fonu portföyleri için en yaygın kullanılan risk ölçütüdür. Fonların standart sapması, içerd i menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ili kinin yapısına da ba lı oldu u söylenilebilir. Yatırım fonları için standart sapma fonun aylık getirilerinin de i me oranı kullanılarak hesaplanmakta ve a a ıda formülü verilmektedir (Simons, 1998).

$$\sigma = \sqrt{\sum(r_t - \bar{r}_a)^2 / (T - 1)} \quad (4.4)$$

Formülde;

σ : standart sapmayı,

T: standart sapmanın hesaplandı ı dönemdeki ay sayısını,

r_t : fonun aylık getirisini,

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

B. Maksimum Risk

Maksimum de i kenli in ölçütü yani maksimum risk sadece kayıpları dikkate alarak hesaplanan bir risk ölçütü olup hesaplama ekli a a ıdaki gibidir (Simons, 1998). Öncelikle fonun dü ük performans gösterdi i ya da para kaybetti i zamandaki yani risksiz faiz oranını a an getirilerin negatif oldu u dönemdeki aylar bulunur. Sonra risksiz faiz oranını a an negatif getiriler toplanır ve bulunan sayı hesaplama dönemindeki toplam ay sayısına bölünür.

Ampirik çalı malar sonucu maksimum risk ile standart sapma arasındaki ayrımın sanıldı ı kadar önemli olmadığını göstermektedir. Bunun sebebi, her iki ölçütün yüksek bir korelasyon içinde olmasıdır. Bu yüzden, maksimum risk beklenen getirinin belirsizli i ile ilgili olarak standart sapmadan farklı sonuçlar vermemektedir (Simons, 1998).

C. Sistemik ve Sistemik Olmayan Risk

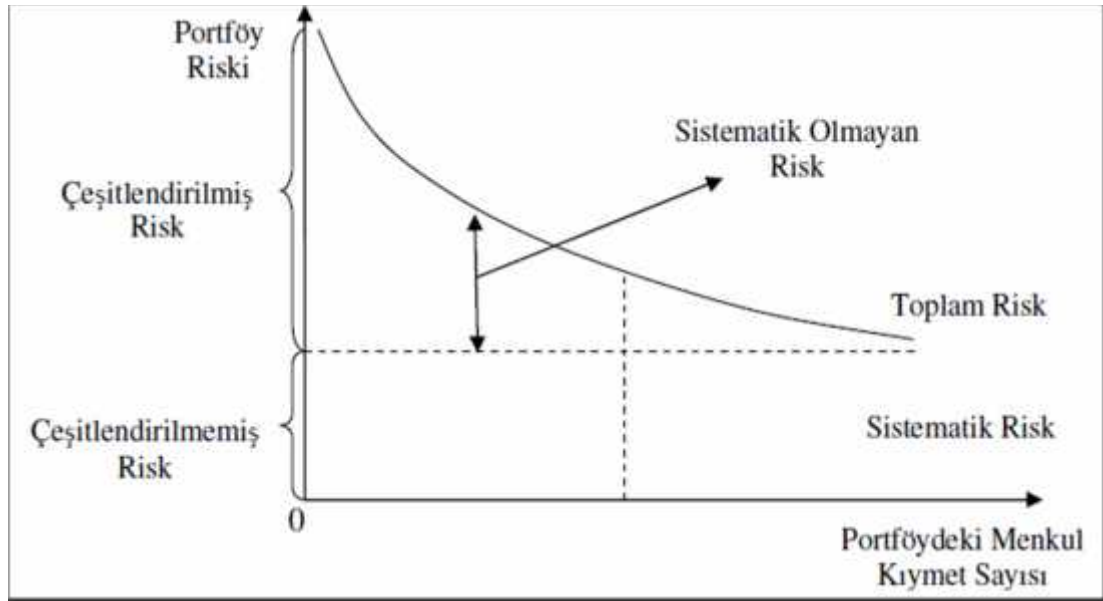
Bir menkul kıymetin üretti i nakit akımlarındaki dalgalanmalara sebep olabilecek etkenler, kontrol altında olan ve olmayan etkenler ekinde iki gruba ayrılmaktadır. Farklı ekinde ifade etmek gerekirse, yatırımcıların yatırımlarında kar ı kar ıya kaldıkları riskler ortaya çıkı sebeplerine ve etkilerine göre ayrıma tabi tutmak mümkündür. Bahsi geçen bu riskler yatırımcının riski kontrol altına alabilme ya da sınırlayabilme olana ının olup olmamasına ba lı olarak “Sistemik Risk” ve “Sistemik Olmayan Risk” ekinde iki ana gruba ayrılır (Yörük, 2000).

Sistemik risk, menkul kıymete ya da menkul kıymetin ilgili oldu u i letmeye dı sal olan unsurlardan kaynaklanmaktadır. Ayrıca yatırımcı tarafından sistemik riskin kontrolünün mümkünatı bulunmamaktadır. Piyasada i lem gören tüm menkul kıymetleri ve menkul kıymetlerin ilgili oldu u i letmeleri sistemik riskin faktörleri aynı anda etkilemekte, ancak sistemik riskin her menkul kıymet için aynı a ırlıkta oldu u dü ünülmemelidir. Her menkul kıymetin ya da menkul kıymetin ilgili oldu u i letmenin sistemik risk unsurları ile etkile iminden kaynaklanarak, risk a ırlıkları farklılık göstermektedir (Özçam, 1997). Sistemik risk kaynakları; faiz oranı riski, satın alma gücü riski, piyasa riski, politik risk ve kur riski’nden meydana gelmektedir (Dal ar, 2006).

Sistemik olmayan risk ise, toplam riskin menkul kıymete ya da bahsi geçen menkul kıymetin ihraççısı olan i letmenin içinde bulundu u endüstri koluna ba lı olan kısmını ifade etmektedir. Sistemik olmayan riskin derecesi, do rudan bir menkul kıymeti, i letmeyi ve endüstri kolunu ilgilendiren olayların meydana gelme olasılı ı tarafından belirlenmektedir (Ugan, 1997).

Yönetim hataları, grevler, teknolojik gelişmeler, yeni buluşlar, tüketici tercihlerindeki değişimler gibi etkenler sebebiyle menkul kıymetin veriminde sistematik olmayan değişimler meydana gelmektedir. Belirli sınırlar dahilinde yatırımcının sistematik olmayan risk kaynakları üzerinde doğrudan kontrol olanakları bulunmaktadır. Sistematik olmayan riski, yatırımcı açısından portföy riskinin yatırımların çeşitlendirilmesi ile giderilebilecek kısmı şeklinde de nitelendirmek mümkündür. Sistematik olmayan risk kaynakları; finansal risk, yönetim riski ve iş riskinden meydana gelmektedir (Dalgar, 2006).

Sistematik ve sistematik olmayan riskten meydana gelen toplam riskin bileşenleri arasındaki ilişki Şekil 4.1’de gösterilmektedir.



Şekil 4.1: Risk Bileşenleri (Kaynak: Lumbly, S. 1995)

Sistematik risk portföy ile piyasa getirisi arasındaki korelasyon ilişkisinden kaynaklanmakta, buna karşın sistematik olmayan risk ise, portföyün kendi getirisinin de etkisinden kaynaklanır. Sistematik risk ile sistematik olmayan riskin farkı, portföydeki menkul kıymet sayısına farklı tepki vermeleri noktasında önem kazanmaktadır. Sistematik olmayan risk, çeşitlendirme yoluyla azaltılabilir, ayrıca çok iyi çeşitlendirilmiş portföy için ihmal dahi edilebilmektedir. Fakat sistematik riski azaltmak mümkün

olmamakla birlikte yatırımcının bu riske katlanma zorunluluğu söz konusudur. Çok iyi çe itlendirilmiş bir portföyün sistematik olmayan riski, sistematik risk düzeyine kadar indirilmesi mümkündür. Böylelikle etkin çe itlendirilmiş portföyler için önemli olan risk çe idi sistematik risktir. Bunun sebebi çe itlendirme sonucunda belirli bir noktada portföyün sistematik olmayan riski sıfır olacağından dolayı toplam riski sistematik riskine e it olacaktır (Dal ar, 2006). Yukarıdaki ekil-3 de çe itlendirme ile portföyün riskinde meydana gelen değişim gösterilmektedir.

Bir portföyün sistematik ve sistematik olmayan riskinden meydana gelen toplam riskin formülü aşağıdaki gibidir (Ceylan ve Korkmaz, 2000):

Toplam Risk=Sistematik Risk+Sistematik Olmayan Risk

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \sigma_m^2 + \sigma_e^2 \quad (4.5)$$

Formülde;

σ_p^2 : Portföyün toplam riski (standart sapmanın karesi ya da varyans),

$\beta_p^2 + \sigma_m^2$: Portföyün sistematik riski,

β_p : Portföy getirisinin piyasaya olan duyarlılığı,

σ_m^2 : Piyasa getirisinin varyansı,

σ_e^2 : Portföyün sistematik olmayan riskidir.

4.4. Performans Ölçüm Yöntemleri

Yatırımcının portföyü yönetmesi adına bir fon yöneticisine vermesi ve portföyün yönetiminin ne kadar başarılı bir şekilde olduğunu bilmek istemesi olacaktır. Öte yandan fon yöneticilerinin performansı portföy yönetim şirketleri tarafından izlenmektedir. Bu yönetim anlayışı sayesinde daha iyi bir fon yönetiminin gerçekleştirilmesi mümkün olacaktır. Ayrıca portföy performansının iyi bir şekilde ölçülmesi portföy yöneticisinin

fon yönetimindeki yeteneğinin belirlenmesi açısından büyük önem taşımaktadır (Karan, 2004).

Performans ölçümünün gerçekleştirilmesi için, portföylerin belli bir dönemdeki performansını farklı bir dönem ile karşılaştırmak ya da aynı dönemdeki farklı portföylerin performansı ile karşılaştırmak artı gerekmektedir (Jobson ve Korkie, 1981).

Portföy performansını ölçen birden fazla değerlendirme kriteri bulunmakta, fakat bu kriterlerin bir kısmı portföyleri değerlendirmek için sadece getiriyi dikkate almakta ve risk unsurunu ihmal etmektedir. Halbuki bir portföyün performansının ölçülmesinde sadece getiri unsurunun dikkate alınması yeterli değildir. (Taner ve Kayalidere, 2002). Bir portföyün performansını etkileyen faktörleri; portföy yöneticisinin doğru menkul kıymetleri seçme kabiliyeti, hisse senedi piyasasının performans seviyesi ve portföyün risk seviyesi şeklinde ifade etmek mümkündür (Arslan, 2005).

Yatırımın iki önemli boyutu olan risk ve getiriyi tek bir göstergeye dönüştüren performans ölçme kriterleri geliştirilmiştir (Kayalidere, 2002).

4.4.1. Standart Sapmayı (Toplam Riski) Esas Alan Yöntemler

Standart sapmayı esas alan performans değerlendirme yöntemleri “Sharpe oranı”, “M2 performans ölçütü” ve “Sortino oranı” olmak üzere üç çeşittir. Bu yöntemler aşağıda ayrıntılı olarak açıklanacaktır.

A. Sharpe Oranı

1966 yılında William Forsyth Sharpe tarafından “reward to variability” yani devrimsel risk karşılığı ödülü ismiyle portföy performans ölçütü ortaya çıkmıştır. Bu ölçüt, daha sonraları akademisyenler ve finansçılar tarafından Sharpe Oranı olarak anılmaya başlanmıştır (Sharpe, 1966). Sharpe tarafından geliştirilen modelde, piyasa endeksi ile menkul kıymetler arasındaki ilişki araştırılmış ve her ikisi arasındaki ilişki basit doğrusal regresyon doğrusu ile ifade edilmiştir. Bu yöntemde Sharpe, portföy performansını değerlendirirken risk

ölçütü olarak toplam riski yani getirilerin standart sapmasını, gösterge olarak da sermaye piyasası do rusunu esas almı tır. Sharpe oranında orijini risksiz getiri olan portföyün, sermaye piyasası do rusunun e imine e it oldu u savunulmaktadır (Sharpe, 1966).

