

72118

YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ TEKNİK VE STRATEJİLERİ

Mehmet ÖZDOĞAN

S.B.E. İşletme Anabilim Dalında
Hazırlanan

Yüksek Lisans Tezi

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Salih DURER

İstanbul - 1998

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

İçindekiler.....	ii
Şekiller Listesi.....	vii
Tablolar Listesi.....	viii
Ekler	x
Özet	xi
Abstract.....	xii
GİRİŞ.....	xiii

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI VE KURUMSAL YATIRIMCILIK

1.1. GENEL AÇIKLAMALAR.....	1
1.1.1 SERMAYE PİYASASININ TANIMI	1
1.1.1.1 Birincil Piyasalar	3
1.1.1.2 İkincil Piyasalar	4
1.1.1.3 Para ve Sermaye Piyasası Arasındaki İlişkiler	5
1.1.2 SERMAYE PİYASASININ EKONOMİDEKİ YERİ VE ÖNEMİ	7
1.1.3 SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ.....	9
1.1.3.1 Vadeli İşlem Piyasası Faaliyetleri.....	10
1.1.3.2 Repo ve Ters Repo İşlemleri	11
1.1.3.3 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetleri.....	12
1.1.4 SERMAYE PİYASASI KURUMLARI	14
1.1.5 SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI.....	15
1.1.5.1 Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonoları	16
1.1.5.2 Hisse Senetleri	17
1.1.5.3 Finansman Bonosu	18
1.1.5.4 Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	19
1.2 KURUMSAL YATIRIMCILIK KAVRAMI.....	21
1.2.1 KURUMSAL YATIRIMCILAR	22
1.2.1.1 Kollektif Yatırım Kuruluşları	22
1.2.1.1.1 Yatırım Fonları.....	23
1.2.1.1.2 Yatırım Ortaklıkları.....	23
1.2.1.1.2.1 Tanım ve Gelişimi	23
1.2.1.1.2.2 Yatırım Ortaklıkları Türleri	25
1.2.1.1.2.3 Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Esasları.....	26
1.2.1.1.2.4 Yönetim İlkeleri	27

1.2.1.1.2.5 Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması	29
1.2.1.2 Sigorta Şirketleri	31
1.2.1.2.1 Türk Sigortacılık Sektörü	33
1.2.1.3 Sosyal Güvenlik Kuruluşları.....	35
1.2.1.4 Yatırım Kulüpleri.....	37

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA YATIRIM FONLARI

2.1 DÜNYADA YATIRIM FONLARI.....	39
2.1.1 TANIM VE AMAÇLAR.....	39
2.1.2 TARİHSEL GELİŞİM.....	41
2.1.3 YATIRIM FONLARININ AVANTAJLARI	42
2.1.4 KURULUŞ BİÇİMLERİ	43
2.1.4.1 Nakit Yöntemi.....	44
2.1.4.2 Avans Yöntemi	45
2.1.5 YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI.....	45
2.1.5.1 Portföydeki Kıymetlerin Niteliğine Göre Yatırım Fonları	46
2.1.5.1.1 Hisse Senedi Yatırım Fonları.....	46
2.1.5.1.2 Tahvil Yatırım Fonları.....	49
2.1.5.1.3 Büyüme ve Gelir Yatırım Fonları.....	51
2.1.5.1.4 Para Piyasası Yatırım Fonları	52
2.1.5.1.5 Uzmanlaşmış Fonlar, Çift Amaçlı Fonlar ve Altın Yatırım Fonları ..	54
2.1.5.2 Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları	54
2.1.5.3 Portföydeki Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları	58
2.1.5.3.1 Açık Sonlu Yatırım Fonları	59
2.1.5.3.2 Kapalı Sonlu Yatırım Fonları	60
2.1.5.3.3 Yarı-açık Sonlu Yatırım Fonları	61
2.1.5.4 Kar Dağıtım Dağıtmadıklarına Göre Yatırım Fonları	61

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI

3.1 YATIRIM FONLARININ TANIMI VE MAHİYETİ.....	62
3.1.1 TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARININ TANIMI VE GELİŞİMİ.....	62
3.1.1.1 Sermaye Piyasası Açısından Yatırım Fonları	68
3.1.1.2 Hukuki Açidan Yatırım Fonları	70
3.1.1.2.1 İnançlı Mülkiyet Esası	70
3.1.1.2.2 Riskin Dağıtılması İlkesi	71
3.1.1.2.3 Yatırım Fonlarında Üçlü İlişki.....	71
3.1.1.2.4 Fonun Mal Varlığı.....	73

3.1.2	YATIRIM FONU TÜRLERİ.....	75
3.1.2.1	Fon Portföyünün En Az %51'inin Yatırıldığı Menkul Kıymet Türlerine Göre Yatırım Fonları.....	79
3.1.2.2	Fon Portföyünün Tamamının Yatırıldığı Menkul Kıymet Türlerine Göre Yatırım Fonları.....	86
3.1.3	YATIRIM FONLARININ KURULUŞU.....	94
3.1.3.1	Yatırım Fonlarının Kuruluş Koşulları.....	94
3.1.3.2	Kurucuların Nitelikleri.....	95
3.1.3.3	Fon Portföyünün Oluşturulması - Asgari Fon Tutarı ve Avans.....	96
3.1.3.4	Fon Kurma Limiti.....	97
3.1.3.5	Yatırım Fonlarının Kuruluş Prosedürü.....	99
3.1.3.6	Fon İç Tüzüğü.....	101
3.1.4	YATIRIM FONLARININ YÖNETİM YAPISI.....	103
3.1.4.1	Kurucu ve Yönetici.....	103
3.1.4.2	Fon Kurulu ve Denetçiler.....	104
3.1.4.3	Fon Hizmet Birimi.....	105
3.1.4.4	Saklama Hizmetine İlişkin Esaslar.....	105
3.1.5	FON YÖNETİM İLKELERİ.....	106
3.1.5.1	Uyulması Zorunlu İlkeler.....	106
3.1.5.2	Fon Portföy Sınırlamaları.....	108
3.1.6	KATILMA BELGELERİ.....	111
3.1.7	YATIRIM FONU PORTFÖY DEĞERLEME ESASLARI.....	115
3.1.8	FONUN SONA ERMESİ.....	127
3.1.9	YATIRIM FONLARININ VERGİLENDİRİLMESİ.....	128
3.1.9.1	Tam Mükellefiyete Tabi Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi.....	128
3.1.9.2	Yatırım Fonları Katılma Belgelerinden Sağlanan Kar Paylarının Vergilendirilmesi.....	130
3.1.9.2.1	Katılma Belgesi Karşılığı Sağlanan Kar Payının Tam veya Dar Mükellefiyete Tabi Gerçek Kişilerce Elde Edilmesi.....	131
3.1.9.2.2	Yatırım Fonu Katılma Belgelerinden Elde Edilen Kar Payının Ticari İşletme veya Kurumlar Tarafından Elde Edilmesi.....	131
3.1.9.3	Dar Mükellefiyete Tabi Yatırım Fonlarının Portföy İşletmeciliği Kazançlarının Vergilendirilmesi.....	133
3.1.9.4	Fon Gelirlerinin Stopaj Yoluyla Vergilendirilmesi.....	134
3.1.9.4.1	Tam Mükellefiyet Yatırım Fonlarının Stopaj Yoluyla Vergilendirilmesi.....	135
3.1.9.4.2	Dar Mükellef Yatırım Fonlarının Stopaj Yoluyla Vergilendirilmesi.....	135

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ TEKNİK VE
STRATEJİLERİ

4.1	PORTFÖY VE PORTFÖY YÖNETİMİ KAVRAMI.....	136
4.1.1	PORTFÖY TANIMI	136
4.1.2	PORTFÖY YÖNETİMİ VE YASAL DÜZENLEMELER.....	137
4.2	RİSK KAVRAMI.....	140
4.2.1	SİSTEMATİK RİSK	140
4.2.1.1	Piyasa Riski.....	141
4.2.1.2	Faiz Oranı Riski.....	141
4.2.1.3	Satılma Gücü (Enflasyon) Riski	142
4.2.2	SİSTEMATİK OLMAYAN RİSK.....	143
4.2.2.1	İş Riski	143
4.2.2.2	Finansal Risk.....	143
4.2.2.3	Yönetim Riski.....	144
4.2.2.4	Likidite Riski.....	144
4.2.2.5	Kur Riski.....	144
4.2.3	RİSKİN HESAPLANMASINDA KULLANILAN KRİTERLER.....	145
4.2.3.1	Beklenen Getiri.....	145
4.2.3.2	Varyans ve Standart Sapma	147
4.3	GELENEKSEL PORTFÖY TEORİSİ.....	149
4.4	MODERN PORTFÖY TEORİSİ.....	151
4.4.1	MARKOWITZ MODELİ	151
4.4.1.1	Portföy Riskinin Ölçülmesi.....	152
4.4.1.2	Kovaryans (Birlikte Değişim)	154
4.4.1.3	Korelasyon Katsayısı	155
4.4.2	İNDEKS MODELLERİ.....	156
4.4.2.1	Tekli İndeks Modeli.....	157
4.4.2.2	Çoklu İndeks Modeli	160
4.4.3	OPTİMAL PORTFÖY SEÇİMİ	161
4.4.4	ETKİN PAZAR HİPOTEZİ	167
4.4.4.1	Etkinlik Araştırmaları	168
4.4.4.1.1	Zayıf Tip Etkinlik	169
4.4.4.1.2	Yarı Güçlü Tip Etkinlik	169
4.4.4.1.3	Güçlü Tip Etkinlik	170
4.4.5	FİNANSAL VARLIK FİYATLAMA MODELİ.....	171
4.4.6	ARBİTRAJ FİYATLAMA TEORİSİ	176
4.5	PORTFÖY YÖNETİMİ TEKNİK VE STRATEJİLERİNİN YATIRIM FONLARINDA İNCELENMESİ.....	179
4.5.1	SATIN AL VE ELDE TUT STRATEJİSİ	179
4.5.2	ENDEKS İÇERİKLİ FON STRATEJİSİ.....	180

4.5.3	GÖRELİ GÜÇ STRATEJİSİ.....	181
4.5.4	MALİYET ORTALAMA STRATEJİSİ.....	182
4.5.5	SABİT PARA MİKTARI STRATEJİSİ.....	183
4.5.6	DEĞİŞKEN ORAN STRATEJİSİ.....	184
4.5.7	SABİT ORAN STRATEJİSİ.....	184
4.5.8	BASAMAKLI VADE (LADDERED) STRATEJİSİ.....	186
4.5.9	PİYASA ZAMANLAMA STRATEJİSİ.....	186
4.5.10	ANALİZ YÖNTEMLERİNE DAYANAN STRATEJİLER.....	187
4.5.10.1	Temel Analiz.....	187
4.5.10.1.1	Ekonominin Analizi.....	188
4.5.10.1.2	Endüstri Analizi.....	188
4.5.10.1.3	Firma Analizi.....	191
4.5.10.2	Teknik Analiz.....	191
4.5.10.2.1	Trend Analizi.....	193
4.5.10.2.2	Dow Teorisi.....	193
4.5.10.2.3	Grafikler.....	194
4.6	YATIRIM FONLARINDA PERFORMANS DEĞERLENDİRME.....	195
4.6.1	SHARPE PERFORMANS ÖLÇÜTÜ.....	197
4.6.2	TREYNOR PERFORMANS ÖLÇÜTÜ.....	198
4.6.3	JENSEN PERFORMANS ÖLÇÜTÜ.....	201
	SONUÇ.....	207
	YARARLANILAN KAYNAKLAR.....	210
	EKLER.....	217
	ÖZGEÇMİŞ.....	231