Sharpe oranında, portföyün toplam riski standart sapma ile tanımlanmı olup, formülü a a ıdaki gibidir (Alexander vd. 2001):

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{r_a - r_f}{\sigma_a} \quad (4.6)$$

Formülde;

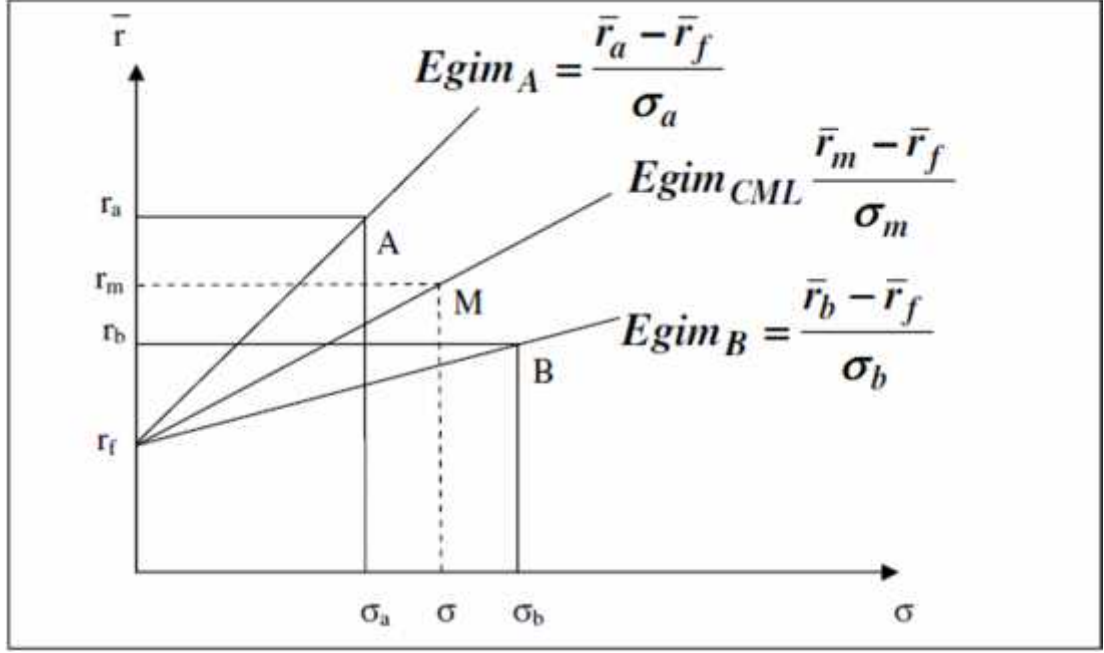
r_a : Yatırım fonunun ortalama getirisi,

r_f : Risksiz faiz oranının ortalama getirisi,

σ_a : Yatırım fonu getirilerinin standart sapmasıdır.

Formülde pay, risk primi olarak adlandırılan yatırım fonunun geçmi ortalama getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkı, ba ka bir deyi le yatırımcının riske katlanması kar ılı nda elde etti i toplam ödülü göstermektedir. Payda ise ortalama getirinin standart sapmasını veya toplam riski ifade etmektedir. Sonuç olarak, Sharpe oranı “risk birimi ba ına ödülü” vermekte oldu u kanısına varılır. Aslında bu oran CAPM ba lamında, Sermaye Piyasası Do rusu’nun (Capital Market Line–CML) e imi ile do rudan alakalıdır. Bu yöntemle göre a a ıdaki ekil 4.2’de görüldü ü gibi e im ne kadar dik ve hesaplanan oran ne kadar büyük olursa, fonun performansı da o kadar iyi olmaktadır.

A a ıda verilen ekilde yatay eksen toplam riski, dikey eksen ise getiri oranını göstermektedir. Söz konusu do ru e er CML’nin üzerinde yer alırsa (Fon A gibi) de erlendirilen fonun pazara göre daha üstün performans gösterdi i, ayet CML’nin altında yer alırsa (Fon B gibi) pazara göre dü ük performans gösterdi i söylenmektedir (Kılıç, 2002).



ekil 4.2: Sharpe Oranı (Kaynak: Sharpe, F. W)

B. M^2 Performans Ölçütü (Modigliani Yöntemi)

Yatırım fonlarının sıralamasında Sharpe oranının oldukça yararlı bir ölçüt olduğu bilinmektedir. Ancak yatırımcılar tarafından ortaya çıkan sayısal değerlerin yorumlanmasının zor olduğu düşüncesinden dolayı bu durumu gidermek amacıyla F. Modigliani ve L. Modigliani tarafından 1997 yılında M^2 performans ölçütü geliştirilmiştir. Bu yöntemde, Sharpe oranında olduğu gibi risk ölçütü olarak standart sapma kullanılmaktadır. Modigliani yönteminde öncelikle yönetilen yatırım fonunun portföyüne risksiz finansal varlık eklenmekte ve bu şekilde elde edilen “düzeltildi yatırım fonu” piyasa ile karşılaştırılmaktadır. Düzeltildi yatırım fonunun standart sapması ile piyasanın standart sapması aynı olduğundan dolayı, aynı standart sapmaya veya riske sahip bu iki portföyün karşılaştırılması daha basit hale gelmektedir. Bu kolaylığı sunan M^2 performans ölçütünün formülü aşağıda verilmektedir (Kılıç, 2002).

$$M^2 = r_{a^*} - r_m \quad (4.7)$$

Formülde;

r_{a^*} : Düzeltildi yatırım fonunun ortalama getirisi,

r_m : Piyasanın ortalama getirisidir.

Ya da

$$M^2 = r_f + \frac{r_a - r_f}{\sigma_a} \times \sigma_{rm} \quad \text{ya da} \quad M^2 = r_f + (\text{Sharpe Oranı} \times \sigma_{rm}) \quad (4.8)$$

Formülde;

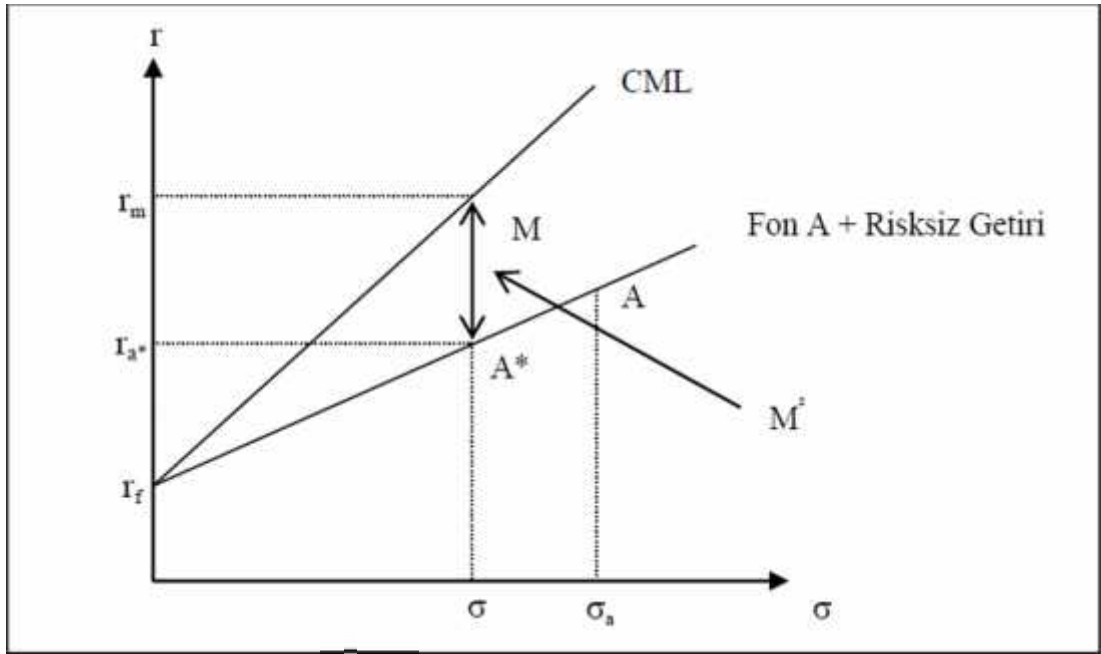
r_a : Yatırım fonunun ortalama getirisi,

r_f : Risksiz faiz oranının ortalama getirisi,

σ_a : Yatırım fonu getirilerinin standart sapması,

σ_{rm} : Piyasa getirilerinin standart sapmasıdır.

M^2 performans ölçütüne göre yapılan hesaplama sonucunda ortaya çıkan değer ne kadar büyük ise, yatırım fonunun performansının o kadar yüksek olduğunu anlamaktadır. M^2 performans ölçütünün grafiksel gösterimi ekil-4.2 gösterilebilmektedir.



ekil 4.3: M^2 Performans Ölçütü (Kaynak: Bodie, Z., 2002)

C. Sortino Oranı

Bu oran Frank A. Sortino tarafından geliştirilmiş olup, Sharpe oranına çok benzemektedir (Satchell ve Sortino, 2001). Sharpe oranının payda kısmında yer alan portföyün standart sapmasının yerine, minimum kabul edilebilir getiri düzeyinin altında kalan portföy getirilerinin standart sapmasının yer alıyor olması aralarındaki tek farkı teşkil etmektedir (Pedersen ve Satchell, 2002). Sortino oranının formülü aşağıda verilmektedir (Géhin, 2004):

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{r_a - \text{MKEG}}{\sqrt{\sum_{t=0}^T \frac{(r_{at} - \text{MKEG})^2}{T}}} \quad (4.9)$$

Formüldeki r_{at} sadece $r_{at} < \text{MKEG}$ küçük olduğu durumlarda hesaplamaya alınmaktadır.

Formülde;

MKEG :Minimum kabul edilebilir getiri,

T: Analize konu olan hafta sayısı,

r_{at} : a Portföyün t anındaki getirisidir.

Formüldeki minimum kabul edilebilir getiri oranı, yatırımcının elde etmeyi beklediği, garanti edilmiş, riski olmayan getiri oranını ifade etmekte, bu sebeple genellikle risksiz faiz oranı kullanılmaktadır. Bu formülde riskin mevcut olduğu durum, talep olması beklenen minimum getiri oranının altında gerçekleşen durumlar için geçerlidir. Yatırımcının yatırımdan elde ettiği getiri minimum getiri oranının altında olması halinde, istenmeyen bir durum söz konusu olur. Sortino Oranı kullanılarak elde edilen durumların pozitif ya da büyük olması portföy performansının iyi olduğunu ifade etmektedir (Gökgöz, 2006).

4.4.2. Sistematik Riski (Beta) Esas Alan Yöntemler

Sistematik riski esas alan performans değerlendirme yöntemleri içerisinde; “Treynor endeksi”, “Jensen ölçütü” ve “De erleme oranı” olmak üzere üç yöntem incelenecektir.

A. Treynor Oranı

Jack L. Treynor tarafından 1965 yılında geliştirilen bu yöntem riske göre düzeltilmiş ilk portföy performansı ölçütüdür. Bu yöntem temelde Sharpe oranı ile aynı nitelikleri taşımaktadır. Treynor oranında, portföyün risksiz faiz oranı üzerinde sağladığı ek getiri portföy riskine oranlanması ve risk birimi başına elde edilen ek getiri hesaplanmıştır. Fakat Treynor bu hesaplamayı yaparken portföyün risk ölçütü olarak standart sapmayı kullanmayıp, onun yerine portföyün çe itlendirme ile yok edilemeyen riskini, yani sistematik riskin göstergesi olan beta katsayısını kullanmıştır (Bolak, 1994).

Beta portföyün karakteristik doğrusunun eğimi olmakla birlikte, portföy getirilerinin piyasaya karşı değişkenliğinin de göstergesidir. Bu nedenle, doğrusunun eğimi ne kadar yüksek olursa beta o kadar büyük ve portföy o derece riskli olduğu anlamına gelmektedir. Fakat bu riskin göreceli olarak ifade edilmesi gereklilik arz etmektedir. Treynor oranının formülü aşağıda verilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2000).

$$\text{Treynor Oranı} = \frac{r_a - r_f}{\beta_a} \quad (4.10)$$

r_a : Yatırım fonunun ortalama getirisi,

r_f : Risksiz faiz oranının ortalama getirisi,

β_a : Yatırım fonunun beta katsayısıdır.

Treynor oranında kullanılan beta katsayısının hesaplanabilmesi için her yatırım fonunun ayrı ayrı piyasa endeksi ile olan ilişkisinin hesaplanması gereklilik arz etmektedir. Bu hesaplama aşağıda verilmiş olan regresyon denklemi ile yapılabilmektedir (Sönmez, 2000).

$$r_{a,t} = a + b(r_{m,t}) + e_t \quad (4.11)$$

Bu regresyon denkleminde;

$r_{a,t}$: Yatırım fonunun t dönemdeki ortalama getirisini,

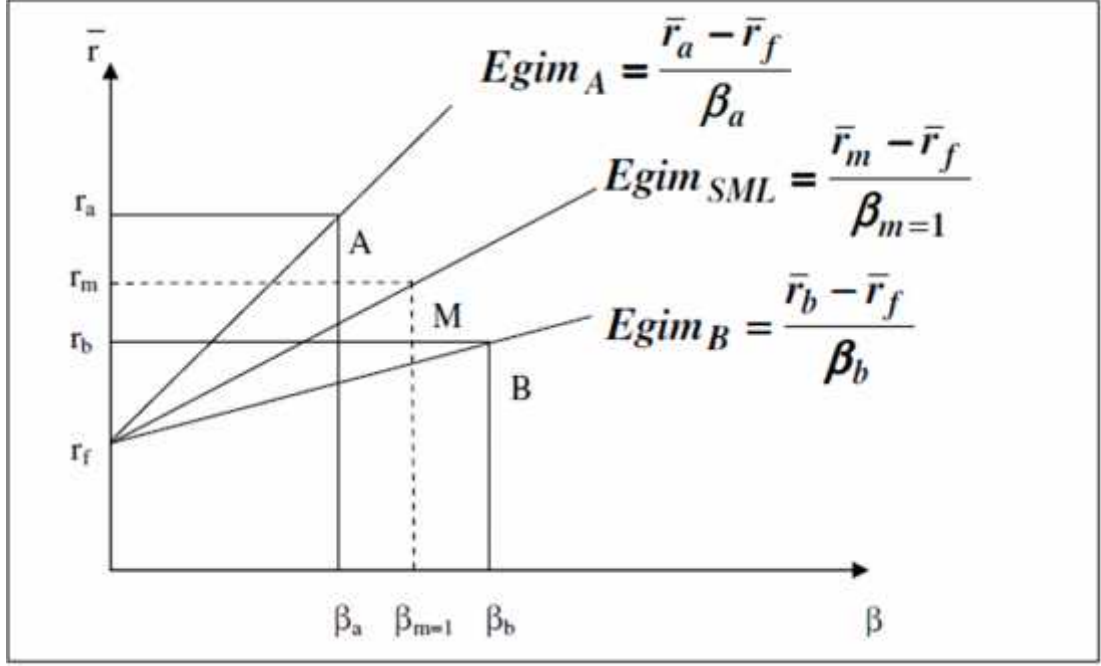
a: Sabit terimi,

b: Yatırım fonunun beta katsayısını,

$(r_{m,t})$: Piyasa gösterge endeksinin t dönemdeki ortalama getirisini,

e_t : Hata terimini ifade etmektedir.

Treynor oranına göre yapılan performans ölçümü sonucunda ortaya çıkan değer ne kadar yüksek olursa, fonun o kadar iyi performans gösterdiği sonucu ortaya çıkar. Bu sebeple, fon için hesaplanan değer piyasa için hesaplanan değerden daha büyük ise, bu durumu fonun piyasanın üzerinde bir getiri sağladığı şeklinde yorumlanmak mümkündür. Bu karı artırmada piyasa için hesaplanan Treynor performans ölçümü sonucunda çıkan değer, piyasa getirisi ile risksiz getiri arasındaki farka eşit olduğunu söylemek mümkündür. Bunun sebebini, piyasa getirilerinin betasının bir e eşit olduğunu varsayımından kaynaklanır şeklinde ifade etmek mümkündür (Sevil, 2001).



ekil-4.4: Treynor Endeksi (Kaynak: Bodie, vd., s.760, alıntıl原因 KILIÇ, Türkiye'deki Yatırım...,s.59)

Sharpe oranından farklı olarak, Treynor portföy performansını sermaye piyasası do rusuna (CML) göre de il menkul kıymet piyasa do rusuna (SML) göre açıklanı tır. E er de erlendirilen portföy SML do rusunun üzerinde ya da SML do rusunun e iminden daha dik ise piyasaya göre daha yüksek bir performans gösterdi ini söylemek mümkündür. Buna kar ın SML do rusunun altında ve SML do rusunun e iminden daha yatay ise piyasaya göre daha dü ük bir performans gösterdi i sonucuna ula ılır (Yıldız, 2005).

B. Jensen (Alfa) Ölçütü

1968 yılında Michael C. Jensen tarafından geli tirilen alfa veya fark eden getiriler olarak da bilinen Jensen ölçütü, sermaye varlıklarını fiyatlama modeline (CAPM) dayanmaktadır. Jensen, performans ölçümünde kullanılan modellerin görelil ölçülere dayandı nını ve esas olarak portföylerin birbirleri ile görelil olarak sıralanması i levini gördü ünü savunmu tur. Oysaki, Jensen mutlak ölçüt kullanmanın daha uygun olaca nını belirtmi tir. Jensen ölçütü mutlak performansları riske göre dü zeltildi bazda kar ıla tırmakta bununla birlikte, fon yöneticilerinin seçme yetene inin ölçülmesinde kullanılmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2007).

Jensen tarafından yapılan ölçüt de portföy performansı tek bir de erle, portföyün ortalama getirisinin SML'den sapma derecesiyle ölçülmü tür. Ba ka bir ekilde ifade etmek gerekirse, herhangi bir finansal varlık ya da portföy için karakteristik do ru denklemi artık (ek) getiriler üzerinden yürütülecek bir regresyon analizi ile belirlendi i zaman, bu analiz sonucunda hesaplanacak olan alfa katsayısı finansal varlı ın veya portföy performansının göstergesini olu turmaktadır(Bolak, 1994). Jensen performans ölçütünün özellikleri arasında önem te kil edenlerden bir di eri ise sermaye varlıklarını fiyatlama modelleri arasında gerek piyasa portföyünden olan ek getiri, gerekse çe itlendirilemeyen risk ba lamında yakın ili ki içerisinde olmasıdır (Gököz, 2005).

CAPM'ye göre bir portföyün beklenen getirisi a_a da verilmektedir:

$$r_{a,t} = r_{f,t} + (r_{m,t} - r_{f,t})\beta_a + e_{a,t}) \text{ veya } (r_{a,t} - r_{f,t}) = (r_{m,t} - r_{f,t})\beta_a + e_{a,t}) \quad (4.12)$$

Yukarıda verilmi olan formül yönetilen bir portföye uygulandı nda yöneticinin tahmin yetene ine sahip olup olmadı ını anlamak mümkündür. Fakat böyle bir tahmin yetene inin formülde yer alması için sabit bir sayının olması gerekmektedir. Alfa olarak adlandırılan bu sabit sayının formülize edilmi hali a_a daki gibidir (Kılıç, 2002).

$$(r_{a,t} - r_{f,t}) = \alpha_a + \beta_a(r_{m,t} - r_{f,t}) + u_{a,t}) \quad (4.13)$$

Formülde;

$r_{a,t}$: Yatırım fonunun t dönemdeki getirisini,

$r_{f,t}$: t dönemdeki risksiz faiz oranını,

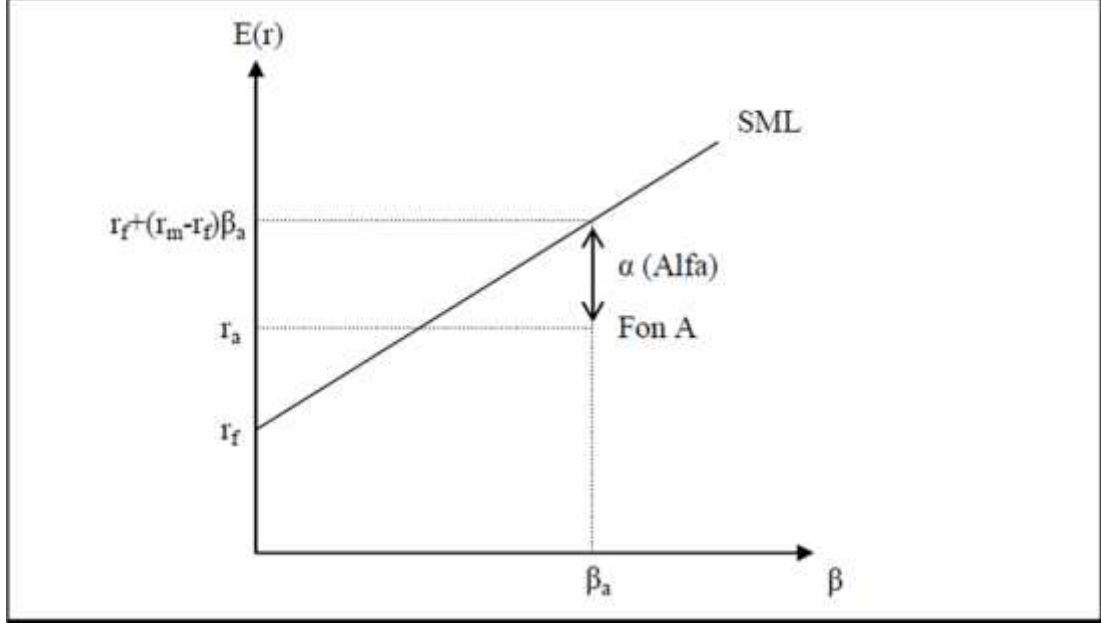
α_a : Yatırım fonunun alfa katsayısını,

$r_{m,t}$: t dönemdeki piyasa portföyünün getirisini,

β_a : Yatırım fonunun beta katsayısını,

$u_{a,t}$: t dönemindeki hata payını göstermektedir.

Alfa katsayısı fonun gerçekte en ortalama getirisi ile SML'ye göre teorik olarak olması gereken getirisi arasındaki farkı, farklı bir ekilde ifade etmek gerekirse ekil 4.5'de görüldü ü gibi yatırım fonu ile SML arasındaki dikey uzaklı ı temsil etmektedir.



ekil-4.5 Jensen Ölçütü (Kaynak: Jensen, Michael C.)

Alfanın (α) pozitif olması halinde ($\alpha_a > 0$), portföy SML'nin yukarısında yer alırken, negatif bir değer almasında ise ($\alpha_a < 0$), tam tersi bir durum olarak portföyün SML'nin altında yer aldığı söylenmektedir. Portföy SML'nin ne kadar yukarısında ise, bir beta katsayısı ile tanımlanan risklere göre sağlanması gerekenlerden ne kadar fazla getiri sağlıyorsa, portföyün performansı o kadar yüksek olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. (Bolak, 1994). Genel formülü “ $y = a + bx + \epsilon$ ” olan tek değişkenli regresyon analizi, bir bağımlı değişken ile bir bağımsız değişken arasındaki ilişkiyi incelemekte ve formüldeki y bağımlı değişkeni, x bağımsız değişkeni ϵ ise; hata terimini sembolize etmektedir (Yazıcıoğlu ve Erdoğan, 2007). Regresyon analizi ile hesaplanması gerçekleştirilen alfa katsayısı ile ilgili (4.9) numaralı formül yukarıda bahsi geçen bir regresyon denklemi ile ifade edilebilmektedir. Formüldeki, y portföyün risk primini ($r_{a,t} - r_{f,t}$), x ise piyasanın risk primini ($r_{m,t} - r_{f,t}$) göstermektedir.

Jensen ölçütü ile, yatırım fonu getirisinin risk primi ve piyasa getirisinin risk primi arasında do rusal bir regresyon kurulmakta ve bu ekilde yapılan hesaplama sonucundaki de erin gerçekte istatistiksel olarak anlamlılı mın testi yapılabilmektedir. Anlamlılık testinin gerçekte tirilmesi için iki taraflı “t” testi uygulanabilmekte ve bu teste göre herhangi bir yatırım fonu için hesaplanan alfa de eri anlamsız olması halinde, bahsedilen yatırım fonu için hesaplanan alfa de erinin gerçekte sıfırdan farklı olmadığı sonucuna ortaya çıkmaktadır. Buradan yola çıkarak ula ılacak durum, bahsi geçen yatırım fonunun piyasa gösterge endeksine göre daha üstün ya da daha dü ük bir performans göstermedi i kanısısıdır.

Tam tersi bir durum söz konusu oldu unda, yani herhangi bir yatırım fonu için hesaplanan alfa de erinin istatistiksel olarak anlamlılık ta ıması halinde söz konusu fonun alfa de erinin sıfırdan farklı oldu u söylenebilmektedir. Bu ekildeki bir durumda fonun alfasının pozitif olması halinde piyasa gösterge endeksine göre daha üstün performans sergiledi i, negatif alfa de eri olmasında ise piyasa gösterge endeksine göre daha dü ük bir performans gösterdi i anla ılmaktadır (Kılıç, 2002).

C. De erleme Oranı

Bir yatırım aracı için genel olarak “Sistemik Risk” ve “Sistemik Olmayan (Spesifik) Risk” olmak üzere iki çe it risk mevcuttur. Performans ölçümünde Jensen ölçütü ve Treynor oranı sadece sistemik riski dikkate almakta fakat sistemik olmayan riski dikkate almamaktadır. De erleme oranında ise, yatırım fonuna ait Jensen alfasını fonun sistemik olmayan riskine bölerek bu düzeltme yapılmaktadır. De erleme oranının formülü a a ıdaki gibidir (Kılıç, 2002).

$$\text{De erleme Oranı} = \frac{\alpha_a}{\sigma_{ep}} \quad (4.14)$$

Formülde;

α_a : Yatırım fonunun Jensen alfası,

σ_{ep} : Yatırım fonunun sistematik olmayan riskinin kareköküdür.