ŞEKİL LİSTESİ

ŞEKİL-1:	Yatırım Fonlarında Taraflar
ŞEKİL-2:	Katılma Belgesi Örneği
ŞEKİL-3:	Geleneksel Portföy Yönetim Süreci
ŞEKİL-4:	Menkul Kıymet Piyasa Arasındaki Karakteristik Doğru
ŞEKİL-5:	Minimum Varyans Seti
ŞEKİL-6:	Risk-Getiri İlişkisi ve Etkin Sınır
ŞEKİL-7:	Tipik Bir Yatırımcının Farksızlık Eğrisi
ŞEKİL-8:	Risk Alan ve Riskden Kaçınan Yatırımcıların Farksızlık Eğrileri
ŞEKİL-9:	Farksızlık Eğrisi ve Etkin Sınır
ŞEKİL-10:	Sermaye Piyasası Doğrusu
ŞEKİL-11:	Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu
ŞEKİL-12:	Endüstri Hayat Eğrisi
ŞEKİL-13:	Sharpe İndeksinin Grafik Açıklaması
ŞEKİL-14:	Jensen'in Portföy Performans Ölçütü

TABLO LİSTESİ

TABLO-I:	Türkiye’de Özel Sigorta Kesiminin Oluşturduğu Fon Birikimi
TABLO-II:	ABD’de Piyasada Bulunan Gruplandırılmış Yatırım Fonları Sayısı (1940-1985)
TABLO-III:	B Tipi Yatırım Fonlarının Kuruluş Tarihleri ve Dönüşüm Bilgileri
TABLO-IV:	A Tipi Yatırım Fonlarının Kuruluş Tarihleri ve Dönüşüm Bilgileri
TABLO-V:	Türkiye’de Yatırım Fonlarının Aylar İtibariyle Toplam Fon Portföy Değeri
TABLO-VI:	A Tipi Yatırım Fonlarının Mevcut Durumu
TABLO-VII:	B Tipi Yatırım Fonlarının Mevcut Durumu
TABLO-VIII:	Türkiye’de 28/02/1998 Tarihi İtibariyle Piyasada Bulunan Fon Portföyünün En Az %51’inin Yatırıldığı Menkul Kıymet Türüne Göre Yatırım Fonları Sayısı
TABLO-IX:	B Tipi Tahvil ve Bono Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı 28 Şubat 1998 (BİN TL)
TABLO-X:	A Tipi Hisse Senedi Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı 28 Şubat 1998 (BİN TL)
TABLO-XI:	A Tipi Sektör Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı 28 Şubat 1998 (BİN TL)
TABLO-XII:	A Tipi İştirak Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı 28 Şubat 1998 (BİN TL)
TABLO-XIII:	B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı 28 Şubat 1998 (BİN TL)
TABLO-XIV:	Türkiye’de 28/02/1998 Tarihi İtibariyle Piyasada Bulunan Fon Portföyünün Tamamının Yatırıldığı Menkul Kıymet Türüne Göre Yatırım Fonları Sayısı
TABLO-XV:	A Tipi Karma Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı 28 Şubat 1998 (BİN TL)

TABLO-XVI:	B Tipi Karma Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı 28 Şubat 1998 (BİN TL)
TABLO-XVII:	B Tipi Likit Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı 28 Şubat 1998 (BİN TL)
TABLO-XVIII:	A Tipi Değişken Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı 28 Şubat 1998 (BİN TL)
TABLO-XIX:	B Tipi Değişken Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı 28 Şubat 1998 (BİN TL)
TABLO-XX:	Yatırım Fonu Fon Portföy Değeri Tablosu/Günlük Değer
TABLO-XXI:	Yatırım Fonu Fon Toplam Değeri Tablosu/Günlük Değer
TABLO-XXII:	Yatırım Fonu Aylık Rapor Örneği
TABLO-XXIII:	Sabit Oran Planı ile Maliyet Ortalama Stratejisinin Karşılaştırılması
TABLO-XXIV:	B Tipi Yatırım Fonları 1992-1996 Dönemi Performansları
TABLO-XXV:	A Tipi Yatırım Fonları 1992-1996 Dönemi Performansları
TABLO-XXVI:	Jensen Ölçütüne Göre B Tipi Yatırım Fonları 1992-1996 Dönemi Değerlendirilmesi
TABLO-XXVII:	Jensen Ölçütüne Göre A Tipi Yatırım Fonları 1992-1996 Dönemi Değerlendirilmesi

EKLER

- EK-1:** Koçbank A.Ş. A Tipi Karma Fonu İ t z   
- EK-2:** Koçbank A.Ş. A ve B Tipi Değişken Yatırım Fonları Portföy
Yapıları ve Günlük Rapor  rnekleri



ÖZET

Yatırım fonları, sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde, yatırımcıların ellerinde bulunan fonları sermaye piyasasına kazandırmak ve yatırımcılara profesyonel portföy yönetim hizmeti sunmak amacıyla ortaya çıkmış kollektif yatırım kuruluşlarıdır. Yatırım fonlarında biriken fon hacmi ile bankaların topladıkları mevduatlar arasındaki farkın her geçen gün kapanması, yatırım fonlarını sermaye piyasasının en önemli kurumlarından biri haline getirmiştir.

Çalışmamızda; sermaye piyasası kavramı, kurumsal yatırımcılar, dünyada ve Türkiye’de yatırım fonları ile yatırım fonları portföy yönetiminde kullanılan teknik ve stratejiler incelenmiştir. Çalışmanın amacı, genel anlamda kullanılan portföy yönetim teknik ve stratejilerinin, Türkiye’de kurulan yatırım fonlarına uygulanabilirliğinin belirlenmesidir. Dünyada ve Türkiye’de yatırım fonlarının türleri ve genel özellikleri de, çalışmamızın portföy yönetimi aşamasına temel oluşturduğundan detaylı olarak ele alınmıştır.

Yatırım fonları portföy yönetiminde kullanılan teknikler, gerek kişisel yatırımcıların, gerekse diğer profesyonel portföy yönetim kuruluşlarının kullandıkları ve modern portföy teorisi varsayımlarına dayanan yönetim teknikleri ile büyük ölçüde benzerlik göstermektedir. Bunun başlıca sebebi, oluşturulan her portföyün benzer yatırım araçlarına yönelmesidir. Bu da yatırım fonları portföylerinin, genel portföy yönetim stratejilerinden yola çıkılarak oluşturulabilmesine ve yönetilebilmesine imkan tanımaktadır. Ancak yatırım fonları portföy yönetim stratejilerini diğerlerinden ayıran üç önemli husus bulunmaktadır. Bunlardan ilki, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de mevzuat gereği bazı kısıtlamaların bulunması, diğerleri ise yatırım fonlarının hangi karakteristik özelliklere sahip yatırımcılara hitap edeceğinin daha kuruluş aşamasında belirlenme zorunluluğu ve yatırım fonlarının en önemli unsuru olan “Katılma Belgesi”nin varlığıdır.

Sonuç olarak literatürde belirtilen portföy yönetim stratejilerinin bir bölümü yatırım fonları portföy yönetiminde kullanılmaya uygundur ve Türkiye’de de mevzuat uyarınca bu stratejilerin uygulanmasında bir sakınca bulunmamaktadır. Yatırım fonlarında toplanan fon hacminin devamlı artış göstermesi, bu fonlarda biriken fonların profesyonel yöneticiler tarafından uygun stratejilerle yönetilmesini gereklilik haline getirmektedir.

ABSTRACT

The mutual funds are collective investment institutions that aim to channel the funds which belongs to the investors to the capital market and offer professional portfolio management service. Because of the ongoing diminishing difference between the mutual funds and the deposits collected by banks, the mutual funds have become one of the most important instruments in the capital market.

In our study the following concepts are analysed: Capital markets, institutional investors, the mutual funds in Turkey and all over the world, the techniques and strategies of portfolio management by mutual funds. The aim of this work is to determine the applicability of the general techniques and strategies of the funds to the mutual funds that were established in Turkey. A detailed work is completed on the types and general characteristics of the mutual funds in Turkey and all over the world those are key to portfolio management issues covered in this study.

The techniques used in mutual funds portfolio management show great resemblance with the management techniques that are based on the hypothesis of the modern portfolio theory and used by both personal investors and other professional portfolio management institutions. The main reason of this is that each newly created portfolio is channeled to similar securities. In addition to this, that direction gives chance to the portfolios of mutual funds to be formed by taking the basic principles of general portfolio strategies and to be managed with them. But there are three reasons that separates the mutual fund portfolio management strategies than the others. First of them is the limitations that come out of the regulations of Turkey as it's in all over the world; the others are the obligation for determination of the characteristics of the investors by establishment period of the mutual funds and also the existance of "Participation certificate" which is the most important element of mutual funds.

As a result, a certain part of the portfolio management strategies that were determined in the literature (the documents related to the subject) are appropriate to be used in mutual funds portfolio management and there is no barrier about the usage of these strategies in Turkey according the regulations. The increase in the funds volume that were collected in mutual funds form a necessity to be managed by professional managers with suitable strategies.

GİRİŞ

Sermaye piyasalarının ortaya çıkış sebebi, tasarruf sahiplerinin birikimlerini menkul kıymetlere yatırım yaparak değerlendirmelerini sağlamaktır. Ancak özellikle küçük tasarruf sahipleri, birikimlerini bu tip bir piyasada en etkin şekilde değerlendirebilmek için profesyonel yardıma gereksinim duyarlar. Bu sebepten ötürü, gelişmiş ülkeler mali piyasalarında tasarruf sahiplerine profesyonel portföy yönetimi hizmetleri sunmak üzere sermaye piyasası kurumları yaratmışlardır. Yatırım fonları da bu sermaye piyasası kurumlarından biri olarak Türk Sermaye Piyasası'ndaki yerini almıştır.

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde piyasaya giren tasarrufların çoğu kişisel tasarruflar değil, kurumsal tasarruflardır. Bu tasarrufları çeşitli menkul kıymetlere yatıran kurumlara da kurumsal yatırımcılar denir. Sermaye piyasalarında menkul kıymet yatırımına yönelen tasarrufların kurumsal tasarruf ağırlıklı olması, bu kurumların sermaye piyasası için ne derecede önemli olduğunun bir göstergesi olarak kabul edilmelidir. Çalışmamızın özünü teşkil eden yatırım fonlarının sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik kuruluşları gibi diğer kurumsal yatırımcılardan en önemli farkı ise, yatırım fonlarının direkt olarak sermaye piyasasına fon sağlamak gibi bir işlevi olmasıdır. Başka bir deyişle; yatırım fonları direkt olarak sermaye piyasalarında değerlendirmek amacıyla fon toplayan kurumlardır.

Çalışmamızın ilk bölümünde, bir sermaye piyasası kurumu ve aynı zamanda kurumsal yatırımcı olan yatırım fonlarının incelenmesine temel teşkil etmesi amacıyla sermaye piyasası ve kurumsal yatırımcılık kavramlarına kısaca değinilmiştir. Ayrıca yatırım fonlarının sermaye piyasası içindeki konumunun daha iyi anlaşılabilmesi için diğer sermaye piyasası kurumları hakkında kısaca bilgi verilmiş ve yatırım fonlarından farklı tarafları belirtilmiştir.

Yatırım fonu portföyünü oluşturan menkul kıymetler ve yatırım fonunun portföy yönetiminde önemli yer tutan sermaye piyasası faaliyetleri, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde sık sık karşımıza çıkacağından bu unsurlar da ilk bölümde ele alınmıştır.

İkinci bölüm, dünyada yatırım fonlarının incelendiği bölümdür. Yatırım fonları portföy yönetiminde en önemli unsur olan yatırım fonlarının türleri, dünyada kabul gördüğü genel haliyle bu bölümde incelenmiştir. Ancak türler arasında sınıflandırma yapılırken portföy teknik ve stratejilerinin belirlenmesinde en ayırt edici özellik olan yatırım fonlarının portföyündeki kıymetlerin niteliği baz alınmış ve bu sınıflandırmaya göre türlerine ayrılan fonlar daha detaylı olarak incelenmiştir.

Üçüncü bölüm ise Türkiye’de yatırım fonlarının ele alındığı bölüm olup çalışmanın ağırlıklı kısımlarından biridir. Bu bölümde Türkiye’de yatırım fonlarının gösterdiği gelişimden başlayarak Türkiye’de yatırım fonlarının kuruluş prosedürleri, türleri ve yönetim yapısı gibi özellikleri konunun temel ve en son kaynağı olan Sermaye Piyasası Kurulu’nun 19.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” Seri:VII, No:10 esas alınarak incelenmiştir.