Formülde hesaplanan oran ne kadar büyük olursa, fonun performansı da o derece yüksek kabul edilmektedir. De erleme oranı, Jensen ölçütünde oldu u gibi herhangi bir fon grubunun kendi arasında kar ıla tırılmasından ziyade fonun piyasa gösterge endeksine göre daha üstün veya dü ük olup olmadı nı belirlemeye çalı maktadır. Ayrıca bir yatırım fonunun sistematik olmayan riski ne kadar dü ük olursa, de erleme oranı Jensen ölçütüne o derece yakın sonuçlar vermektedir. Sistematik olmayan riski yüksek olan yatırım fonlarında ise iki yöntem arasında sonuçlar açısından ciddi farklılıklar ortaya çıkmaktadır (Dal ar, 2007).

4.4.3. Potansiyel Maksimum Kaybı Esas Alan Yöntem

A. Fama Ölçütü

Eugene F Fama tarafından 1972 yılında portföy performansını toplam risk primi kar ısında beklenen getirinin üzerinde elde edilen fazla getiri ile ölçmü ve portföy performansının yöneticinin seçicilik ve zamanlama yetene ine ba lı olarak belirlendi i sonucuna ula ılmı tır (Rao ve Madava, 2003). Fama tarafından geli tirilmi olan ölçütün formülü a a ıda verilmektedir (Teker ve di erleri, 2008):

F_a = Fon Getirisi - Risksiz Getiri - Toplam Riske Göre Getiri

$$F_a = (r_a - r_f) - \left(\frac{\sigma_a}{\sigma_m} \right) (r_m - r_f) \quad (4.15)$$

Formülde;

F_a = a portföyünün fama ölçütü de erini,

r_a = Fonun getirilerinin aritmetik ortalamasını,

r_f = Risksiz faiz oranının aritmetik ortalamasını,

σ_a = Fon riskini,

σ_m = Piyasa riskini ifade etmektedir.

Fama de erinin pozitif olması halinde, portföyün beklenen getirinin üzerinde getiri sa ladı ı ve sermaye piyasası do rusunun (CML-Capital Market Line) üzerine do ru hareket etti i gözlemlenmekte, ölçütün negatif de er alması halinde ise portföyün beklenen getirinin altında getiri sa ladı ını ve sermaye piyasası do rusunun altına do ru hareket etti i sonucuna ula mak mümkündür (Rao ve Madava, 2003).

5. MODEL VE DEĞERLENDİRME KENLERİ

Bu bölüm uygulamada kullanılacak olan varsayımlar, yöntemler ve değerlendirme kenleri içermektedir. Gerekli olan kısımlar aşağıda detaylı bir şekilde verilmiştir.

5.1. Araştırmanın Hipotezleri

Portföy şirketlerinin yönettikleri tüm fonları aynı ilke ve prensiplerle yönettikleri düşünülmektedir. Bu bağlamda aynı portföy şirketi tarafından yönetilen emeklilik ve yatırım fonların getirileri arasında bir farklılık olmayacağı düşünülmektedir. Bu çerçevede ilk hipotez şöyle şekillendirilmiştir:

H1:Aynı portföy şirketi tarafından yönetilen emeklilik ve yatırım fonlarının performansları arasında fark yoktur.

Fon performanslarını ölçmek amacıyla ile pek çok araştırmacı tarafından farklı ölçekler geliştirilmiştir. Bu ölçeklerin fonların benzer şekilde ölçmesi beklenmektedir. Bu amaçla çalışmanın ikinci hipotezi şöyle geliştirilmiştir:

H2:Tüm ölçütler her yıl için fonları eşit şekilde sıralamaktadır.

Son olarak fonların başarıya da başarısızlığı yönetilmelerindeki profesyonellik ve yönetim ilkeleri ile doğrudan bağlantılıdır. Ancak yapılan saha çalışmaları konu ile ilgili farklı sonuçlara ulaşmaktadır. Başarıya da başarısızlığın devamlılığı çalışmanın 3. Hipotezini oluşturmaktadır:

H3:Fonların başarı ve başarısızlıkları yıllar içinde kalıcıdır.

5.2. Ara tırmanın Yöntemi

Çalı mada kullanılan verilerin analizi için MS Office Excel ve IBM SPSS programları ile çalı ılmı , programlarda do rusal regresyon yöntemi elde edilmi ve pair sample t-test ve correlation yöntemleri kullanılmı tır.

5.3. Veri ve De i kenler

Çalı ma kapsamına Ocak 2010'dan Aralık 2013 tarihine kadar geçen 48 aylık dönemde devamlı faaliyette bulunan, ba ka bir fonla birle meyen ba ka bir fon tarafından devralınmayan ve eksiksiz veriye sahip olan 8 adet yatırım fonu ile 8 adet emeklilik fonu olmak üzere toplam 16 adet fon analiz kapsamına alınmı tır.

Çalı ma dönemini kapsayan fonlar, 4 ana grupta ele alınmı olup; bu fonlar de i ken yatırım fonu, hisse senedi yatırım fonu, esnek emeklilik yatırım fonu, büyüme amaçlı hisse senedi emeklilik yatırım fonu ekinde sınıflandırılır.

16 adet fonun performansının de erlendirme i lemi gerçeikle tirilmesinde Sharpe Oranı, Sortino Oranı, Treynor Oranı, , Jensen Oranı ve Fama Ölçütü kullanılmı tır.

5.3.1. Emeklilik Fonlarının Haftalık Getirileri

Ocak 2010 ile Aralık 2013 dönemini kapsayan 16 adet fonun haftalık getirilerinin hesaplanmasında a a ıdaki formül kullanılmı tır. Getiri hesabının yapılabilmesi için gerekli olan veriler Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) resmi internet sitesinden temin edilmi tir (SPK,2014).

$$r_a = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}} \quad (5.1)$$

Formülde;

r_a = a fonunun haftalık getirisini,

V_t = a fonunun t dönemindeki hafta sonu kapanı fiyatını,

V_{t-1} = a fonunun t-1 dönemindeki hafta sonu kapanı fiyatını göstermektedir.

5.3.2. Risksiz Faiz Oranı

Fonların performans ölçümü için leminin gerçekte tirilebilmesi için riskiz faiz gereklilik arz etmektedir. Çalı mada ihtiyaç duyulan risksiz faiz oranı olarak O/N net repo endeksi kullanılmı tır. Bu ölçütün seçilmesinde Emeklilik Gözetim Merkezi'nin hazırladı ı “Bireysel Emeklilik Sistemi Geli im Raporu 2012” referans alınmı tır. Repo endeksinin getirisi Borsa stanbul A. . resmi internet sitesindeki endeks verileri ar ivinden temin edilmi tir (MKB, 2014).

Elde edilen verilerin hesaplama i lemleri haftalık getiri formülü kullanılarak gerçekte tirilmi tir.

5.3.3. Kar ıla tırma Ölçütü (Benchmark)

Kar ıla tırma ölçütünün, uygulanaca ı fonların amaç ve portföy yapısına uygun olması gerekmektedir. Fonların farklı gruplar ekinde ele alındı ında gerekli olan benchmark'ın farklılık arz etti i gözlemlenmi ve her bir grup için farklı benckmark hesaplanmı tır.

Kar ıla tırma ölçütü olarak gerekli olan veriler Borsa stanbul A. .'nin resmi internet sitesindeki endeks verileri de er ar ivinden temin edilmi tir. Çalı ma kullanılacak olan MKB Ulusal 100 Endeksi, MKB Ulusal 30 Endeksi, IMKB Tüm Endeksleri ikinci seans kapanı fiyatları olup 2010 Ocak ile 2013 Aralık dönemini kapsamaktadır. Bunun dı ında O/N repo Endeksi ile D BS 182 Endeksi de erleri gerekmektedir. Elde edilen tüm verilerde a a ıda verilmi olan haftalık getiri hesabı uygulanmı tır.

$$r_e = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}} \quad (5.2)$$

r_e = Endeksin haftalık getirisini,

V_t = Endeksin t dönemindeki hafta sonu kapanı fiyatını,

V_{t-1} = Endeksin t-1 dönemindeki hafta sonu kapanı fiyatını göstermektedir.

Haftalık getirilerin hesaplanması sonucunda her bir fon grubu için belirtilmi olan a ırlıklı ortalama hesabı yapılarak kar ıla tırma ölçütü hesabı tamamlanmı tır. A ırlıklı ortalama i lemi a a ıdaki formül yardımıyla gerçekleştirilmi tir:

$$AO = \frac{\sum_{i=1}^n t_i X_i}{\sum_{i=1}^n t_i} \quad (5.3)$$

AO = Fon grubunun a ırlıklı ortalaması

t_i = a fonu için i zamanındaki haftalık kapanı net varlık de eri

X_i = a fonunun i zamanındaki haftalık getirisini göstermektedir.

5.3.4. Beta

Beta'nın hesaplanması, Treynor oranı ile Jensen ölçütünde gereklilik arz etmektedir. Bu iki yöntemde de bahsi geçen betanın, fonun risksiz getiriyi a an getirileri ile piyasa gösterge endeksinin risksiz getiriyi asan getirileri arasında do rusal bir regresyon kurularak hesabı SPSS programında yapılmı tır. Olu turulan regresyonun denklemi $(r_{a,t} - r_{f,t}) = \alpha_a + \beta_a(r_{m,t} - r_{f,t}) + u_{a,t}$ ekinde gösterilmektedir.

5.3.5. Alfa

Jensen ölçütündeki formülde, alfa de erinin gerekli olması sebebiyle hesaplanması gerçekleştirilmiştir. Bu de erin hesabı beta hesabındaki oldu u gibi do rusal bir regresyon kurularak SPSS programında yapılmı ve elde edilen regresyon denklemi $(r_{a,t} - r_{f,t}) = \alpha_a + \beta_a(r_{m,t} - r_{f,t}) + u_{a,t}$ şeklinde olmu tur.

5.3.6. Standart Sapma

Getiri ve Riskin Hesaplanması kısmında açıklanmı olan ve $\sigma = \sqrt{\sum(r_t - \bar{r}_a)^2 / (T - 1)}$ formülü ile gösterilen standart sapma Sharpe ve Fama ölçütü yöntemlerinde kullanılmı tır. Bahsi geçen formül yardımıyla standart sapmanın hesabı Excel programında gerçekleştirilmi tir.

6. ANALİZ VE BULGULAR

6.1. 2010-2013 Yılları Arasındaki Döneme Ait A Tipi Fonların Getiri Değerleri

Bu çalışmada 2010-2013 yıllarını kapsayan döneme ait A Tipi fonların getirileri hesaplanmıştır. Tabloda “Y” ile gösterilen kısımların toplam 8 adet olmak üzere A tipi yatırım fonlarını, “E” ile gösterilen kısmın ise bu yatırım fonlarına karşılık gelen 8 adet emeklilik yatırım fonlarını ifade ettiğini söylemek mümkündür. Bu fonların 4 farklı kuruma ait olduğu ve her bir kurumdan 2 adet A tipi yatırım fonu ve 2 adet bu fonların karşılığı EYF olmak üzere toplam 16 fon ile ilgili bilgi temin edilmiştir. Örneklem kapsamındaki 16 fonun getirisi Tablo 6.1 de özetlenmiştir.

Tablo 6.1. A Tipi Fonların 2010-2013 Getirileri

Fon Adı	2010	2011	2012	2013
Y1	15,68%	-5,31%	17,90%	-1,42%
Y2	33,17%	-3,56%	33,97%	-9,28%
Y3	17,25%	6,66%	8,00%	5,07%
Y4	19,25%	-21,22%	44,36%	-13,51%
Y5	17,35%	-17,06%	14,97%	-168,47%
Y6	25,68%	-21,89%	34,93%	-140,05%
Y7	27,65%	-13,10%	22,85%	-15,53%
Y8	29,70%	-22,77%	37,23%	-17,40%
E1	6,85%	0,01%	14,32%	-0,62%
E2	36,45%	-16,75%	38,14%	-8,86%
E3	11,44%	-5,90%	20,39%	-3,22%
E4	38,78%	-19,84%	41,71%	-13,22%
E5	15,53%	-9,85%	19,75%	-139,43%
E6	36,16%	-26,07%	42,54%	-148,82%
E7	8,58%	-7,94%	15,64%	-2,93%
E8	33,33%	-24,93%	38,23%	-14,09%

Her bir fon grubu için yıl bazında fon getiri hesabı yapılmı tır. Fon getiri hesabı, bir sonraki a ama olan portföy performansının yöntemlerinde gerekli olan bir de i kendir. Tablo'da, 2010 ve 2012 yıllarında tüm fon getirilerinin pozitif de er aldı ı gözlemlenmi ve bu iki yılda tüm fonların kazandırdı ını söylemek mümkün olacaktır. Buna kar ın 2011 ve 2013 yıllarında ise tüm fon grupları için getiri de erleri negatif oldu u gözlemlenmi , yani bu yıllarda kayıp söz konusudur.