Çalışmamızın son bölümü olan dördüncü bölümde, portföy yönetimi teknik ve stratejileri yatırım fonları açısından ele alınmıştır. Modern portföy teorisi ile birlikte ortaya çıkan yönetim teknikleri, yatırım fonları portföy yönetiminde de kullanılabilmektedir. Ancak bu uygulama konuyla ilgili mevzuatın belirlediği sınırlar içinde olmaktadır. Genel anlamda portföy yönetiminde kullanılan tekniklerinin hemen hepsi yatırım fonlarının portföy yönetiminde uygulanabilmesine rağmen, yatırım fonu portföy yönetim stratejileri genelde hisse senedi veya tahvil ve bono gibi menkul kıymetlere uygulanan portföy yönetim stratejilerinden farklılıklar gösterir.

Bu farklılık göz önüne alınarak öncelikle portföy yönetimine yönelik temel kavramlara değinilmiş ve günümüze dek ortaya çıkan portföy yönetim teorileri ortaya çıkış sıralarına göre incelenmiştir. Günümüzde de halen geçerliliğini koruyan modern portföy teorisi, yatırım fonlarına uygun stratejilerin belirlenmesine basamak teşkil ettiğinden ağırlıklı olarak ele alınmıştır.

Gene çalışmanın son bölümünde literatürlerde teorik anlamda önemli bir yere sahip olan portföy yönetim stratejilerinin genel özelliklerine, Dünya’da ve Türkiye’de uygulanabilirliklerine ve yatırım fonu portföy yönetimine uygun olup olmadıklarına

değnilerek Türkiye’de mevzuatın izin verdiğı şekilde yatırım fonlarına en uygun stratejiler belirlenmiştir.

Yatırım fonlarının performans değlerlemeleri farklı ölçütlere göre ele alınıp Türkiye’de son dönemlerde yapılan değlendirmeler sayısal olarak ifade edilmiştir. Sonuç bölümünde ise yatırım fonlarının Dünya ve Türkiye’deki konumu, işlevleri ve performans değlendirmelerinden yola çıkılarak yatırım fonlarının gerçekten de teoride anlatıldığı gibi etkin kurumlar olup olmadığı sorgulanmıştır.



BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI VE KURUMSAL YATIRIMCILIK

1.1 GENEL AÇIKLAMALAR

Gelişmiş batı ekonomileri finansal piyasalarında, tasarruf sahiplerinin menkul kıymetlere yatırım yapmasını sağlamak ve katılanlara profesyonel portföy yönetimi hizmetleri sunmak üzere sermaye piyasası kurumları yaratmışlardır.

Yukarıda belirtilen sermaye piyasası kurumlarından biri olan ve çalışmamızın temelini teşkil eden yatırım fonları, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde faaliyet gösteren ve konuları menkul kıymet portföyü işletmek olan kollektif yatırım kuruluşlarından biridir. Kollektif yatırım kuruluşları kavramı ise kurumsal yatırımcılığın temel bir unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıda belirtilen tüm bu unsurları kapsayan sermaye piyasası ve bu piyasayı oluşturan ögeler çalışmanın her safhasında karşımıza çıkacağından, çalışmanın bu bölümünde sermaye piyasasının tanımı, bölümleri, Türk Sermaye Piyasası'nın gelişimi, para piyasası ile benzer ve farklı yanları, sermaye piyasasının önemi ve ekonomideki yeri, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası araçları ve sermaye piyasası kurumları üzerinde kısaca durulacak ve ardından kurumsal yatırımcılık kavramı ve unsurları irdelenecektir.

1.1.1 SERMAYE PİYASASININ TANIMI

Sermaye piyasası en genel tanımıyla orta, uzun ve sonsuz vadeli fon arz ve talebinin aracı kuruluşlar vasıtasıyla menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasadır.¹

Yukarıda verilen tanımdan da anlaşılacağı üzere, burada sermaye kavramıyla anlatılan orta, uzun ve sonsuz vadeli fonlardır. Pratik bir yaklaşımla, orta ve uzun vadeli fonların tahvillere, sonsuz vadeli fonların ise hisse senetlerine karşılık geldiğini söylenebilir.² Bu

¹ APAK, Sudi: *Sermaye Piyasaları ve Borsa*, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 1995, S. 127

² KARSLI, Muharrem: *Sermaye Piyasası ve Borsa Menkul Kıymetler*, İrfan Yayıncılık, İstanbul, 1994, S. 23

sebepten ötürü sermaye piyasaları vadesi bir yıldan uzun olan tahviller ve hisse senetlerin işlem gördüğü piyasalar olarak da tanımlanabilir.³

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kanunu 28.07.1981 tarihinde kabul edilmiş ve 30.07.1981 tarihli 17416 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Sermaye piyasamız bu Kanun’un yürürlüğe girdiği 1981 tarihine dek hukuki bir boşluk içinde kalmıştır. Yasayla yapılan düzenlemeler o zaman için piyasayı bankerler olayı ile yaşadığı etkilerden kurtarmasada zaman içinde belirli bir düzeni kurmada ve buna işlerlik sağlamada yararlı olmuştur. Yasaya kadar sermaye piyasası ve menkul kıymetlerle ilgili konular Türk Ticaret Kanunu, Medeni Kanun ve Borçlar Kanunu’nun genel hükümleri ile düzenlenmiştir.

Sermaye piyasası ve menkul kıymetler konusunun esas yasal kaynağı olan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun konusu ve amacı Kanun’un 1’inci maddesinde verilmiştir:⁴

“Bu Kanun’un konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzeltmek ve denetlemektir”

Sermaye piyasasını düzenleyen ilk Kanun olan Sermaye Piyasası Kanunu’nun kapsamı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 2’inci maddesinde şöyle açıklanmıştır:

“Sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, halka arzı ve satışı, bunları ihraç veya hakla arz edenler, bu Kanun’un 40’inci maddesi çerçevesinde borsalar ve teşkilatlanlanmış diğer piyasalar, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları ve Sermaye Piyasası Kurulu bu Kanun’un hükmüne tabidir. Ancak halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen hisse senedi ihraçları bu Kanun’un kapsamı dışındadır.”

³ Şengül, Selami: “Sermaye Piyasası, Temel Kavramlar ve Araçlar”, *Vergi Dünyası*, Aralık 1996, Sayı: 184, S. 123

⁴ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 30.07.1981 tarihli 17416 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğü girmiştir. Çalışmanın bundan sonraki kısımlarından Sermaye Piyasası Kanunu olarak anılacaktır.

Sermaye piyasası tanımının içine girmeyen her türlü sermaye hareketleri, örneğin teşkilatlı ve teşkilatsız para, kredi, döviz, altın, ticari senet gibi doğrudan doğruya veya dolaylı olarak fon transferlerine sebep olan bütün alışverişler sermaye piyasasından daha geniş bir kavram olan mali piyasanın çerçevesi içinde kalır. Bu sebeple, sermaye piyasası da mali piyasanın bir parçasıdır.

Mali piyasa genel finans sistemi içinde kısa vadeli fon arz ve taleplerinin karşılaştığı piyasa da para piyasası olarak adlandırılır. Sermaye piyasasıyla vade, işlev, araç ve faiz farklılıkları gösteren, geçici ve mevsimlik nakit sıkıntısının giderilmesi için başvurulmuş para piyasası, çeşitli farklı yönlerine rağmen sermaye piyasasıyla sıkı bir ilişki halindedir.⁵ Para piyasası kavramına ve sermaye piyasası ile olan temel farklılık ve benzerliklerine çalışmanın ilerleyen bölümlerinde değinilecektir.

Sermaye piyasasında fonlar kıymetli evrak hükmündeki belgeler karşılığında el değiştirdiğinden, fon sahipleri bu belgeleri ya ilk ihraçtan ya da ikinci elden satın alabilirler. Bu ana farklılığı da göz önünde bulundurmak kaydıyla sermaye piyasalarını, işletmeye net kaynak girişi, mali araçların likidite kazanması ve portföy değişimi ile riskin dağıtılması yönlerinden iki sınıfta incelemek mümkündür.⁶

- i. Birincil Piyasalar,
- ii. İkincil Piyasalar.

1.1.1.1 Birincil Piyasalar

Birincil piyasalar, menkul kıymetlerin ilk ihraçlarının gerçekleştiği piyasalardır. Başka bir deyişle bu piyasalarda daha önce ihraç edilmemiş menkul kıymetler işlem görür. Tasarrufların işletmelere dolaysız yoldan, net kaynak şeklinde girişi ve bu fonların fon talebinde bulunanlarca yatırımlara kanallize edilmesi birincil piyasalar aracılığıyla gerçekleşir.⁷

⁵ KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 23

⁶ ŞENGÜL, Selami: A.g.e., S. 23

⁷ Devlet Planlama Teşkilatı: "Sermaye Piyasası Özel İhtisas Komisyon Raporu", T.C. Başbakanlık DPT Yayın No: 2191-Ö.İ.K:346, S. 4

Tasarruf sahiplerinin tahvil ve hisse senedi gibi hak temsil eden belgeleri doğrudan doğruya ihraç eden kuruluşlardan veya bunlara ihraçta aracılık eden kurumlardan alabildikleri durumlarda da birincil piyasalar sözkonusudur. Birincil piyasada önemli olan, menkul kıymetleri ihraçtan almaktır, arada bir banka veya aracı kurum bulunması bu alımın birincil piyasada olmasına engel teşkil etmemektedir.⁸

1.1.1.2 İkincil Piyasalar

Menkul kıymetleri ihraçtan alanlar bunları paraya çevirmek istedikleri takdirde, sonsuz vadeli belgelerde (hisse senetlerinde) hiçbir zaman, orta ve uzun vadeli belgelerde (tahvillerde) vadeden önce bunları ihraç eden kuruluşa rücu edemezler. İkincil piyasa bu durumdaki menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasadır ve menkul kıymetlerin likiditesini arttırarak birincil piyasaya talep yaratır, onun gelişmesini sağlar. Bu bakımdan sermaye piyasasında ikincil piyasa birincil piyasa kadar öneme sahiptir ve gelişmiş piyasalarda ikincil piyasanın iş hacmi birincil piyasadan defalarca büyüktür.⁹

Yatırımcı açısından bakıldığında ise ikincil piyasaların işlevi, yatırımcıların ellerinde bulunan menkul kıymetleri nakde dönüştürebilmenin yanında mevcut portföydeki menkul kıymetlerin başkalarıyla değiştirilmesine imkan tanımasıdır.¹⁰

Sermaye piyasası bilinciyle çalışan birincil piyasalarda uzun vadeli fonların tasarruf sahibinden firmalara intikali söz konusu olduğundan bu piyasada yapılan tahvil ve hisse senedi satışları sonucunda firmanın bünyesine taze para halinde yeni sermaye girer. Oysa ikincil piyasa, menkul kıymetler piyasası bilinci ile çalışır. İkincil piyasada menkul kıymetler alınıp satılır, kıymetler ve paralar el değiştirir, ancak bu hareket fon talep edenleri etkilemez, çünkü el değiştiren menkul kıymetler fonları kullananlardan kopuktur. Ancak ikincil piyasanın birincil piyasaya kaynak sağlamakta büyük önemi vardır. Ayrıca ikincil piyasa, gelişmelerin değerlendirildiği yer olarak da nitelendirilebilir, çünkü kurulan bir

⁸ KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 31

⁹ KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 31

¹⁰ ŞENGÜL, Selami: A.g.e., S. 123

anonim şirketin hisse senetleri, şirketin başarısına ve gelişmesine göre değerini ikincil piyasada bulur.¹¹

İkincil piyasaların en iyi teşkilatlanmış bölümü menkul kıymet borsalarıdır. Menkul Kıymetler Borsası, finansal varlıkların gerçek piyasa fiyatlarının saptanmaya çalışıldığı, borsaya kote edilmiş hisse senetleriyle tahvillerin, devlet tahvillerinin ve diğer finansal varlıkların alım satım işlemlerinin gerçekleştiği, fiyatların tesbit ve ilanı işleriyle ilgili olarak kurulan tüzel kişiliğe haiz kurumlardır. Borsalar bütün dünyada sosyal ve ekonomik gelişmelerin hatta sosyal adaletin göstergesi olagelmışlerdir. Bir ülkede düzenli işleyen bir borsanın varlığı öncelikle özel teşebbüs yoluyla sanayileşmenin, sonra şirketleşmenin ve nihayet halka açılmanın yani sanayi mülkiyetinin tabana yayılmasının ölçüsüdür. Bir sermaye piyasası kurumu olan borsaların gelişmesi, sermaye piyasasının gelişmesiyle doğru orantılıdır.¹²

Borsaların dışında bir de borsa dışı (tezgah üstü) piyasalar vardır. Menkul kıymetler borsasının borsa dışı piyasalardan farkı fiziki mekanıdır. Menkul kıymet borsası fiziki mekanı yani binası olan bir menkul kıymet pazarıdır, borsa dışı piyasaların ise fiziki bir mekanı bulunmamaktadır.¹³ Ancak piyasanın gereksinimleri ve teknolojik gelişmeler dolayısıyla borsa dışı piyasalarda da sistem ve örgüt yapısı bulunmaktadır.¹⁴

1.1.1.3 Para ve Sermaye Piyasası Arasındaki İlişkiler

Çalışmamızın önceki bölümünde belirtildiği üzere mali piyasanın iki ana unsuru olan sermaye ve para piyasaları arasındaki en önemli fark, bu piyasalarda karşılaşılan fon arz ve talebinin vadesidir. Sermaye piyasalarında orta, uzun veya sonsuz vadeli fon arz talebi karşılaşırken para piyasasında sadece kısa vadeli fon arz ve talebi karşılaşır.

Ancak Türkiye gibi enflasyonun yüksek oranlarda seyrettiği ekonomilerde, mali sistemde meydana gelen gelişmeler para ve sermaye piyasalarının iç içe girmesine neden olmuştur.

¹¹ KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 32

¹² BOLAK, Mehmet: Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, 2. Bası, Beta Basım Yayınevi, İstanbul, 1994, S. 47

¹³ ŞENGÜL, Selami: A.g.e., S. 123

¹⁴ Sermaye Piyasası Özel İhtisas Komisyon Raporu: A.g.e., S. 5

Bu sebepten ötürü, bahsi geçen teorik ayrım pratikte aynı netlikte görülememektedir.¹⁵ Gerek kredi arzı, gerekse kredi talebi para piyasasından sermaye piyasasına ya da sermaye piyasasından para piyasasına kolayca kayabilir.¹⁶

Tarihsel olarak dünyada ve Türkiye’de para piyasası ve bu piyasaya ilişkin kurumların ortaya çıkması sermaye piyasası kurumlarına oranla hep daha önce olmuştur. Bunun en önemli sebebi ise para piyasalarının her ekonomide gelişmişlik düzeyinden bağımsız ortaya çıkabilmesidir. Sermaye piyasaları ise ancak belli bir gelişmişlik düzeyinin üzerindeki serbest piyasa ekonomilerinde ortaya çıkabilmektedir.¹⁷

Genel olarak bir karşılaştırma yapmak istersek, sermaye ve para piyasalarının vade farklarından başka kaynak türü, faiz, işlev ve araç farklarının da mevcut olduğunu görebiliriz.

- i. Kaynak Türü Farkı: Para piyasasının fon kaynakları devamlılık göstermeyen resmi, ticari ve vadesiz tasarruf mevduatıdır. Sermaye piyasasında ise fon kaynakları devamlılık gösteren gerçek tasarruflardır.
- ii. Faiz Farkı: İç içe geçmiş bu iki piyasada en önemli bir diğer belirleyici farkın faiz olduğu söylenebilir. Para piyasasında faiz oranları düşük, sermaye piyasasında ise yüksektir. Vade farkının bir sonucu olan faiz farkı, iki piyasada devamlı geçişlere neden olmaktadır.
- iii. İşlev Farkı: İşlev açısından baktığımızda, sermaye piyasasının işlevi sabit yatırım finansmanı iken para piyasasının işlevi geçici nakit ihtiyacının karşılanmasıdır.
- iv. Araç Farkı: Sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetler tahvil ve hisse senedi iken, para piyasalarında işlem gören araçlar ticari senetlerdir. Ayrıca para

¹⁵ ŞENGÜL, Selami: A..g.e., S. 122

¹⁶ İMKB: "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu", İMKB Eğitim Yayınları, No:1, Denge Ofset Matbaacılık, İstanbul, Ekim 1997, S. 3

¹⁷ TEKELİ, Mine: "Türkiye Sermaye Piyasasının Gelişim Yetersizliği", Ekonomide Ankara, Mart-Nisan 1987, Sayı: 13, S.28

piyasasında işlem gören enstrümanlar likiditesi daha yüksek menkul kıymetlerden oluşur.¹⁸ Bu konuya çalışmanın ilerleyen bölümlerinde daha detaylı olarak değinilecektir.

Ülkemizdeki mali sistemde politika tespitini ve stratejisini belirleyen tek kurum Hazine Müsteşarlığı'dır. Para piyasasının anonim şirket statüsündeki politika uygulayıcısı Hazine'nin uygulayıcısı konumunda olan Merkez Bankası, sermaye piyasasındaki saptanmış politikaları uygulamakla yükümlü birim ise Sermaye Piyasası Kurulu'dur. Bu kurumlar kendi kanunlarında verilmiş görevleri yapmak, yapılan düzenlemeleri izlemek ve denetlemekle görevlidirler ve siyasi otoritenin saptadığı politikaların dışına çıkmaksızın kanunların verdiği yetkiyi kullanırken bağımsızdırlar. Ancak bu bağımsızlık görevlerinin ifasıyla sınırlıdır, mutlak bir bağımsızlık söz konusu değildir.¹⁹

1.1.2 SERMAYE PİYASASININ EKONOMİDEKİ YERİ VE ÖNEMİ

Uluslararası derecelendirme kuruluşlarından "Standart&Poors" sermaye piyasalarını ana hatlarıyla üçe ayırmaktadır:

- i. Kuruluş aşamasında olanlar,
- ii. Gelişmekte olanlar,
- iii. Olgunlaşmış olanlar.

Kuruluş aşamasında olan sermaye piyasalarında finansal aracılık faaliyetleri yeni yeni doğmakta ve devlet menkul kıymetleri ağırlıklı olarak işlem görmektedir. Yasal düzenlemeler oluşma sürecinin başında olup ekonomi halen büyüme aşamasındadır.

Gelişmekte olan sermaye piyasalarında sermaye piyasası belli bir ölçeğe ulaşmasına rağmen para piyasası daha aktiftir. Yasal düzenlemeler yeterli derecede tecrübe edilmemelerine rağmen tamamen tanımlanmışlardır. Finansal araçlar kuvvetli ve etkin bir konuma sahiptir, ekonomi sanayi ile büyümektedir.

¹⁸ AKDOĞAN, Haluk: "Uluslararası Sermaye Piyasaları ve Türk Piyasalarının Durumuna Bir Bakış", *Ekonomide Ankara*, Mayıs-Haziran 1993. Sayı: 50, S. 15

¹⁹ ŞENGÜL, Selami: A.g.e., S. 127

Olgunlaşmış olan sermaye piyasalarında ise birincil ve ikincil piyasa işlemleri oldukça aktiftir. Yasal düzenlemeler yerine oturmuş ve tam tecrübe edilmiştir. Ekonomi ise genişlemiştir ve bir çok uluslararası dev şirketin varlığı sözkonusudur.

Bu sınıflandırma baz alınacak olursa, Türkiye sermaye piyasası “Gelişmekte olan” ile “Olgunlaşmış olan” sermaye piyasaları aşamalarının tam orta evresinde yer almaktadır, emekleme çağını geçerek olgunlaşma yönünde ilerlemeye başlamıştır.²⁰

Yukarıda belirtilen sınıflandırmadan da anlaşılacağı üzere, sermaye piyasanın gelişimi ekonominin gelişimi ile doğru orantılıdır. Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan liberizasyon ve küreselleşmenin etkileriyle dünya sermaye piyasalarında olduğu gibi ülkemiz sermaye piyasasında birçok gelişme ve büyüme yaşanmıştır.²¹

Sermaye piyasasının ekonomiye etkilerini üç yönden inceleyebiliriz:²²

i. Sermaye piyasası tek başına ekonomiye yararlı olamayan tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak büyük yatırımlara dönüşmesinde aracılık eder. Orta ve uzun vadeli fon talep eden kuruluşlarla tasarruf sahipleri arasında direkt iletişim kurulmasına, sermayenin mobilizasyonunda aracılardan ortadan kalkmasına veya fonksiyonlarının azalmasına imkan hazırlar, küçük tasarrufların doğrudan doğruya veya süratle yatırımlara aktarılmasını sağlar.

Fertler açısından bakıldığında ise tek başına gelir getirecek bir yatırıma kanalize edilemeyen küçük tasarrufların, fon açığı bulunan verimli yerlere yatırılmasını ve dolayısıyla küçük tasarruf sahiplerinin ek gelir elde etmesini sağlayan bir işleve sahiptir.

ii. Sermaye piyasası araçlarının bir bölümü (hisse senetleri ve benzerleri) şirketlere özkaynak sağlar. Böylece iktisadi kalkınmanın hızlanmasına ve sağlıklı finansman kaynaklarına kavuşturulmasına yardımcı olur.

²⁰ ERTUNA, Caner: “Sermaye Piyasalarımız Global Arenada Sınav Veriyor”, **Uzman Gözüyle Bankacılık**, Haziran 1994, S. 28

²¹ OKTAR, Suat: “Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Piyasalarının Büyümesi”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Mayıs 1994, S. 41

²² KARSILI, Muharrem: A.g.e., S. 25

- iii. Sermaye piyasaları işletmelere bankalar sektörünün sağladığı fonlara nazaran daha düşük maliyetli fonlar sağlayabilmektedir.

1.1.3 SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 30'uncu maddesi çerçevesinde sermaye piyasası faaliyetlerini şöyle sıralayabiliriz:²³

- i. Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık (Birincil piyasa faaliyetleri),
- ii. Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı (İkincil piyasa faaliyetleri),
- iii. Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçlarının alım satımının yapılmasına aracılık (Futures ve options),
- iv. Menkul kıymetlerin geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı (Repo, ters repo işlemleri),
- v. Yatırım danışmanlığı,
- vi. Portföy işletmeciliği veya yöneticiliği,
- vii. Kurulca belirlenecek diğer faaliyetler.

Birincil ve ikincil piyasa faaliyetlerini çalışmamızın önceki kısımlarında incelemiştik. Bu bölümde yatırım fonları portföylerinin yönetiminde de kullanılan vadeli işlem piyasası faaliyetleri ile repo/ters repo faaliyetlerine değinilecek ve yatırım danışmanlığı hakkında kısaca bilgi verilecektir. Portföy işletmeciliği faaliyetlerine de çalışmanın ilerleyen bölümlerinde yatırım fonu portföy yönetimi teknik ve stratejileri incelenirken değinilecektir.