Tablo'dan yola çıkarak H2 hipotezini 2010 ve 2012 yılları için desteklemekte fakat 2011 ve 2013 yılları için desteklememekte yani getirideki kayıp oldu u yıllarda fonların farklı sıralandı ı söylemek mümkündür.

6.2. Y ile E Portföylerinin Getiri Farklılıkların istatistiksel Analizi

İlk hipotezi test etmek amacıyla analize dahil edilen kurumların A tipi yatırım fonlarının haftalık portföy getirileri ile bu kurumların bu fona karılıklı gelen emeklilik yatırım fonlarının haftalık portföy getirilerine eşlenik çiftler t-test uygulanmıştır.

Bu testin yapılmasının amacı, kurumların sahip oldukları yatırım ve emeklilik fonlarının getirileri arasında istatistiksel olarak fark olup olmadığının test edilmesidir. Yapılan analiz sonucunda elde edilen bulgular Tablo 6.2'de özetlenmektedir:

Tablo 6.2. Eşlenik çiftler t-test

Çiftler	Yıllar	Ortalama	Anlamlılık	Çiftler	Yıllar	Ortalama	Anlamlılık
Y1-E1	2010	0.002	0.096**	Y2-E2	2010	-0.001	0.561
	2011	-0.001	0.328		2011	0.003	0.155
	2012	0.001	0.164		2012	-0.001	0.194
	2013	0.000	0.867		2013	0.000	0.847
Y3-E3	2010	0.001	0.324	Y4-E4	2010	-0.004	0.000*
	2011	0.002	0.129		2011	0.000	0.688
	2012	-0.002	0.048*		2012	0.001	0.333
	2013	0.002	0.355		2013	0.000	0.960
Y5-E5	2010	0.000	0.752	Y6-E6	2010	0.002	0.006*
	2011	0.001	0.509		2011	-0.001	0.547
	2012	0.001	0.083**		2012	0.001	0.031*
	2013	0.005	0.286		2013	-0.002	0.839
Y7-E7	2010	0.004	0.049*	Y8-E8	2010	0.001	0.603
	2011	-0.001	0.477		2011	0.000	0.819
	2012	0.001	0.157		2012	0.000	0.866
	2013	-0.002	0.249		2013	0.001	0.529

Fonların getirilerine bakarak hangi fonun performansının daha iyi oldu unun anlaşılması söz konusudur. Tablo: 6.1'de fonların getirileri mevcut olup, performansının daha iyi oldu unun anlaşılması için yıl bazında fonların getirilerinin ortalaması alınmıştır. Buna istinaden, yatırım fonlarının 2010 yılına ait ortalama getirisi 23,22% ve emeklilik fonlarının ortalama getirisi ise; 23,39% şeklinde olmuştur, buradan görüldüğü üzere emeklilik fonunun performansı daha iyi olmaktadır. 2011 yılına ait ortalama getirileri; yatırım fonu -12,28% , emeklilik fonu ise -13,91% şeklinde olmuştur ve yatırım fonunun daha iyi performansa sahiptir. 2012 yılında yatırım fonunun ortalama getirisi 26,78% emeklilik fonunun ortalama getirisi, 28,84% şeklinde görülmekte ve emeklilik fonlarının performansı daha iyi olmuştur. 2013 yılını kapsayan yatırım fonlarının ortalama getirisi -45,08%, emeklilik fonlarının ortalama getirisi ise; -41,40% olmuştur ve emeklilik fonlarının performansı daha iyi olduğu görülmektedir.

Emeklilik çiftler t-test analizi 2010 yılına ait Y1-E1 emekliliklerin %10 dan, Y4-E4, Y7-E7 emekliliklerinin ise; % 5 den düşük anlamlılık değerlerine sahip olduğu görülmekte, H1 hipotezini reddeder nitelikte olduğu emeklilik ve yatırım fonlarının performansları arasında fark olduğunu söylemek mümkündür. Diğer yıllarda ise; H1 hipotezini kabul etmekte, emeklilik ve yatırım fonlarının performansları aynı olduğu anlaşılmaktadır.

Tabloda Y2-E2 ve Y8-E8 emekliliklerinin tüm yıllarında anlamlılık değerlerinin % 10 dan büyük olduğu, bunun sonucunda H1 hipotezini kabul ettiği aynı portföy şirketi tarafından yürütülen emeklilik ve yatırım fonlarının performansları arasında fark olmadığı şeklinde yorumlanır.

Elde edilen veriler sonucunda 2012 yılına ait Y3-E3 emeklilikleri ile 2010 ve 2012 yıllarına ait Y6-E6 emekliliklerinin anlamlılık değerlerinin % 5 den düşük olduğu gözlemlenmiştir bunun sonucunda H1 hipotezini reddettiği ve aynı portföy şirketi tarafından yürütülen emeklilik ve yatırım fonlarının performansları arasında fark olduğu anlaşılmaktadır. Bunun dışında kalan yıllarda ise; H1 hipotezini kabul etmekte, emeklilik ve yatırım fonlarının performansları fark olmadığı gözlemlenmiştir.

Y5-E5 e leni inin 2012 yılına ait de erleri sonucunda anlamlılık de erinin % 10'dan dü ük oldu u ve H1 hipotezi red edilmekte ve aynı portföy irketi tarafından yürütülen emeklilik ve yatırım fonlarının performansları arasında fark oldu u anla ılmaktadır. Di er yıllarda ise; H1 hipotezini kabul etmekte, emeklilik ve yatırım fonlarının performansları aynı oldu u görülmektedir.

6.3. Toplam Riski ve Betayı Esas Alan Yöntemlerin De erleri ve Korelasyonları

Bu kısımda toplam riski ve betayı esas alan yöntemlerin de erlerinin hesabı yapılmı tır. Elde edilen her bir ölçütün de erlerinin sıralamasında fark olup olmadı ının anla ılması için korelasyon analizi yapılmı tır. A a ıdaki tablolarda analizlerin de erleri ve yorumları mevcuttur.

Tablo 6.3. 2010 Yılına Ait A Tipi Fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının De erleri

Fon Adı	Sharpe	Treynor	Fama	Sortino	Jensen
E1	8.581	0.069	0.032	1.159	0.000
Y1	11.972	0.192	0.118	2.084	0.002
E2	13.429	0.468	0.276	2.402	0.005
Y2	16.542	0.527	0.257	2.385	0.005
E3	6.019	0.077	0.068	1.848	0.001
Y3	7.460	0.125	0.143	2.115	0.003
E4	14.939	0.528	0.300	2.418	0.006
Y4	7.788	0.290	0.125	2.201	0.002
E5	14.205	0.082	0.149	2.033	0.003
Y5	8.406	0.131	0.142	2.145	0.003
E6	13.909	0.513	0.292	2.401	0.006
Y6	9.762	0.339	0.172	2.332	0.003
E7	13.515	0.092	0.052	1.469	0.001
Y7	15.048	0.261	0.245	2.303	0.005
E8	13.149	0.422	0.244	2.386	0.005
Y8	8.929	0.301	0.220	2.342	0.004

Tablo 6.3’da analize dahil edilen 16 adet portföyün 2010 yılına ait performans ölçüm yöntemlerinin de erleri mevcuttur. Buna göre Sharpe oranına ait en iyi performansı 16,54 ile “Y2” portföyü, en kötü performansı ise; 6,02 ile “E3” olu turmaktadır. 2010 yılının Sharpe oranına ait ortalaması ise 11,48 ekinde olmu tur. Tabloda 9 adet fonun ortalamanın üzerinde yer aldı ı di er 7 adet fonun ise ortalamanın altında performans sergiledi ini söylemek mümkündür.

Treynor oranına ait ortalama 0,28 ekinde olmu ve en iyi performansı 0,53 ile “E4” en kötü performansı ise; 0,07 “E1” sergilemi tir. Treynor oranına ait de erlerin ortalamasına göre 8 adet fonun ortalamanın üzerinde, di er 8’inin ise ortalamanın altında oldu u gözlemlenmi tir.

Fama ölçütüne ait en iyi performans 0,30 ile ‘‘E4’’, en kötü performansı ise; 0,03 ‘‘E1’’ olmu tur. Fama ölçütüne ait ortalama 0,18 eklindedir ve 7 adet fonun ortalamasının üzerinde, geriye kalan 9 fonun ortalamasının altında oldu u görülmü tür.

Sortino oranına ait de erlerin ortalaması 2,13 eklinde olmu ve 10 fonun performansı ortalamasının üzerinde, di er 6 fonun performansı ise ortalamasının altında seyretmi tir. En iyi performans 2,42 ile ‘‘ E4’’, en kötü performans ise; 1,16 ile ‘‘ E1’’ göstermi tir.

Jensen oranına ait en iyi performansı 0,006 ‘‘E4’’, en kötü performans ise; 0 ile ‘‘E1’’ sergilemi tir. Jensen oranına ait portföylerin ortalaması 0,003 eklinde olmu , 7 adet fonun performansı ortalamasının üzerinde seyretmi tir.

2010 yılına ait Sharpe dı nda kalan 4 yöntemin en iyi sıralamasında ‘‘ E4’’ ve en kötü sıralamasında ‘‘E1’’ aynı olmu tur.

Tablo 6.4. 2010 Yılına Ait A tipi Fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının Arasındaki Korelasyon

	Treynor	Jensen	Fama	Sortino
Sharpe	0,569*	0,638**	0,619*	0,344
Treynor		0,848**	0,891**	0,755**
Jensen			0,990**	0,855**
Fama				0,865**

Yukarıdaki Tablo 6.4’de 2010 yılında faaliyet gösteren A tipi fonların yıllık fon getirilerine göre performanslarının korelasyonu incelenmi tir. Bu tabloda en yüksek korelasyon Fama ölçütü ile Jensen oranı arasında 0,990 de eriyle olmu tur. Korelasyon de erinin 1’e yakın olması aynı yönde aralarında korelasyon oldu unu göstermektedir. En kötü korelasyon ise; 0,344 ile Sortino ile Sharpe oranı arasında oldu u görülmü tür. Biri hariç tüm

korelasyonlar yüksek ve istatistiki açıdan anlamlıdır. Sortino- Sharpe korelasyonu hariç olmak üzere bulgular H2 hipotezini destekler niteliktedir. 2010 yılına ait, Sharpe-Sortino ölçütleri dışında kalan ölçütler e it ekilde sıralanmaktadır.

Tablo 6.5. 2011 Yılına Ait A Tipi Fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının De erleri

Fon Adı	Sharpe	Treynor	Fama	Sortino	Jensen
E1	-6,654	-0,047	0,075	4,810	0,001
Y1	-7,123	-0,129	0,012	3,495	0
E2	-6,235	-0,241	-0,011	2,982	-0,001
Y2	-3,395	-0,127	0,071	3,767	0
E3	-9,414	-0,126	-0,007	3,375	-0,001
Y3	1,550	0,404	0,084	0,889	0
E4	-7,394	-0,280	-0,051	2,971	-0,002
Y4	-7,544	-0,304	-0,073	2,941	-0,002
E5	-11,371	-0,076	0,064	3,092	0
Y5	-8,125	-0,142	-0,005	2,977	-0,001
E6	-8,107	-0,328	-0,097	2,858	-0,003
Y6	-8,913	-0,328	-0,092	2,913	-0,003
E7	-10,043	-0,067	0,080	3,207	0
Y7	-8,363	-0,146	-0,009	3,076	-0,001
E8	-8,300	-0,294	-0,077	2,903	-0,003
Y8	-8,659	-0,316	-0,103	2,891	-0,003

Tablo 6.5’de analize dahil edilen 16 adet portföyün 2011 yılına ait performans ölçüm yöntemlerinin de erleri mevcuttur. Buna göre Sharpe oranına ait en iyi performansı 1,55 ile “Y3” portföyü, en kötü performansı ise; -11,37 ile “E5” olu turmaktadır. 2011 yılının Sharpe oranına ait ortalaması ise -7,38 ekinde olmu tur. Tabloda 5 adet fonun ortalamasının üzerinde yer aldı ı di er bunun dı ında kalan 11 adet fonun ise ortalamasının altında performans sergiledi i görölmektedir.

Treynor oranına ait ortalama - 0,16 ekinde olmu ve en iyi performansı 0,40 ile “Y3” en kötü performansı ise; -0,33 “E6” sergilemi tir. Treynor oranına ait de erlerin ortalamasına göre 9 adet fonun ortalamasının üzerinde, di er 7’sinin ise ortalamasının altında oldu u gözlemlenmi tir.