²³ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., S. 28

1.1.3.1 Vadeli İşlem Piyasası Faaliyetleri

Vadeli İşlem Borsaları, belli miktardaki borsa malının (emtia, döviz, altın ve menkul kıymetler) belli bir fiyattan ileriki bir tarihte teslim edilmek üzere alım-satımı sözleşmelerinin yapıldığı ve bu sözleşmelerin el değiştirdiği borsalardır.²⁴

Vadeli işlemler karşılıklı iki taraf arasında yapılır. Buradaki şartlar, organize edilmiş borsalar tarafından standart hale getirilmiştir. Vadeli işlemlerin amacı, piyasada oluşan riski daha stabil hale getirmek ve yatırımcıya riski, bir kısmını başkalarına aktarıp, minimize etme olanağı sağlamaktır. İleriki bir tarih için belirlenen alım veya satım fiyatı sayesinde belirsizliğin ortadan kalkması da vadeli işlem sözleşmelerinin diğer bir yararı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmeleri, “futures” ve “options” olmak üzere ikiye ayrılır. “Futures”da iki taraf da (alıcı ve satıcı) sözleşme gereği bağlıdır ve işlemi gerçekleştirmekle (alıcı almakla, satıcı da vade geldiğinde satmakla) yükümlüdür.²⁵

Seçmeli vadeli işlem sözleşmeleri (options contracts), sözleşmeyi satana sözleşmeye bağlı bir alma veya satma yükümlülüğü getiren, sözleşmeyi alana ise sözleşmeye bağlı bir alma veya satma hakkı sağlayan sözleşmedir. Seçmeli vadeli işlem sözleşmeleri, alım opsiyonu (call options) ve satım opsiyonu (put options) olarak iki çeşit düzenlenebilir. Her iki opsiyon için de, opsiyon yazan (satan) taraf sözleşme şartlarını yerine getirmeyi Borsa’da anlaştığı bir prim karşılığında taahhüt ederken, opsiyonu satın alan taraf sözleşme şartlarını yerine getirip getirmeme hakkına anlaştıkları primi satıcıya ödeyerek sahip olur.²⁶ Başka bir deyişle opsiyon işlemlerinde belirli bir tarihte belirli bir fiyattan alım hakkı elde eden alıcı, beklediği fiyat uygun olmazsa, sadece peşin olarak ödediği primini kaybetmiş olur.²⁷

²⁴ KARSILI, Muharrem: A.g.e., S. 229

²⁵ COŞKUN, Galip: “20 Soruda VİP”, Capital, Sayı: 12, Eylül 1997, S. 234

²⁶ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., S. 466

²⁷ COŞKUN, Galip: A.g.e., S. 234

Bir ülkede varolan mali riskin azaltılmasında etkin ve anlamlı işlevleri bulunan ve “Türev Piyasaları” olarak tanımlanan vadeli işlem ve seçmeli işlem piyasaları, ülkenin rekabet gücünü arttıran bir etkiye sahiptir. Bu piyasalar sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyini yükselterek ekonomide kaynakların daha etkin dağılımı ve kullanımını sağlar. Son yıllarda türev piyasalarının gelişmiş uluslararası sermaye piyasalarına entegre olunmasında önemli katkılar sağlaması sebebiyle vadeli işlemler ve seçmeli vadeli işlem faaliyetleri tüm dünyada sürekli artan bir ilgi görmektedir.

Ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon uygulaması konusunda ilk düzenleme 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik” ile yapılmıştır. Bu düzenlemeyi müteakiben, 18.10.1996 tarih ve 22791 sayılı Resmi Gazete’de çıkarılan “İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği” ile İstanbul Altın Borsası’nda altın ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım-satımına ilişkin esaslar belirlenmiş, 29.01.1997 tarih ve 22892 sayılı Resmi Gazete’de çıkarılan “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik” ve “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik” ile de hisse senedi, faiz getirili menkul kıymetler, endeks ve diğer finansal göstergeler üzerine vadeli ve opsiyonlu işlemlerin yapılmasına ve takasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Mal üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ise, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından çıkarılan “Ticaret Borsaları Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği” çerçevesinde düzenlenmiştir.²⁸

1.1.3.2 Repo ve Ters Repo İşlemleri

Sermaye piyasamızda repo ve ters repo işlemleri, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 31.7.1992 tarih ve 21301 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: V No:7 ve 5.4.1994 tarih ve 21896 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:V No:14 “Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdüyle Alım Satımı Tebliği” ile yasal bir çerçeveye oturtulmuş bulunmaktadır.²⁹

²⁸ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., S. 465

²⁹ KARSLLI, Muharrem: A.g.e., S. 124

Repo, bir menkul kıymetin işlem başlangıç valöründe satılıp, bitiş valöründe geri alınmasını ifade eder. Repo yapan taraf, parayı kullanan taraftır. Geri alım vaadi ile menkul kıymetin satımı sözkonusudur.

Ters repo, bir menkul kıymetin işlem başlangıç valöründe alınıp, bitiş valöründe geri satılması işlemidir. Ters repo yapan taraf, parayı kullandıran taraftır. Geri satım taahhüdü ile menkul kıymet alımı sözkonusudur.³⁰

Repo işleminin amacı, elinde fon fazlası bulunan tasarruf sahibi, kurumsal yatırımcı ve mali kuruluşların kısa vadeli atıl fonlarını, fon açığı bulunan kuruluşlara belli bir faiz karşılığında kullandırarak değerlendirmek ve böylece gelir sağlamaktır.³¹

Repo ve ters repo işlemlerine konu olabilecek menkul kıymetler;

- i. Devlet Tahvilleri,
- ii. Hazine Bonoları,
- iii. Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar,
- iv. Kamu Ortaklığı İdaresi ve Toplu Konut İdaresi'nce ihraç edilen borçlanma senetleriyle, mahalli idareler ve bunlarla ilgili idare, işletme ve kuruluşların Kanun uyarınca ihraç ettikleri borçlanma senetleri,
- v. Varlığa dayalı menkul kıymetler dahil olmak üzere, menkul kıymet borsaları veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören veya Borsa'da tescil edilmiş olan borçlanma senetleridir.³²

1.1.3.3 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetleri

Yatırım danışmanlığı faaliyetleri Seri:V No:23 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmiştir. Yatırım danışmanlığı faaliyetleri Seri:V No:23 sayılı Tebliğ'de;

³⁰ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., S. 47

³¹ KARSILI, Muharrem: A.g.e., S. 121

³² Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., S. 48

“Yatırım danışmanlığı, müşterilere sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık veya kuruluşlar, şirket birleşme veya el değiştirmeleri, şirketlerin finansman ihtiyaçlarının karşılanması hakkında ve benzeri konularda yönlendirici nitelikte yazılı veya sözlü yorum ve yatırım tavsiyelerinde bulunulması faaliyetidir.”

şeklinde tanımlanmıştır.

Herhangi bir faaliyetin, mesleğin veya işin yürütülmesi sırasında, bu faaliyet işin içerdiği hizmetlerle ilgili olarak, süreklilik arzetmeyen ve istisnai birkaç olaya yönelik olarak verilmiş yatırım tavsiyeleri ve gazete, dergi, radyo, televizyon vb. yayınlarda yer alan yatırım bilgileri yatırım danışmanlığı kapsamının dışındadır.

Yatırım danışmanlığı faaliyeti, Sermaye Piyasası Kurulu’ndan yetki belgesi almış aracı kuruluşlarca yürütülür.³³

³³ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., SS 45-46

1.1.4 SERMAYE PİYASASI KURUMLARI

Sermaye piyasası kurumları, münhasıran sermaye piyasasında faaliyet gösteren ve Kurul'un denetimine tabi kurumlardır. Dolayısıyla, bu kavramın içinde anonim şirketler ve Sermaye Piyasası Kurulu yer almamakta, aracı kurumlar ve benzeri kuruluşlar yer almaktadır.³⁴ Bunlar:

- i. Aracı kurumlar,
- ii. Yatırım ortaklıkları,
- iii. Yatırım fonları,
- iv. Diğer sermaye piyasası kurumlarıdır.

Aracı kurumlar, izin verilen sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak üzere anonim şirket statüsünde kurulan, bankalar dışındaki kuruluşlardır.

Aracı kurumlara ilişkin esaslar Sermaye Piyasası Kanunu'nun 33'üncü maddesinde genel olarak esaslarıyla belirlenmiş, ayrıntıları ise, 14.1.1993 tarih ve 21465 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:V No:8 sayılı "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmiştir.³⁵

Tebliğ'de (Seri:V, No:8) aracı kurumların yapabileceği sermaye piyasası işlemleri sayılmış ve ayrı ayrı Kurul iznine bağlanmıştır. Bu izin Kurul'ca her faaliyet konusu için ayrı ayrı olmak üzere yetki belgesi ile verilir. Aracı kurumlar, Kurul'dan yetki belgesi almak şartıyla;

- i. Halka arza aracılık,
- ii. Alım-satım aracılık,
- iii. Repo işlemleri,
- iv. Yatırım danışmanlığı,

³⁴ KARS LI, Muharrem: A.g.e., S. 107

³⁵ KARS LI, Muharrem: A.g.e., S. 107

v. Portföy yönetimi işleri yapabilirler.³⁶

Sermaye Piyasası'nda faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar ise;

i. Sermaye piyasası araçlarının takas ve saklanması, derecelendirilmesi ve bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlarla sermaye piyasası kurumlarının denetlenmesi ile uğraşan kuruluşlar,

ii. Yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi gibi sermaye piyasası faaliyetlerini yerine getiren şirketler ve

iii. Ortaklık ve kuruluşlara ait alacakları temellük ederek varlığa dayalı menkul kıymetleri ihraç etmek amacıyla teşkil edilen genel finans ortaklıkları³⁷, ipoteğe dayalı menkul kıymetler merkezleridir.³⁸

Yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları konuları çalışmanın ilerleyen bölümlerinde detaylı olarak incelenecektir.

1.1.5 SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır.³⁹

Menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları kurulca belirlenen kıymetli evraktır. Diğer sermaye piyasası araçları ise menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraktır. Çek, poliçe, bono ve mevduat sertifikaları bundan müstesnadır.⁴⁰

³⁶ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., S. 53

³⁷ Genel finans ortaklıkları, 31.7.1992 tarihli 21301 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler'in Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıkları'nın Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği" ile düzenlenmiştir. Buna göre Genel Finans Ortaklıkları Tebliği'de belirlenen alacakların temellükü ve bu alacaklar karşılık gösterilerek Tebliğ hükümleri çerçevesinde düzenlenen VDMK'nin ihracı ve halka arzı amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır.

³⁸ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Md. 39

³⁹ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Md. 3

⁴⁰ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., S. 13

Çalışmanın bu kısmında yatırım fonlarında portföy yönetimi konusuna temel oluşturmak üzere, yatırım fonları portföylerinde yer alan sermaye piyasası araçları olan “Devlet ve Özel Sektör Tahvili, Hazine Bonosu, Hisse Senedi, Finansman Bonosu ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler” hakkında kısaca genel bilgi verilecektir.

1.1.5.1 Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonoları

Türk hukukunda, Türk Ticaret Kanunu’nun m. 420 hükmüne göre tahvilin tanımı “Anonim Ortaklıkların ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine tahvil denir.” şeklinde yapılmıştır.

Kanuni tanımda belirtildiği üzere, tahvil çıkarma yetkisi sadece anonim ortaklıklara verilmiştir. Ancak daha sonra çıkarılan yasalarla bazı Kamu İktisadi Teşekküllerine, anonim şirket statüsünde olmasalar bile tahvil çıkarma yetkisi tanınmıştır.⁴¹

Yukarıdaki tanımı genişletecek olursak tahvilleri, “kamu kuruluşları veya şirketlerin, halka borçlanma sağlayacakları fonlar için seri halinde çıkardıkları, eşit kıymette ve aynı ibareli, kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen borç senetleri” olarak tanımlayabiliriz.⁴²

Devlet tahvilleri ve hazine bonoları, kamu kesiminin uzun veya kısa vadeli borçlanma amacıyla çıkardığı borçlanma senetleridir. Gerçekte devlet tahvillerinin özel sektör tahvillerinden farkı bulunmamaktadır. Devlet, bütçe açığını kapatmak, kısa vadeli kredi ihtiyaçlarını karşılamak veya kamu yatırımlarının finansmanını sağlamak gibi amaçlarla menkul kıymet ihraç edebilir. Bu şekilde iç borçlanmaya gitme yetkisi devlet veya kamu kurum ve kuruluşlarına özel kanunla tanınmaktadır.⁴³

Maliye Bakanlığı tarafından belli amaçlarla çıkarılan iç borçlanma tahvilleri uzun vadeli, hazinenin dönemsel ihtiyaçları için çıkarılan tahviller ve hazine bonoları kısa vadeli. Ancak enflasyonun hızlandığı dönemlerde tüm tahviller 1-2 yıllık kısa vadeli ihraç

⁴¹ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 106

⁴² KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 284

⁴³ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 129

edilirler. Hazine bonoları kısa vadeli ve çoğu defa kuponsuz; tasarruf bonoları ise orta vadeli tahvil mahiyetinde olup ihraç şartları ve faiz oranları değişiktir. Uzun vadeli devlet tahvilleri her zaman işlemiş faiziyle birlikte paraya çevrilebildiği için faiz oranları daha düşüktür. Devlet tahvilleri ihalelerde teminat olarak kullanılabilir. Belediyeler, Emlak Bankası gibi kamu kuruluşlarının çıkardığı tahviller de devlet tahvili sayılır.⁴⁴

1.1.5.2 Hisse Senetleri

Hisse senetleri, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde hisse senedi çıkarabilen anonim ortaklık veya sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların kanuni şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup sermayesinin belli bir oranını temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir.⁴⁵

Hisse senetlerinin sahiplerine sağladığı hakları şöyle sıralayabiliriz:⁴⁶

- i. Şirket karından pay alma hakkı,
- ii. Şirket yönetimine katılma hakkı,
- iii. Oy kullanma hakkı,
- iv. Rüchan hakkı,
- v. Tasfiyeden pay alma hakkı,
- vi. Şirketin faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı.