Fama ölçütüne ait en iyi performans 0,08 ile “Y3”, en kötü performansı ise; -0,10“Y8” olmu tur. Fama ölçütüne ait ortalama -0,008651 ekinde ve 8 adet fonun ortalamasının üzerinde, geriye kalan 8 fonun ortalamasının altında oldu u görölmü tür.

Sortino oranına ait de erlerin ortalaması 3,07 ekinde olmu ve 7 fonun performansı ortalamasının üzerinde, di er 9 fonun performansı ise ortalamasının altında seyretmi tir. En iyi performans 4,81 ile “ E1”, en kötü performans ise; 0,89 ile “ Y3” göstermi tir.

Jensen oranına ait en iyi performansı 0,001 “E1”, en kötü performans ise; -0,003 ile “E6” sergilemi tir. Jensen oranına ait portföylerin ortalaması -0,001 ekinde olmu , 10 adet fonun performansı ortalamasının üzerinde seyretmi tir.

2011 yılına ait Sharpe, Treynor ve Fama ölçütlerinde en iyi performansı Y3 göstermekte, Sortino ve Jensen oranında ise en iyi performansı“ E1” sergilemektedir.

Tablo 6.6. 2011 Yılına Ait A Tipi fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının Arasındaki Korelasyon

	Treynor	Jensen	Fama	Sortino
Sharpe	0,649**	0,287	0,351	-0,461
Treynor		0,707**	0,792**	-0,398
Jensen			0,955**	0,279
Fama				0,122

2011 yılına ait A tipi fonların yıllık fon getirilerine göre performanslarının korelasyonu incelenmiş en yüksek korelasyon Fama ölçütü ile Jensen oranı arasında 0,955 de eriyile olmuştur. En kötü korelasyon ise; -0,461 ile Sortino ile Sharpe oranı arasında olduğu görülmüştür. Korelasyon değerinin negatif olması, ters yönde bir ilişki olduğunu göstermektedir. 2011 yılına ait korelasyon analizi sonucunda H2 hipotezi Sortino oranı ve Sharpe- Jensen ve Sharpe-Fama arasındaki tüm ölçütlerin korelasyonu için kabul edilmiştir, yani eşit şekilde sıralanmıştır.

Tablo 6.7. 2012 Yılına Ait A Tipi fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının De erleri

Fon Adı	SHARPE	TREYNOR	FAMA	SORTINO	JENSEN
E1	19,305	0,103	0,064	1,849	0,001
Y1	16,635	0,224	0,038	2,043	0,001
E2	18,451	0,485	0,062	2,394	0,002
Y2	17,259	0,444	0,043	2,347	0,002
E3	21,381	0,199	0,064	2,118	0,002
Y3	3,772	-0,119	-0,045	1,151	0,001
E4	19,981	0,517	0,091	2,402	0,003
Y4	21,354	0,617	0,115	2,432	0,003
E5	21,759	0,117	0,109	2,090	0,002
Y5	15,884	0,273	0,026	1,979	0,001
E6	20,188	0,579	0,097	2,414	0,003
Y6	17,637	0,449	0,045	2,373	0,002
E7	15,918	0,082	0,069	1,944	0,001
Y7	14,937	0,207	0,040	2,186	0,002
E8	19,133	0,439	0,076	2,377	0,003
Y8	16,193	0,424	0,024	2,393	0,001

Tablo 6.7’ de 16 adet portföyün 2012 yılına ait performans ölçüm yöntemlerinin de erleri bulunmaktadır. Sharpe oranına ait en iyi performansı 21,76 ile ‘‘E5’’ portföyü, en kötü performansı ise; 3,77 ile ‘‘Y3’’ olu turmaktadır. Sharpe oranının 2012 yılına ait ortalaması ise 17,49 ekinde olmu tur. Tabloda 9 adet fonun ortalamasının üzerinde yer aldı 1 bunun dı nda kalan 7 adet fonun ise ortalamasının altında performans sergiledi i görülmektedir.

Treynor oranına ait ortalama 0,32 ekinde olmu ve en iyi performansı 0,62 ile ‘‘Y4’’ en kötü performansı ise; -0,12 ‘‘Y3’’ sergilemi tir. Treynor oranına ait de erlerin ortalamasına göre 8 adet fonun ortalamanın üzerinde, di er 8’sinin ise ortalamanın altında oldu u gözlemlenmi tir. Fama ölçütüne ait en iyi performans 0,12 ile ‘‘Y4’’, en kötü performansı ise; -0,04 ‘‘Y3’’ olmu tur. Fama ölçütüne ait ortalama 0,06 ekinde ve 9 adet fonun ortalamanın üzerinde, geriye kalan 7 fonun ortalamanın altında oldu u görülmü tür. Sortino oranına ait de erlerin ortalaması 2,16 ekinde olmu ve 9 fonun performansı ortalamanın üzerinde, di er 7 fonun performansı ise ortalamanın altında seyretmi tir. En iyi performans 2,43 ile ‘‘ Y4’’, en kötü performans ise; 1,15 ile ‘‘ Y3’’ göstermi tir. Jensen oranına ait en iyi performans 0,003 ‘‘E8’’, en kötü performans ise; 0,001 ile ‘‘Y3’’ sergilemi tir. Jensen oranına ait portföylerin ortalaması 0,002 ekinde olmu , 10 adet fonun performansı ortalamanın üzerinde seyretmi tir. 2012 yılına ait tüm yöntemlerde en kötü performansı ‘‘Y3’’ göstermekte, Treynor, Fama ve Sortino oranı olmak üzere üç yöntemde de en iyi performansı‘‘ Y4’’ sergilemektedir.

Tablo 6.8. 2012 Yılına Ait A tipi Fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının Arasındaki Korelasyon

	Treynor	Jensen	Fama	Sortino
Sharpe	0,575*	0,543*	0,902**	0,761**
Treynor		0,711**	0,532*	0,896**
Jensen			0,677**	0,643**
Fama				0,660**

2012 yılına ait A tipi fonların yıllık fon getirilerine göre performanslarının korelasyonu incelenmi en yüksek korelasyon Fama ölçütü ile Sharpe oranı arasında 0,902 de eriyle olmu tur. En kötü korelasyon ise; 0,532 ile Treynor ile Fama oranı arasında oldu u görülmü tür. Tablo 6.8’de görüldü ü üzere, H2 hipotezi tüm ölçütler için kabul edilmi tir. 2012 yılına ait tüm ölçütler e it ekinde sıralanmaktadır.

Tablo 6.9. 2013 Yılına Ait A tipi Fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının De erleri

Fon Adı	Sharpe	Treynor	Fama	Sortino	Jensen
E1	- 4,161	-0,033	0,092	4,399	0,001
Y1	-3,152	-0,060	0,092	4,197	0,001
E2	-3,776	-0,155	0,084	3,119	0,001
Y2	-3,964	-0,153	0,081	3,129	0
E3	-5,297	-0,074	0,038	3,536	0
Y3	1,542	0,052	0,054	0,828	0,001
E4	-4,770	-0,190	0,052	2,959	-0,000025
Y4	-4,333	-0,181	0,094	2,939	0,001
E5	-7,791	0,342	0,788	2,682	-0,033
Y5	- 9,206	1,432	-0,174	2,673	-0,035
E6	-8,128	13,425	-0,267	2,678	-0,029
Y6	-9,714	-14,721	- 0,524	2,677	-0,027
E7	-6,548	-0,050	0,060	3,647	0,001
Y7	-8,010	-0,157	0,006	2,951	-0,001
E8	-5,158	-0,191	0,036	2,958	0
Y8	-5,604	-0,233	0,040	2,896	0

Tablo 6.9’ da 16 adet portföyün 2013 yılına ait performans ölçüm yöntemlerinin de erleri görülmektedir. Sharpe oranına ait en iyi performansı 1,54 ile ‘‘Y3’’ portföyü, en kötü performansı ise; -9,71 ile ‘‘Y6’’ olu turmaktadır. Sharpe oranının 2013 yılına ait ortalaması ise -5,50 ekinde olmu tur. Tabloda 9 adet fonun ortalamamın üzerinde yer

aldığı bunun dışında kalan 7 adet fonun ise ortalamanın altında performans sergilediği görülmektedir.

Treynor oranına ait ortalama $-0,06$ ekinde olmuştur ve en iyi performansı $13,424686$ ile "E6" en kötü performansı ise; $-14,72$ "Y6" sergilemiştir. Treynor oranına ait diğer fonların ortalamasına göre 6 adet fonun ortalamanın üzerinde, diğer 10'unun ise ortalamanın altında olduğu gözlemlenmiştir.

Fama ölçütüne ait en iyi performans $0,79$ ile "E5", en kötü performansı ise; $-0,52$ "Y6" olmuştur. Fama ölçütüne ait ortalama $0,03$ ekinde olup ve 12 adet fonun ortalamanın üzerinde, geriye kalan 4 fonun ortalamanın altında olduğu görülmüştür.

Sortino oranına ait diğer fonların ortalaması $3,02$ ekinde olmuştur ve 6 fonun performansı ortalamanın üzerinde, diğer 10 fonun performansı ise ortalamanın altında seyretmiştir. En iyi performans $4,40$ ile "E1", en kötü performans ise $0,83$ ile "Y3" göstermiştir.

Jensen oranına ait en iyi performans $0,001$ "E7", en kötü performans ise; $-0,035$ ile "Y5" sergilemiştir. Jensen oranına ait portföylerin ortalaması $-0,007$ ekinde olmuştur, 12 adet fonun performansı ortalamanın üzerinde seyretmiştir.

2013 yılına ait Sharpe, Treynor ve Fama ölçütü olmak üzere üç yöntemin en kötü performansı "Y6" göstermektedir.

Tablo 6.10. 2013 Yılına Ait A Tipi Fonların Sharpe, Treynor, Fama, Sortino, Jensen Oranlarının Arasındaki Korelasyon

	Treynor	Jensen	Fama	Sortino
Sharpe	0,095	0,696**	0,259	-0,202
Treynor		-0,055	0,202	-0,007
Jensen			0,117	0,259
Fama				0,077

2013 yılına ait A tipi fonların yıllık fon getirilerine göre performanslarının korelasyonu incelenmiş en yüksek korelasyon Jensen oranı ile Sharpe oranı arasında 0,696 de eriyile olmuştur. En kötü korelasyon ise; -0,202 le Sortino ile Sharpe oranı arasında oldu u görülmüştür. Elde edilen veriler sonucunda 2013 dönemine ait korelasyon analizinin Sharpe-Jensen ölçütü hariç H2 hipotezini reddetti i, bu ölçütler dışında kalan ölçütlerin fonları e it ekilde sıralanmadı ı anlaşılmıştır.

Örneklemdaki 4 yıla ait korelasyon de erlerinde 2010 ve 2011 yıllarında en yüksek korelasyon de erleri Fama ile Jensen oranında olurken en düşük korelasyon Sortino ile Sharpe oranı arasında olmuştur, ayrıca 2013 yılında da en düşük korelasyon de erleri iki yıldaki yöntemler arasında olmuştur.

Korelasyon analizinin bulguları genel olarak incelendi inde, ölçütlerin tümünün her dönem için aynı sonucu vermedi i saptanmıştır. H2 hipotezi 2012 yılı için tamamen 2010 ve 2011 yılları için kısmen kabul edilirken, 2013 yılı için kısmen reddedilmiştir.

Ölçütlerin fonları her yıl için e it olarak de erlendirmede i göz önüne alınarak fonların nihai de erlendirme ve sıralamasının bulunması amacıyla sıralamalarının mod de eri kullanılmıştır. Her ölçütün sıralaması yan yana getirilerek en sık rastlanan de er olan mod o fonun sıralaması olarak alınmıştır. Elde edilen sıralama ve modlar her yıl için a a ıdaki tablolarda özetlenmektedir.