Buna karşılık hisse senetleri sahiplerine bazı mali sorumluluklar da getirir. Gerek yeni kuruluştaki gerekse sermaye arttırımında, iştirak taahhüdünde bulunan bir ortak taahhüdünü yerine getirmekle yükümlüdür. Taahhüt ettiği hisselerin apellerini⁴⁷ şirket yönetim kurulunun tesbit ettiği tarihte yatırmak zorundadır. Apel borçlarını zamanında ödemeyenlerden temerrüt faizi talep edilir. Bu ortaklar ortaklıktan çıkarılabilir, yatırdıkları miktar üzerindeki haklarını kaybedebilirler, cezai şartlara muhatap olabilirler, hatta tazminat ödemek durumunda kalabilirler.

⁴⁴ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., S. 145

⁴⁵ BOLAK, Mehmet: A.g.e. S: 98

⁴⁶ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., S. 131

⁴⁷ Apel, pay bedelinin taksitle ödenmesinin sözkonusu olduğu durumlarda, ortaklık yönetim kurulu tarafından ortaklara yapılan çağrıya denir.

Ancak hisse senedi sahibinin mali sorumluluğu hisse senedi sahibi olmaktan ziyade, kuruluşa veya sermaye arttırımına iştirak ederken imzaladığı taahhütnameden ileri gelmektedir. Hiçbir taahhütname imzalamadan portföy yatırımı yapan bir kimsenin sahibi bulunduğu tamamı ödenmiş hisse senetlerinden dolayı herhangi bir mali sorumluluğu söz konusu değildir.⁴⁸

Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de ortaklıkların sermaye arttırımı ile ihraç edebilecekleri, oy hakkı hariç, sahibine kar payından ve istenildiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleri bulunmaktadır ve bu hisse senetleri “Oydan Yoksun Hisse Senetleri” olarak adlandırılır. “Oydan Yoksun Hisse Senetleri”, Sermaye Piyasası Kanunu m. 14/A ile 31.7.1992 tarih ve 21301 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:I, No:15 sayılı Tebliğ ile mevzuatımıza girmiştir.

1.1.5.3 Finansman Bonosu

Finansman bonusu, ortaklıkların kısa süreli finansman gereksinimlerini banka dışı kaynaklardan sağlamalarına fırsat tanıyan yeni bir finansal araç olarak para ve sermaye piyasasına sokulmuştur.

Finansman bonoları, kısa vadeli işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak için büyük şirketler tarafından ihraç edilen kısa vadeli ve teminatsız senetler olarak tarif edebiliriz.⁴⁹

Batı ülkelerinde “commercial paper” olarak adlandırılan ve vadesinin kısıtlılığı nedeni ile para piyasası aracı olarak da kabul edilen finansman bonolarının ihraç koşulları Sermaye Piyasası Kurulu’nun 31.7.1992 tarihli Seri:III, No:13 sayılı Tebliğ’i ile düzenlenmiştir.

Finansman bonolarında dikkat edilmesi gereken iki ana husus vardır.⁵⁰

- i. Finansman bonoları ihraççılar tarafından borçlu sıfatıyla düzenlenip ihraç edilir,
- ii. Finansman bonoları emre veya hamiline yazılı olarak satılabilir.

⁴⁸ KARSLI, Muharrem: A.g.e., SS. 363-364

⁴⁹ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 123

⁵⁰ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., S. 154

Finansman bonolarının vadesi 30-360 gün arasında 30 gün ve katları şeklinde belirlenebilir. İskonto esasına göre (nominal değer altında) satılır, vade sonunda faizle birlikte nominal değer üzerinden geri ödenir.⁵¹

Taşıdıkları teminata göre finansman bonoları 5'e ayrılır:⁵²

- A Tipi: Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları,
- B Tipi: İhraççıya karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonoları,
- C Tipi: Banka garantisi taşıyan finansman bonoları,
- E Tipi: Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları,
- F Tipi: Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadini ihtiva eden finansman bonoları.

Finansman bonoları, (1) no'lu eşitlikle hesaplanan değer üzerinden satılır:⁵³

$$SF = \frac{ND}{(1+r)^{a/b}} \quad (1)$$

Formülde;

SF : Satış fiyatını,

ND : Nominal değeri,

r : İskonto oranını,

a : Vadeye kalan gün sayısını,

b : Vade günü sayısını

ifade eder.

1.1.5.4 Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Varlığa dayalı menkul kıymetler teorik olarak bilançonun aktifinde yer alan gayrimenkul dahil her türlü maddi varlık karşılık gösterilerek çıkarılabilen menkul kıymet türüdür.

⁵¹ KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 350

⁵² BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 124

⁵³ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., S. 153

Ancak, sermaye piyasası mevzuatımız varlığa dayalı menkul kıymetleri bilanço aktifinde yer alan kalemlerden yalnız alacaklar kalemi ile sınırlamıştır.⁵⁴

Varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK) 31.12.1992 tarihli 21301 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: III No:14 “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finansman Ortaklıklarının Genel Kuruluş ve Faaliyetlerine Dair Esaslar Tebliği” ve 27.12.1994 tarih ve 22154 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:III Tebliğ No:17 ile düzenlenmiştir. Buna göre Varlığa Dayalı Menkul Kıymet, ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya temellük⁵⁵ edecekleri alacaklar karşılığında ihraç edebilecekleri kıymetli evraktır.⁵⁶

Tebliğ’deki (Seri III No:17) açıklamalara göre VDMK’lara konu olabilecek alacak türleri şöyledir:⁵⁷

- i. Tüketici kredileri,
- ii. Konut kredileri,
- iii. Finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar,
- iv. İhracat işlemlerinden doğan alacaklar,
- v. Diğer alacaklar.

Sermaye piyasalarında fon toplama işlevini yerine getiren ve profesyonel portföy yönetimi hizmeti sunan en önemli kurumlar, kurumsal yatırımcılardır. Çalışmamızın esasını teşkil eden yatırım fonları sermaye piyasası içinde faaliyet gösteren kurumsal yatırımcılardan biri olduğundan çalışmanın bu bölümünde kurumsal yatırımcılık kavramına da kısaca değinilecektir.

⁵⁴ KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 357

⁵⁵ Burada “temellük” alacağın devralınması, “temlik” ise alacağın devredilmesi olarak düşünülebilir.

⁵⁶ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu: A.g.e., S. 154

⁵⁷ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 125

1.2 KURUMSAL YATIRIMCILIK KAVRAMI

Gelişmekte olan ekonomilerde, büyümeyi kısıtlayan en önemli etkenlerden birisi, tasarruflardan oluşan sermayenin, kalkınma için gerekli yatırımları gerçekleştirmede ihtiyaç duyulan sermayeden az olmasıdır. Bu farktan doğan engelin aşılabılmesinde en köklü çözüm, iç tasarrufların artırılması ve oluşturulan sermayenin sermaye piyasası araçları ile yatırım alanlarına kanalize edilmesidir.⁵⁸

Sermaye piyasaları toplumun tasarruflarını menkul kıymetler ve kurumlar kanalıyla toplayarak ve bunları sonuncul fon kullanıcılarına aktararak fonların optimum dağılımını gerçekleştirmede önemli rol oynar.⁵⁹

Ancak tasarrufların etkin yatırım alanlarına kanalize edilmesi, en az tasarruf hacminin artırılması kadar önemlidir. Etkin yatırım alanlarının belirlenmesi ve fonların bu alanlara aktarılması ise alternatif yatırım alanlarına yönelik bilgilerin toplanmasını ve işlenmesini gerektirmektedir. Söz konusu fonksiyonların yerine getirilmesi ise profesyonel kadrolar tarafından yönetilen kurumsal yatırımcıların varlığına bağlıdır. Kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre daha büyük tutarlarda fon toplayıp yatırıma kanalize edebilme imkanları, yatırım alanlarının seçiminde gerekli olan bilgileri daha kolay edinebilmelerine, topladıkları bilgileri de uzman personel ve teknik donanım sayesinde daha etkin şekilde değerlendirebilmelerine olanak tanımaktadır.⁶⁰

Bu nitelikleri gereği kurumsal yatırımcıları, ellerinde bulundurdıkları büyük miktardaki fonlar ve bu fonları yöneten uzman kadrolar ile sermaye piyasasında kaynakların etkin dağılımını ve piyasanın gelişmesini etkileyebilecek, piyasadaki dalgalanmaları yumuşatabilecek güce sahip finansal kuruluşlar olarak tanımlamak mümkündür.⁶¹

⁵⁸ ÜNAL, Targan: **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, IMKB Yayınları No:7, İstanbul, Temmuz 1995, S. 1

⁵⁹ SOYDEMİR, Selim ve ALTUN, Oğuz: "Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasası".Sermaye Piyasası Kurulu, Yayınlanmamış Araştırma Raporu, Ankara. 1991. S. 2

⁶⁰ ÜNAL, Targan: A.g.e. S. 2

⁶¹ ÜNAL, Targan: A.g.e., SS. 1-2

1.2.1 KURUMSAL YATIRIMCILAR

Kurumsal yatırımcıları genel olarak; Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Yatırım Şirketleri, Özel Emeklilik Fonları, Sigorta Şirketleri, Özel Hükümet Fonları, Sosyal Katılım Fonları, Yatırım Kulüpleri şeklinde sınıflandırabiliriz.

Bu bölümde Türkiye'de de uygulama alanı olan Kollektif Yatırım Kuruluşları, Sigorta Şirketleri, Sosyal Güvenlik Kuruluşlarına değinilecek ve Yatırım Kulüpleri hakkında da kısaca bilgi verilecektir.

1.2.1.1 Kollektif Yatırım Kuruluşları

Portföy oluşturmak ve yönetmek bir uzmanlık işi olduğundan, küçük tasarruf sahipleri portföy oluşturmak ve oluşturdukları portföyleri yönetmekte zorluklarla karşılaşır. Bu zorluklar daha çok risk ve getiri ilişkisinin tayinini gibi uzmanlık gerektiren konular yüzünden veya küçük kapitale portföyü çeşitlendirememesi gibi imkansızlıklardan dolayı ortaya çıkar. Ve küçük tasarruf sahipleri bu aşamada profesyonel bir yardıma ihtiyaç duyarlar. Bu noktadan hareketle, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde kollektif yatırım kuruluşları ortaya çıkmıştır. Kollektif yatırım kuruluşlarının esası, uzmanlar eliyle oluşturulacak ve uzmanlar eliyle yönetilecek bir büyük portföye küçük kapital sahipleri ortak edilerek, hem onları uzmanlık hizmetlerinden yararlandırmak, hem de herkes için aynı bir tip portföyü defalarca tekrarlamamanın anlamsızlığını bertaraf etmek; bu arada portföyden azami randıman sağlamak, portföyün riskini asgariye indirmek, dolayısıyla çok sayıda küçük kapital sahibine karla risk arasında optimal denge sağlamak, portföyün kupon tahsili, saklama, rüçhan hakkı kullanma gibi hizmetleri tek elden yapmak şeklinde özetlenebilir.⁶²

Yukarıda belirtilen düşünce ve sebeplerden ötürü iki tip kollektif yatırım kuruluşu ortaya çıkmıştır: Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları.

⁶² KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 129

1.2.1.1.1 Yatırım Fonları

Yatırım fonları emanet (trust) müessesinden yararlanmak suretiyle kurulan ve çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir portföyü yeddi-emîn (güvenilir kişi) sıfatıyla işleten kuruluşlardır. Yatırım fonlarının tüzel kişiliği olmayıp inançlı mülkiyet esasına göre kurulmaktadır. İnançlı mülkiyet esasında katılma belgesi sahipleri, katılma belgesi satın alarak tasarruflarını inandıkları fon kurucularının yönetimine devrederler. Kurucu, fon içtüzüğü olarak isimlendirilen bu sözleşme çerçevesinde fonu işletmekle yükümlüdür.⁶³

Dünyada ve Türkiye’de yatırım fonları konusunda çalışmanın diğer bölümlerinde detaylı bilgi verileceğinden bu bölümde kolektif yatırım kuruluşlarından yatırım ortaklıkları konusu incelenecektir.

1.2.1.1.2 Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları, genel olarak sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır.⁶⁴

Çalışmanın bu kısmında Türkiye’de Yatırım Ortaklıkları’nın kapsamı, gelişimi, kuruluş şekilleri, yönetim ilkeleri ve yatırım fonlarından ayrılan yönleri üzerinde kısaca durulacaktır.

1.2.1.1.2.1 Tanım ve Gelişimi

Yatırım ortaklıklarının kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, hisse senetlerini halka arzetmelerine ilişkin esaslar, 31.7.1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:VI No: 4 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir.

27.11.1994 tarih ve 22124 sayılı Resmi Gazete’de “Seri: VI No: 4 Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” Seri:VI, No: 5 yayımlanmıştır.

⁶³ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 103, Ankara, Nurol Matbaacılık, Ekim, 1997, S. 11

⁶⁴ ÇANAKÇI, Ekrem: Yatırım Ortaklıkları 1996, SPK Yayın No: 100, Ankara, Pelin Ofset, Eylül 1997, S. 1

19.2.1996 tarih ve 22559 sayılı Resmi Gazete’de “Seri: VI No:4 Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” Seri:VI, No: 6 yayımlanmıştır.

Son olarak 14.6.1996 tarih ve 22666 sayılı Resmi Gazete’de Seri VI No: 9 “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” yayımlanmıştır.⁶⁵

Türk sermaye piyasasında “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”ne göre yatırım ortaklığının tanımı şöyle yapılmaktadır:

“Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan kayıtlı sermaye esasına tabi anonim ortaklıklardır.”⁶⁶

Yatırım ortaklıkları, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun ilk metninde yer almış olmasına rağmen, Kanun’un yürürlüğe girdiği tarihten 1991 yılına kadarki 10 yıllık süre içerisinde uygulaması olmamıştır.

1991 yılında ilk olarak Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin kurulmasıyla bu kurumlar hayata geçmiştir. Daha sonra 1992 ve 1993 yılında birer yatırım ortaklığı faaliyete geçmiştir. 1994 ve 1995 yıllarında ise yatırım ortaklıklarının kuruluşunda hızlı bir artış yaşanmıştır.

Yatırım ortaklıklarının başlıca işlevleri şunlardır:⁶⁷

- i. Ortaklık portföyünü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak,

⁶⁵ Çalışmanın ilerleyen kısımlarında 31.7.1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:VI, No: 4 sayılı Tebliğ, Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği olarak anılacaktır.

⁶⁶ Sermaye Piyasası Kurulu: “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”, 31.7.1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: VI, No:4 sayılı Tebliğ, Madde: 3

⁶⁷ Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri No:VI, No:4, Madde: 4

- ii. Portföy çeşitlendirmesiyle yatırım riskini, faaliyet alanlarına ve ortakların durumlarına göre en aza indirecek bir biçimde dağıtmak,
- iii. Menkul kıymetlere; mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimi ile ilgili olarak gerekli önlemleri almak,
- iv. Portföyün değerini korumaya ve arttırmaya yönelik araştırmalar yapmak.

Yatırım ortaklıklarının “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”nde belirtilmeyen bir başka önemli işlevide küçük tasarrufları orta ve uzun vadeli yatırımlara yönlendirmektir.⁶⁸

Yatırım ortaklıklarının küçük yatırımcılara sundukları başlıca hizmetler ise şunlardır:⁶⁹

- i. Küçük yatırımcıları riske karşı korumak,
- ii. Menkul kıymet seçimini bilimsel bir biçimde yapmak,
- iii. Portföyün devamlı değişimi ile kısa vadeli işlemlerden yararlanmak,
- iv. Yatırımcılara bir kıymet artışı sağlamak.

1.2.1.1.2.2 Yatırım Ortaklıkları Türleri

Genel olarak sermaye yapısının şekline göre iki tür yatırım ortaklığı vardır:

- i. Sabit sermayeli veya kapalı sonlu(close end) yatırım ortaklıkları,
- ii. Değişken sermayeli veya açık sonlu (open end) yatırım ortaklıkları.

Sabit sermayeli yatırım ortaklıklarında adından da anlaşıldığı üzere sermaye sabittir. Sermayenin arttırılması veya azaltılması anonim ortaklıklara ait yasal hükümlere göre yapılır.

Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında sermaye sabit olmadığından bu tip ortaklıklar kayıtlı sermaye esasına göre kurulur. Sermayenin değişir olmasından dolayı kayıtlı sermayelerini yüksek tutarlar. (Kayıtlı sermaye, anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanunu'nun

⁶⁸ ÜNAL, Targan: *Gelişen ...*, A.g.e., S. 98

⁶⁹ APAK, Sudi: A.g.e., S. 55

sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, ticaret siciline tescil edilmiş sermayeleridir.) Bu iki tip yatırım ortaklıklarında genelde tercih edilen değişken sermayeli yatırım ortaklıklarıdır.⁷⁰

Türkiye’de yatırım ortaklıkları, “Yatırım Ortaklıkları İlişkin Esaslar Tebliği”ne göre hisse senetlerine yapacakları yatırım oranları açısından iki şekilde kurulabilmektedir.

- i. A Tipi yatırım ortaklıkları,
- ii. A Tipi olmayan yatırım ortaklıkları.

“Esas sözleşmelerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla, portföy değerinin en az %25’ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış Kamu İktisadi Teşekkülleri dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıkları A tipi ortaklık olarak adlandırılır.”⁷¹

Yukarıdaki asgari sınırın altında hisse senedi yatırımında bulunan yatırım ortaklıkları ise A tipi olmayan yatırım ortaklıklarıdır.

1.2.1.1.2.3 Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Esasları

Yatırım ortaklarının kuruluşu Seri:VI No:4 “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” çerçevesinde iki şekilde düzenlenmiştir:

- i. Tedrici Usulde Kuruluş,
- ii. Ani Usulde Kuruluş.

Tedrici kuruluşta, öngörülen başlangıç sermayesinin %10’u ödenmek suretiyle kuruluş süreci başlatılmakta, kuruluş işlemlerinin sonuçlandırılmasını takiben kalan bölümler halka arz edilmektedir. Tedrici kuruluş türü, kuruluş aşamasında sermayenin tümünü karşılamaya gücü yetmeyen, bu boyutta fon tahsisini düşünmeyen girişimciler için uygundur.

⁷⁰ APAK, Sudi: A.g.e., S.55

⁷¹ Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri No:VI, No:4, Madde: 4

Ani kuruluştaki ise kurucuların, başlangıç sermayesinin tümünü taahhüt etmeleri ve pay bedellerini tam olarak, nakden bir bankada bloke etmeleri zorunludur. Kuruluş işlemleri bu koşulun yerine getirilmesinden sonra gerekli belgelerle birlikte, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na başvurulmasıyla başlatılır. Her iki türde de gerekli sermaye şartlarının yerine getirilip kuruluş izninin alınmasından sonra yatırım ortaklığı tüzel kişiliği tescil ve ilan işlemleri tamamlanır.⁷²

1.2.1.1.2.4 Yönetim İlkeleri

Yatırım ortaklıkları portföylerini, riskin dağıtılması ilkesine uygun olarak oluşturmak zorundadır. Yatırım ortaklıklarının portföyleri, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve Seri:VI No:4 sayılı “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”nin 18’inci maddesi (j) bendi⁷³ hükmü saklı kalmak kaydıyla; her bir varlık türü esas alınarak oluşturabileceği gibi varlık türleri itibariyle karma da olabilir.⁷⁴ Yatırım ortaklıklarının faaliyet konusu portföy işletmeciliği ile sınırlı olduğundan, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı taşıyamazlar.⁷⁵

Yatırım ortaklıklarının Seri:VI No:4 “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”nde belirtilen yönetim ilkeleri ve getirilen sınırlamalar şunlardır:⁷⁶

- i. Ödünç para verme işiyle uğraşamazlar,
- ii. Bankalar Kanunu’nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamaz ve mevduat toplama sonucu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar,
- iii. Ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamazlar,
- iv. Aracılık faaliyetlerinde bulunamazlar,

⁷² TEVFİK, Gürman: *Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama*, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Genel Yayın No: 342, Ekonomi Dizisi: 28, Birinci Baskı, Tisamat Basım Sanayii, Ankara, 1995, S. 46

⁷³ Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VI, No:4, Madde 18, (j) bendi şöyledir: Çıkarılmış sermaye ve yedek akçeleri toplamının %10’undan fazlasını altın ve diğer kıymetli madenlere yatıramazlar.

⁷⁴ Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VI, No:4, Madde 3

⁷⁵ ÇANAKÇI, Ekrem: A.g.e., S. 5

⁷⁶ Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VI, No:4, Madde 17-18-19

- v. Hiçbir ortaklıkta sermayenin yada tüm oy hakkının %9'undan fazlasına sahip olamazlar,
- vi. Portföy değerlerinin %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetine yatıramazlar,⁷⁷
- vii. Kurucu intifa senedi, oydan yoksun hisse senedi, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde imtiyaz tanıyan hisse senetleri dışında imtiyaz veren hisse senedi ve 360 gün ve daha uzun vadeli borçlanma senedi ihraç edemezler,
- viii. Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır ve taşınmaz mal edinemezler. Bu miktar ve değer, sermaye ve yedek akçelerin %10'u ve aktif toplamının %5'inden fazla olamaz,
- ix. Borsada ve borsa dışında teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören kıymetlerin portföye alımlarının ve satımlarının borsa veya bu piyasalar kanalıyla yapılması zorunludur.

Yatırım ortaklıkları, borsaya kote edilmesi şartıyla borsa dışında halka arz ile satılan menkul kıymetleri borsa dışında portföyelerine alabilirler. Ancak:

- yatırım ortaklığının danışmanlık hizmeti aldığı kuruluşların,
- yatırım ortaklığının yönetim kurulunun seçiminde imtiyaz sahibi olan aracı kuruluşların,
- yatırım ortaklığının yönetim kurulu seçiminde imtiyaz sahibinin aracı kuruluş olmaması durumunda; imtiyaz sahibinin, sermayesinin %10'undan fazlasına sahip bulunduğu aracı kuruluşların,
- yönetim kurulu seçiminde imtiyaz bulunmayan yatırım ortaklıklarında yatırım ortaklığının sermayesinin %10'undan fazlasına sahip ortakların ayrı ayrı yada birlikte sermayesinin %10'undan fazlasına sahip oldukları aracı kuruluşların,
- halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlere ihraç miktarının azami %10'u ve ortaklık portföyünün azami %5'i oranında yatırım yapabilirler.⁷⁸
- x. Rayiç bedelin üstünde varlık satın alamaz veya rayiç bedelin altında varlık satamazlar,

⁷⁷ Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VI, No:6 ile değişik (b) bendi

⁷⁸ Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VI, No:6 ile değişik (e) bendi

- xi. Portföydeki varlıkları esas itibarıyla rehin veremez ve teminat olarak gösteremez. Ancak kredi temini için portföyünün %5'ini teminat olarak gösterebilir ve Kurul düzenlemeleri çerçevesinde ödünç menkul kıymet verebilir,
- xii. Risk sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç Türk ve yabancı yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ile yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapamazlar,
- xiii. Yatırım ortaklıklarının portföylerine yabancı kıymet alabilmesi için, bunların türlerini, özelliklerini ve hangi borsa veya borsa dışı organize piyasalardan alacaklarını, esas sözleşmelerinde belirtmiş olmaları şarttır,
- xiv. Çıkarılmış sermaye ve yedek akçeleri toplamının %10'undan fazlasını altın ve diğer kıymetli madenlere yatıramazlar,
- xv. Yatırım ortaklıkları kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılamak için, kredi kuruluşlarında çıkarılmış sermayesi ile yedek akçeleri toplamının %20'sine kadar kredi alabilir veya aynı sınırlar içinde kalmak ve sermaye piyasası mevzuatına uymak kaydıyla 360 gün ve daha kısa süreli borçlanma senedi ihraç edebilir.