Tablo 6.11. 2010 Yılına Ait Yöntemlerin Sıralanması ve Modları

Fon Adı	Sharpe	Treynor	Fama	Sortino	Jensen	Mod
E1	12	16	16	16	16	16
Y1	9	10	13	12	12	12
E2	7	4	3	2	5	2
Y2	1	2	4	5	6	5
E3	16	15	14	14	15	14
Y3	15	12	10	11	10	10
E4	3	1	1	1	1	1
Y4	14	8	12	9	13	13
E5	4	14	9	13	11	4
Y5	13	11	11	10	9	11
E6	5	3	2	3	2	3
Y6	10	6	8	7	8	8
E7	6	13	15	15	14	15
Y7	2	9	5	8	4	9
E8	8	5	6	4	3	6
Y8	11	7	7	6	7	7

Tablo 6.12. 2011 Yılına Ait Yöntemlerin Sıralanması ve Modları

Fon Adı	Sharpe	Treynor	Fama	Sortino	Jensen	Mod
E1	4	2	3	1	1	4
Y1	5	7	6	3	5	5
E2	3	10	10	8	9	10
Y2	2	6	4	2	4	2
E3	14	5	8	4	10	8
Y3	1	1	1	16	6	1
E4	6	11	11	10	11	11
Y4	7	13	12	11	12	12
E5	16	4	5	6	2	6
Y5	9	8	7	9	8	9
E6	8	16	15	15	16	16
Y6	13	15	14	12	15	15
E7	15	3	2	5	3	3
Y7	11	9	9	7	7	7
E8	10	12	13	13	13	13
Y8	12	14	16	14	14	14

Tablo 6.13. 2012 Yılına Ait Yöntemlerin Sıralanması ve Modları

Fon Adı	Sharpe	Treynor	Fama	Sortino	Jensen	Mod
E1	6	14	8	15	14	14
Y1	11	10	13	12	15	15
E2	8	4	9	4	7	4
Y2	10	6	11	8	8	8
E3	2	12	7	10	9	9
Y3	16	16	16	16	16	16
E4	5	3	4	3	2	3
Y4	3	1	1	1	3	1
E5	1	13	2	11	10	10
Y5	14	9	14	13	13	13
E6	4	2	3	2	4	2
Y6	9	5	10	7	6	5
E7	13	15	6	14	11	6
Y7	15	11	12	9	5	11
E8	7	7	5	6	1	7
Y8	12	8	15	5	12	12

Tablo 6.14. 2013 Yılına Ait Yöntemlerin Sıralanması ve Modları

Fon Adı	Sharpe	Treynor	Fama	Sortino	Jensen	Mod
E1	5	5	3	1	2	5
Y1	2	7	4	2	4	4
E2	3	10	5	6	3	3
Y2	4	9	6	5	9	9
E3	9	8	11	4	10	11
Y3	1	4	8	16	6	1
E4	7	13	9	7	11	7
Y4	6	12	2	10	5	2
E5	12	3	1	12	15	12
Y5	15	2	14	15	16	15
E6	14	1	15	13	14	14
Y6	16	16	16	14	13	16
E7	11	6	7	3	1	6
Y7	13	11	13	9	12	13
E8	8	14	12	8	7	8
Y8	10	15	10	11	8	10

Yukarıda 2010-2013 dönemine ait toplam 16 adet fonun yöntemleri ve mod değerleri mevcuttur. Toplam 16 adet fon olması sebebiyle tabloda 16 sıra olacak şekilde mod belirlenmiştir.

Tablo 6.15. 2010-2013 Yıllarına Ait Fonların Yöntemlerinin Grupları

Fon Adı	2010 Grup	2011 Grup	2012 Grup	2013 Grup
E1	5	2	5	2
Y1	4	2	4	1
E2	1	3	2	1
Y2	2	1	3	3
E3	5	3	3	4
Y3	3	1	5	2
E4	1	4	1	3
Y4	3	4	1	2
E5	4	2	3	4
Y5	4	3	4	5
E6	1	5	1	5
Y6	3	5	2	5
E7	5	1	2	1
Y7	2	3	5	4
E8	2	4	3	3
Y8	3	5	4	3

Tablo'da 2010-2013 dönemine ait 16 adet fonun grupları verilmektedir. Fonlar getirilerine göre yıl bazında 5 gruba ayrılmıştır. Bu gruplandırma ile, 16 adet fonun en iyi üç performansa sahip olduğu birinci grupta, bir sonraki iyi olan üç performansı ikinci gruba,

ortadaki dört performansı üçüncü grupta, bir sonraki üç performans dördüncü grupta ve en kötü üç performans be inci gruba dahil edilecek ekilde gerçekte tirilmi tir.

Tablo'dan yola çıkarak hiçbir fonun 2010-2013 dönemini kapsayan 4 yılda aynı grupta seyretmedi i ve H3 hipotezini red etti i görülmektedir. Yani fonların ba arı ve ba arısızlıklarının kalıcı olmadığı, dalgalanma gösterdi ini söylemek mümkündür.

7. SONUÇ

Bu çalı manın amacı, emeklilik ve yatırım fonlarının performansının ara tırılmasıdır. Çalı ma 16 fonluk bir örnekleme ile 2010-2013 aralı ını kapsayan dört yıl için yapılmı tır. Bu amaçla öncelikle sekiz ayrı portföy irketinin emeklilik ve yatırım fonlarından e lenik sekiz çift olu turulmu ve emeklilik ve yatırım fonlarının benzer performansları gösterip göstermedi i ara tırılmı tır. E lenik çiftler t-test ara tırılan 32 durumdan 25'inde aynı irketin emeklilik ve yatırım fonlarının performansı arasında fark olmadı ını göstermi , yedi durumda ise fark tespit edilmi tir. Bulgular “aynı portföy irketi tarafından yönetilen emeklilik ve yatırım fonlarının performansları arasında fark yoktur” olarak belirlenen çalı manın ilk hipotezini kısmi olarak destekler niteliktedir.

Çalı manın ikinci hipotezi olan “performans ölçütleri fonları e it ekilde sıralamaktadır” hipotezinin test edilmesi amacıyla tüm fonların performansı 5 ayrı ölçüt kullanılarak 4 yıl için ayrı ayrı ölçülmü ve fonlar ba arılarına göre her ölçüt ve her yıl için ayrı ayrı sıralanmı tır. Uygulanan Spearman-korrelasyon testi sonucu 2010 yılı için on çiftten dokuzunda, 2012 yılı için tüm çiftlerde istatistiki açıdan anlamlı yüksek korelasyonlar elde edilirken 2011 yılı için dört, 2013 yılı için ise sadece bir çiftte istatistiki açıdan anlamlı derecede yüksek korrelasyona ula ılmı tır. Bulgular ölçütlerin fon getirisinin pozitif oldu u yıllarda benzer bir sıralama yaparken, fon getirisinin negatif oldu u yıllarda farklı sıralama yaptıklarını göstermektedir. Sonuçlar ikinci hipotezi kısmi olarak desteklemektedir.

Ölçütlerin fonları her yıl için e it olarak sıralamadı ı göz önüne alınarak fonların ba arı ve ba arısızlıklarının yıllar içinde kalıcı oldu unu belirten üçüncü hipotezin testi için fon sıralamalarının mod de erleri kullanılmı tır. Her yıl için be grup olu turularak yapılan analizde hiçbir fonun iki yıl üst üste aynı gruba dü medi i saptanmı tır. Bulgular üçüncü hipotezi reddeder niteliktedir.

Çalı manın veri azlı ı nedeni ile sadece 16 fon ve dört yıl ile sınırlandırılmı olması bu çalı manın en önemli kısıtıdır. Gelecek çalı maların daha büyük bir örnekleme seti ve daha geni bir zaman aralı ı için yinelenmesi önerilmektedir.

8. KAYNAKÇA

1. Akgüç, Ö., (1989), *Finansal Yönetim*, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:56, 5.Baskı, İstanbul, s.677.
2. Akın, F. ve Ener, O., (2010). “Özel Emeklilik Fonları ve Türkiye’de Bireylerin Bireysel Emeklilik Sistemine Giriş Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, XXVIII (I): 291-312.
3. Akmut, Ö., (1989), *Sermaye Piyasası Analizleri Ve Portföy Yönetimi*, Ankara.
4. Aksoy, A.ve Tanrıöven, C., (2007), *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, 3.Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, s.661.
5. Alexander, G.J., Sharpe, W.F. ve Bailey, J.V., *Fundamentals of Investments*, Third Edition, New Jersey, Prentice Hall, (2001), s.434-435.
6. Alıcı, A., (1998), “Endeks Fonlar ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, *SPK Yeterlilik Etüdü*, Ankara, 9.
7. Arslan, M., (2005), “A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performanslı Kişi Analizi: 2002-2005 Dönemi Bir Uygulama”, *Ticaret ve Turizm Ekonomik Fakültesi Dergisi*, Sayı 2. Syf 2.
8. Bacak, B., (2006), *Sosyal Güvenlik Yönüyle Bireysel Emeklilik*, Turan Yazgan’a Armağan,
9. Başcı, M., (2006), “Bireysel Emeklilik Sisteminin Önemi, Genel Özellikleri ve Sistem Üzerine Eleştirel Bakış”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, Marmara Üniversitesi.
10. Basso, A. ve Funari, S., (2001), “A Data Envelopment Analysis Approach to Measure the Mutual Fund Performance”, *European Journal of Operational Research*, 135, 477.
11. Bastı, E., (2000), *Türkiye Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Yatırım Fonları: Problemleri ve Çözüm Önerileri*, Ekim 2000, s. 85.
12. Bayram, F., (2004), “Genel Hatlarıyla Bireysel Emeklilik”, *Toprak Veren Dergisi*, Sayı:61.

13. Bodie, Z., Kane, A. ve Marcus, A. J., (1999), *Investment, Irwin/McGraw-Hill*, 4.Edition, s.750, alıntılayan Kılıç, S., (2002), “Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının De erlendirilmesi”, *MKB Yayınları*, No:95, Ankara, s. 43.
14. Bodie, Z., Kane, A. ve Marcus, A. J., (1999), *Investment, Irwin/McGraw-Hill*, 4.Edition, s.750, alıntılayan Kılıç, S., (2002), “Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının De erlendirilmesi”, *MKB Yayınları*, No:95, Ankara, s. 56.
15. Bolak, M., (1991), “Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi”, *Beta Yayınları*, stanbul, s.104.
16. Bolak, M., (1994), “Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi”, 2.Baskı, *Beta Basım Yayım Da itım*, stanbul.
17. Ceylan, H., (2003), “Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yatırımcıların Etkinli i”, Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, stanbul, s.113.
18. Ceylan, A. ve Korkmaz, T., (1998), “Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi”, Ekin Kitabevi, 3. Baskı, Bursa.
19. Ceylan, A. ve Korkmaz, T., (2000), “Sermaye Piyasası ve Menkul De er Analizi”, Bursa, Ekin Kitabevi.
20. Civan, M., (2010), “Sermeye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi”, Bursa, Ekin Yayınevi
21. Civelek, M. A. ve Durukan M. B., (1998), “Investments”, *Dokuz Eylöl Üniversitesi Yayınları*, zmir.
22. Comert, E.A., (1998), “Türkiye’de Yatırım Fonları ve Türk Ekonomisi çerisindeki Yeri ve Önemi”, Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, s.109.
23. Çanakçı, . H., (2003), “Emeklilik Fonları Piyasalara Uzun Vadeli Bir Fon Akı ı Sa layacaktır”, *veren*, C:42, S:2, Kasım 2003.
24. Da alp, N., (2001), “Tasarrufların Bireysel Emeklilik Sistemine Yönelmesi, Kalkınma Açısından Çok Önemlidir”, *veren*, C:XL, S:3, Aralık.
25. Da lar, H., (2007), “Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının De erlendirilmesi”, *Türkiye Bankalar Birli i*, Yayın No:249.
26. Dalgar, H., (2006), “Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının De erlendirilmesi”, Doktora Tezi,

Süleyman Demirel Üniversitesi, S.B.E. Isparta.

27. Demir, Y., (2001), “Hisse Senedi Fiyatını Belirleyen Faktörler ve Mali Sektör Üzerine MKB’de Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi S.B.E., Isparta, s.69.
28. Demir, Y. ve Yavuz, A., (2004), “Bireysel Emeklilik Sisteminin Sermaye Piyasalarına Etkisi ve Sistemin Geliştirilmesinde Vergisel Tevkiflerin Önemi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi BF Dergisi*, Cilt: 9, Sayı: 1.
29. Egemen, Ak. M., (2003), “Dünyada ve Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemleri”, *Tekstil İncelemeleri*, S:283, Temmuz.
30. Elton, E. J. ve Gruber, M. J., (1995), “Modern Portfolio Theory and Investment Analysis”, 5. ed., John Wiley & Sons, s.630, (alıntılayan KARACABEY), s.73.
31. Elton, E. J. ve Gruber, M. J., (1995), “Modern Portfolio Theory and Investment Analysis”, 5. ed., John Wiley & Sons, s.631, (alıntılayan KARACABEY), s. 76.
32. Ergenekon, Ç., (1998), “Vergilendirme Rejiminin Özel Emeklilik Fonlarının Gelişimi Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası’na Yansımalar”, *MKB Dergisi*, Yıl 2, Sayı 7-8.
33. Erta, V., (1997), “Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması”, *Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları*, Yayın No:3, Ankara, 78 s.
34. Erol, A. Ve Yıldırım, A. E., (2003), “Tüm Yönleriyle Bireysel Emeklilik Sistemi”, *Yaklaşım Yayınları*, Ankara.
35. Fabozzi, F. ve Modigliani, F., (1996), “Capital Markets: Institutions and Instruments”, Prentice Hall. Inc , 2.Edition, s. 165.
36. Fırat, Z. Y., (2003), “Yeni Bir Meslek: Bireysel Emeklilik Aracıları”, *Güç Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi*, Cilt:5, Sayı:2.
37. Géhin, W., (2004), “A Survey of the Literature on Hedge Fund Performance”, *Edhec Risk and Asset Management Research Centre*, http://www.edhec-risk.com/edhec_publications, (15 Ocak 2007).
38. Gokoz, E., (2006), “Riske Maruz Değer (VaR) ve Portföy Optimizasyonu”, Ankara, *Sermaye Piyasası Kurulu*, Yayın No: 190, s.82.
39. Gököz, F., (2005), A-Tipi Karma Yatırım Fonlarının Stil Analizi ve Performans Değerlendirmesi, Ankara, *Sermaye Piyasası Kurulu*, Yayın No: 188, s. 35.
40. Gunal, V., (1997), “Hukuki Açısından Sermaye Piyasası Hareketleri”, *İstanbul Menkul*

- Kıymetler Borsası*, stanbul, 385.
41. .M.K.B (stanbul Menkul Kıymetler Borsası), (2003), *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu,18. Basım*, stanbul, 574 s.
 42. nselbag, I., (1989), “Portföy Yönetimi”, *SPK Ara tırma Raporu*, Ankara.
 43. Michael, C. J., “The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964”, *The Journal of Finance*, Vol: 23, No: 2, 1968, s. 394, (alıntıl原因an Kılıç), **a.g.e.**, s. 60.
 44. Jobson, J. D. ve Korkie, B. M., (1981), “Performance Hypothesis Testing with the Sharpe and Treynor Measures”, *The Journal of Finance*, 36(4), 890.
 45. Karacabey, A. A., (1998), “A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve De erlendirilmesi”, *Mülkiyeliler Yayınları*, Ankara, 225 s.
 46. Karacabey, A. A., (1998), “A Tipi Yatırım Fonlarının Performanslarının Analizi ve De erlendirilmesi”, *Yayınlanmamı Doktora Tezi*, Ankara Üniversitesi., S.B.E., Ankara,
 47. Karacabey, A. A. ve Gökgöz, F., (2005), “Emeklilik Fonlarının Portföy Analizi”, *Siyasal Kitabevi*, Ankara.
 48. Karan, M. B., (2004), “Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi”, *Gazi Kitabevi*, Ankara.
 49. Karatepe, Y. ve Karacabey, A., (2000), “A-Tipi Yatırım Fonları performansının Yeni Bir Yöntem Kullanılarak De erlendirilmesi: Graham-Harvey Performans Testi”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Cilt: 55, Sayı: 2, 55-67.
 50. Karapınar, A. v.d., (2010), “Temel Düzey Sermaye Piyasası Kurulu Lisanslama Sınavlarına Hazırlık”, 14.Baskı, *Gazi Kitabevi*, Ankara
 51. Karşlı, M., (2004), “Sermaye Piyasası, Borsa Menkul Kıymetler”, *Geli tirilmi 5.Baskı, Alfa Yayınları*, stanbul.
 52. Kayalidere, K., (2002), “1995-2000 Döneminde MKB’de lemlen Gören Hisse Senetlerinin Piyasa De eri (Firma Büyüklü ü) ve Fiyat/Kazanç Oranına Göre Olu turulan Portföylerin Performanslarının ncelenmesi”, Celal Bayar Üniversitesi, *Yayınlanmamı Yüksek Lisans Tezi*, Syf.112.
 53. Kayar, ., (2002), “Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Etik Kurallar”, *Ifa yayınları*, stanbul, 470 s.
 54. Kılıç, S., “Türkiye’de Yatırım Fonlarının Performansının De erlendirilmesi”, 1.b. *Anakara: IMKB Yayını*, 2002, s.3-4, s.7-8, s.12, s.54-55, s.146
 55. Karşlı, M., (1989), “Serrmaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler”, *Beta basım yayım*

- da itım A. 3. Baskı stanbul.
56. Kılıo lu, M., (2007), “Türk Sosyal Güvenlik Sistemi ğinde Bireysel Emeklilik Sisteminin Yapısı ve İlevi”, (Yayınlanmamı Yüksek Lisans Tezi), zmir, Dokuz Eylül Üniversitesi.
 57. Lavine, A., (1996), “50 Way to Mutual Fund Profits”, *Irwin, Professional Publishing*, Chicago, 219 s.
 58. Lumby, S.,” Investment Appraisal and Financial Decisions”, Chapman&Hall, Great Britain, (1995),s.259.
 59. Moy, R. L., (2002), “Portfolio Performance: Illustrations From Morningstar”, *Journal of Education for Business* 77(4), 226.
 60. OECD, (2014), *Pension Market in Focus*7, Issue 8, Issue 9,
 61. Özcam, M., (1997), “Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılı ıyla Dinamik Portföy Yönetimi”, *SPK Yayınları*, No:104, Ankara.
 62. Özkan, H. S., (2009), “Sosyal Güvenlik Ve Bireysel Emeklilik Sisteminin Türkiye’de Uygulaması”, (Yayınlanmamı Yüksek Lisans Tezi), Konya, Selçuk Üniversitesi.
 63. Özütürk, B., (2005), ‘Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı’, *SPK Ara tırma Raporu*, s. 30-38.
 64. Paksu, M. T., (2007), “Bireysel Emeklilik Sistemi ve Ekonomik Etkileri”, (Yayınlanmamı Yüksek Lisans Tezi), Denizli, Pamukkale Üniversitesi.
 65. Pedersen, C. S. ve Stephen E. S., (2002), “On The Foundation of Performance Measures Under Asymmetric Returns”, www.sortino.com/html/satchell.pdf, (Eri im Tarihi: 05.08.2006).
 66. PWC (Price Waterhouse Coopers), (2001), stanbul, Turkey, 50 s.
 67. Rao, N. ve Ravindran M., (2003), “Performance Evaluation of Indian Mutual Funds”
 68. Saraçlı, S. ve ıklar, E., (2005), “Bireysel Emeklilik İirketlerinin Tercihinde Etkili Olan Faktörlerin Konjoint Analizi ile ncelenmesi” *Sosyal Bilimler Dergisi*, 2.
 69. Satchell, S. ve Sortino, F., (2001), “Managing downside risk in financial markets”, Frank Sortino and Stephen Satchell. Hardcover: 272 pages, Publisher: Butterworth-Heinemann; 1st edition, sayfa 183.
 70. Satır, A., (2008), “Bireysel Emeklilik Sistemi ve Türkiye’deki Uygulaması”, (Yayınlanmamı Yüksek Lisans Tezi), Erzurum, Atatürk Üniversitesi.
 71. Sevil, G., (2001), “Finansal Risk Yönetimi Çerçevesinde Piyasa Volatilitésinin

- Tahmini ve Portföy VaR Hesaplamaları”, Eskişehir, *T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları*, No: 1323, s.73.
72. Sezer, F., (2008), “Bireysel Emeklilik Sistemi ve Fonlarının Performans Değerlendirmesi”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, Marmara Üniversitesi
73. Simons, K., (1998), “Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds”, *New England Economic Review*, September/October s.35.
74. Sharpe, W. F., (1966), “Mutual Fund Performance”, *The Journal of Business*, January, s.120.
75. Sharpe, W. F., (1966), “Mutual Fund Performance”, *Journal of Business*, January s.119.
76. Sönmez, T., (2000), “Portföy Yöneticilerinin Yatırım Fonlarının Performansı Üzerindeki Etkileri”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 65.
77. SÜNGÜ, S.(1989), “Dünyada Yatırım Fonları, Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel)”, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul .
78. Şentürk, S., (2000), “Özel Emeklilik Programları Tanıtım ve Türleri”, *Reasürör*, Sayı 37.
79. Şeremet, M. M., (2002), “Yatırım Fonlarında Performans Değerlendirilmesi, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Yıldız Teknik Üniversitesi, S.B.E., İstanbul.
80. Taner, A. T. ve Kayalıdere, K., (2002), “1995-2000 Döneminde MKB’de Anomali Araştırması”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt 9, Sayı 1-2.
81. Tanor, R., (1999), “Türk Sermaye Piyasası Cilt I Taraflar”, *Beta Yayınları*, İstanbul,
82. Teker, S., Karakurum, E. ve Tav, O., (2008), “Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi Dergisi*, 9 (1), 89-105 sayfa:96.
83. Tevfik, G., (1995), “Dünya’da ve Türkiye’de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama”, *Türkiye Bankası Kültür Yayınları, Genel Yayın*, No:342, Ekonomi Dizisi:28 Ankara, s. 4-6, s.142.
84. Tunaer, B. M., (2003), “Türkiye’de Yatırım Fonlarının Getirileri Açısından Karşılaştırılması ve Performanslarının Değerlendirilmesi”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, S.B.E., İzmir.
85. Tuncel, K., Ertas, V, Teker, B.,(1997), “Yatırım Fonları Türkiye Uygulaması”,

Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No.103, Ankara, 72 s.

86. Tuncer, D., Ayhan, D. Y. ve Varolu D., (2009), “Genel İletmecilik Bilgileri”, 3.Baskı, Ankara, *Siyasal Kitabevi*, 363-364.
87. Turko, R.M., (2002), “Finansal Yönetim”, *Alfa Yayıncılık*, 2.Baskı, İstanbul, 857 s.
88. Ugan, G., (1997), “Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasalarında Sistemik Risk Yönetimi”, *MKB Dergisi*, Nisan-Mayıs-Haziran.
89. Uğur, S., “Sosyal Güvenlik Sisteminde Özel Emeklilik Programlarının Yeri ve
90. Gelişimi”, *Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu Yayınları*, No: 244, Ankara, 2004, s. 158
91. Uyanık, A., (1997), “Finansal Ürünlerin Vergilendirilmesi ve Yasal Düzenlemeler Açısından Değerlendirilmesi”, *SPK Yayınları*, No: 79, Ankara.
92. Vuran, B., (2002), “Türkiye’de Yatırım Fonları ve Performans Değerlendirmesi ile İlgili Bir Uygulama”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, S.B.E., İstanbul.
93. Yaşıdağ, B., (2004), “Bireysel Emeklilik Sistemi ve Soru Bankası”, *Detay Yayınları*, İstanbul.
94. Yazıcıoğlu, Y. ve Erdoğan, S., (2007), “SPSS Uygulamalı Bilimsel Araştırma Yöntemleri”, 2.Baskı, Ankara, *Detay Yayıncılık*, s.264.
95. Yener, E., (2006), “Özel Emeklilik Fonları; Sermaye Piyasası Üzerine Muhtemel Etkileri ve Bir Özel Emeklilik Fonu Modeli”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Ankara.
96. Yıldız, A., (2005), “A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının MKB ve Fon Endeksi Bazında Değerlendirilmesi”, *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, 14, s.190.
97. Yoruk, N., (2000), “Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modellerinin MKB’de Test Edilmesi”, *MKB Yayınları*, İstanbul, s.17.
98. Zakoğlu, B., (2002), “Türkiye’de Sosyal Güvenlik Sisteminde Reform ve Bireysel Emeklilik Sistemine Geçiş”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
99. http://www.isgucdergi.org/index.php?arc=arc_view.php&ex=134&inc=arc&cilt=5&sayi=2&year=2003, (Erişim Tarihi: 17 Ocak 2014).
100. <http://www.egm.org.tr/?sid=13>, (Erişim Tarihi: 13 Mart 2014).
101. <http://www.egm.org.tr/?sid=93>, (Erişim Tarihi: 2 Ekim 2013).

102. <http://iibf.kou.edu.tr/ceko/armaganlar/turanyazgan/05.pdf>, (Eri im Tarihi: 9 Ocak 2014).
103. <http://www.oecd.org/pensions/PensionMarketsInFocus2013.pdf>, (Eri im Tarihi: 10 Ocak 2014).
104. <http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=442&ct=f&action=displayfile> (Eri im Tarihi: 10 ubat 2014).
105. http://en.wikipedia.org/wiki/Sharpe_ratio, (Eri im Tarihi: 7 Nisan 2014).
106. <http://www.spk.gov.tr/apps/MevzuatEski/PrinterFriendly.aspx?nid=1135&submenuheader=null>, (Eri im Tarihi: 10 ubat 2014).
107. http://www.spk.gov.tr/yatirimcinin_ko_esi/menkul_kiymet_yatirim_fonlari_tanitim_rehberi, (Eri im Tarihi: 05 Ocak 2014).
108. http://www.spk.gov.tr/yatirimcinin_ko_esi/menkul_kiymet_yatirim_fonlari_tanitim_rehberi, (Eri im Tarihi: 05 Ocak 2014).
109. <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=70&fn=70.pdf>, (Eri im Tarihi: 10 ubat 2014).
110. <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253>, (Eri im Tarihi: 10 ubat 2014).
111. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=433100, (Eri im Tarihi: 18 Ocak 2007).