Bu sınırlamalarda hedefler, yatırım ortaklıklarının holdingleşmesini ve başka şirketleri yönetim amacıyla ele geçirmelerini, portföy işletmeciliği dışında başka faaliyetlerle uğraşmalarını önlemeye yöneliktir, yatırım ortaklıklarında toplanan fonun doğrudan kendisi tarafından yatırımlara kanalize edilmesi ve risk dağılımı hedef alınmıştır.⁷⁹

1.2.1.1.2.5 Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması

Amaç ve fonsiyon açısından birbirine benzeyen yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının ortak yönleri bulunduğu gibi temel farklılıkları da bulunmaktadır. Yatırım fonları ile ilgili tüm özellikler Dünya'da ve Türkiye'de yatırım fonlarının incelenmesi esnasında detaylı olarak incelenecektir. Ancak yatırım ortaklıkları konusuna kollektif yatırım kuruluşlarından bahsedilirken değinildiğinden, yatırım ortaklıkları ile yatırım fonlarının

⁷⁹ TARGAN, Ünal: *Gelişen ...*, A.g.e., S. 99

temel farklılıkları bu bölümde verilmiştir. Bu farklılıkları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:⁸⁰

- i. Yatırım fonları bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketleri tarafından kurulabilir iken müflis olmayan ve yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüğü bulunmayan gerçek ve tüzel kişiler yatırım ortaklıklarında kurucu olabileceklerdir.
- ii. Yatırım ortaklıkları kayıtlı sermayeli olarak anonim şirket şeklinde kurulabildikleri halde, yatırım fonları ileriki bölümlerde belirtilecek olan inançlı mülkiyet esasına göre bir sözleşmeye dayalı olarak kurulur ve bir mal varlığından ibarettir. Yatırım ortaklıklarının diğer anonim ortaklıklardan farkı, sadece işletme konusudur.
- iii. Yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur. Fonun kurucusu fonu temsil ve idare eder. Yatırım ortaklıkları anonim şirket şeklinde kuruldukları için tüzel kişilikleri vardır. Şirket'in temsil ve idaresi yönetim kuruluna aittir.
- iv. Yatırım fonlarının sermayesi yoktur. Fonun mal varlığı sermaye yerine geçer. Yatırım ortaklıklarının ise belirli bir sermayeleri vardır.
- v. Yatırım ortaklıkları sermayelerini temsilen hisse senedi ihraç ederler. Bunlar nama veya hamiline yazılı olabilir ve itibari değeri mevcuttur. Yatırım fonları ise mal varlığını temsil etmek üzere katılma belgesi ihraç ederler. Bunların itibari değerleri söz konusu olmayıp, ihraç ve geri satınalma değeri vardır.
- vi. Yatırım ortaklıklarında katılan pay sahipleri ortak olmanın verdiği tüm haklara sahiptirler(oy vermek, kar payı almak, bilgi almak v.b.). Yatırım fonlarına katılan tasarruf sahipleri ise oy vermek, yönetime katılmak gibi haklara sahip değildirler.
- vii. Yatırım ortaklığı hisse senetleri belli kurullarla menkul kıymetler borsasında işlem görürken yatırım fonu katılma belgeleri kurucu tarafından her iş günü o günkü değeri üzerinden geri alınırlar.

⁸⁰ ERTAŞ, Vahdettin: Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları, SPK İktidadi Araştırma Vakfı Yayını, Yayınevi belirtilmemiş, İstanbul, 1993, S. 69

viii. Yatırım fonlarında oluşan kar, katılma belgelerinin günlük fiyatına yansıtılırken, yatırım ortaklıklarında oluşan kar, dönemsel olarak dağılır.

1.2.1.2 Sigorta Şirketleri

Sigorta şirketleri belli bir olayın olması halinde ödeme yapan finansal araçlardır.

Sigorta şirketlerinin gerçekleşen risklerden doğan zararları karşılama temel işlevi yanında, sosyo ekonomik çöküntüleri dağıtan ve önleyen, yatırıma aktarılan fonları ile ekonomiye kaynak yaratan ve gelir düzeyini düzelteren yanları da bulunmaktadır.⁸¹

Ekonomik kalkınmanın kıt kaynaklarla gerçekleştirilmesinde karşılaşılan temel sorunlardan birisi, yatırımların finansmanı için gereken fonların temin edilmesidir. Gerek ekonominin finansman ihtiyacının karşılanmasında toplanabilir kaynakların en yüksek ölçüde ve en düşük aktarma maliyetleriyle kullanılabilir fonlara dönüştürülmesi, gerekse mali kaynakların ekonomide en verimli alanlara kanalize edilebilmesi, ekonomik gelişmeyi teşvik etmekte, hız kazandırmaktadır.

Bir ekonomide kaynakların kullanılabilir fonlara dönüşmesi ve verimli yatırım alanlarına kanalize edilmesi mali piyasaların sağlıklı bir yapıda çalışıp çalışmadığı ile doğrudan alakalıdır. Bu piyasaların gelişmemiş olması ekonomik kalkınmayı güçleştiren bir olgudur.

Sigorta sektörü, ülkede yatırılabilir fonların biriktirilmesinde ve bu fonların verimli alanlara yönltilmesinde bir çok ülkede önemli görevler üstlenen sektörlerden birisidir.⁸²

Gelişmiş ekonomilerde, sigortacılığa olan talep elastikiyetinin yüksek olması ve önemli ölçüde fonun bu sektöre kayması, dikkatleri sektör üzerine çekmiş, sigorta şirketleri ülke ekonomilerinde çok geniş uygulama alanları bularak, ekonomide etkin roller oynayan finansal kurumlar haline gelmişlerdir. Sigorta kesimi gönüllü tasarruflar yardımıyla fon yaratır. Fon yaratma konusunda ileri sürülen ekonomik görüşe göre sigorta primlerinin

⁸¹ KARAN, Mehmet Baha, "Portföy Yatırım Stratejileri ve Yatırım Performansının Değerlendirilmesi", Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu, Yayınlanmamış Seminer Notu, 17-19 Şubat 1997, S. 13

⁸² ÜNAL, Targan: Sigorta Sektörünün Ekonomik İşlevi ve Fon Yaratma Kapasitesi, İstanbul Ticaret Odası Yayını, No: 1994-04. 1994, S.43

makro ekonomik açıdan gerçek bir fon niteliği taşıyabilmesi için bireylerin primlerinin mevcut tasarruflardan değil tüketimlerinden ayrılması gerekliliğidir. Ayrıca fonun bir plasman niteliğinde değil, bir yatırım niteliğinde olması, yatırımlara kanalize edilmesi şarttır.⁸³

Gelişmiş ülkelerde mali piyasalara fon aktaran en önemli kurumsal yatırımcılardan birisi olan sigorta sektörünün yarattığı başlıca kaynakları dört ana grupta toplamak mümkündür:⁸⁴

- i. Kaynağı Girişimci Olan Fonlar: Ödenmiş sermaye,
- ii. Kaynağı Hukuktan Doğan Fonlar: Kanuni yedek akçeler, teknik ihtiyatlar, amortismanlar,
- iii. Kaynağı Ekonomik Tercihlerden Doğan Fonlar: Serbest karşılıklar, diğer karşılıklar, yeniden değerlendirme fonu,
- iv. İşletme Faaliyetinden Doğan Fonlar: Kar.

Sigorta şirketlerini işlevleri ve yatırım politikaları açısından genel olarak iki ana grupta toplamak mümkündür:

- i. Hayat sigortası,
- ii. Kaza ve mal sigortası.

Tüm dünyada hayat sigortası kurumları daha çok sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapmaktadır. Özel şirket tahvillerinin en önemli müşterileridir. Hayat sigortası şirketlerinin ödeme zamanları diğer sigorta türlerine göre daha belirli olduğu için, bunlar uzun vadeli menkul kıymetleri tercih ederler. Kaza ve mal sigortası şirketleri ise batı ülkelerinde şirket tahvilleri ve hisse senetleri ağırlıklı yatırım yapmaktadır.⁸⁵

Sigortacılık dünya reel gelirinin ortalama %80'i hayat sigortalarına aittir. Doğrudan sermaye yatırımlarını analiz eden çalışmalarda hayat sigorta yatırımları ile ilgili olarak 5

⁸³ ÜNAL, Targan: *Gelişen...*, A.g.e., S. 103

⁸⁴ ÜNAL, Targan: *Gelişen...*, A.g.e., S.43

⁸⁵ KARAN, Mehmet Baha, a.g.e., S. 13

(beş) yatırım kategorisi belirlenmiştir. Bunlar sabit getirili menkul kıymetler, hisse senetleri, gayrimenkuller, ipotek karşılığı kredilendirme ve diğer yatırımlardır.⁸⁶

1.2.1.2.1 Türk Sigortacılık Sektörü

Ülkemizde sigorta şirketleri, 7397 sayılı sigorta Murakebe Kanunu ve ilgili yönetmelikler çerçevesinde yatırımlarını yönlendirmektedir. Bu mevzuata göre sigorta şirketleri özetle menkul değerlere yönelik şu yatırımlarda bulunabilirler:

- i. Devlet tahvili ve hazine bonusu,
- ii. Sermayesinin en az %51'i devlete ait şirketlerin hisse senetleri, bu şirketlerce ihraç olunan tahvil ve benzeri menkul kıymetler ve T.C. garantisi ile ihraç edilen diğer menkul kıymetler,
- iii. Borsada işlem gören hisse senetleri ve tahviller,
- iv. Yatırım fonu katılma belgeleri.

Ancak bir şirkete ait menkul kıymetlerin toplam tutarı, kendi özkaynaklarının %10'unu, bir sermaye grubuna ait menkul kıymetlerin toplam tutarı, kendi özkaynaklarının %20'sini geçemez. Bunlara ilaveten, sigorta şirketlerinin genel teminatında hisse senetlerinin genel payı %30'dan fazla olamamaktadır.⁸⁷

Tüm dünyada olduğu gibi sigorta şirketleri Türkiye'de de finansal kurumlar olarak yer alırlar. Ancak özellikle enflasyonun yüksek olduğu bir ortamda, gelecekte ödenecek sabit bir paranın yatırımcıların gözündeki cazibesinin azalması, sigorta kurumlarının yeterince önem kazanmasını engellemektedir.⁸⁸

Sigorta şirketleri, menkul değer portföylerine yatırım fonu katılma belgesi alabildikleri gibi kendi yatırım fonlarını da kurabilirler. Türkiye'de de sigorta şirketlerinin kurmuş oldukları A ve B Tipi yatırım fonları sermaye piyasasında işlem görmektedir. Bu yatırım fonları 25/06/1998 itibarıyla;

⁸⁶ Sigma: "Direct insurers' Capital Investment", Swiss Reinsurance Company, Sayı:5, N0:91, S. 2

⁸⁷ KARAN. Mehmet Baha, a.g.e., S. 14

⁸⁸ BOLAK. Mehmet: A.g.e., S. 43

- CU (Commercial Union) Sigorta A Tipi Değişken Fon,
- Şark Sigorta A Tipi Özel Fon,
- Halk Sigorta A Tipi Özel Fon,
- EGS Sigorta A Tipi Değişken Fon ve
- İsviçre Sigorta B Tipi Tahvil ve Bono Fonudur.

Sigorta şirketlerinin kurduğu yatırım fonları, asli görevi fon toplama gibi görünen sigorta şirketlerinin de fon yönetimine girdiğinin bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Fon toplama işlevinin yanında topladığı fonları diğer yatırım fonlarının katılma belgelerine değilde kendi yatırım fonunun katılma belgelerine yatıran bir sigorta şirketi, kendi yatırım fonunu diğer tüm yatırımcılara açtığı için elindeki fonları arttırarak sermaye piyasasında değerlendirme imkanına sahip olur. Ayrıca katılma belgesi satın alınarak diğer yatırım fonlarına iştirak edilmesi suretiyle ortaya çıkan zaman israfını ve komisyon gibi maddi kayıpları da bertaraf etmiş olur.

Genel ekonomi açısından düşündüğümüzde ise, sigorta şirketlerinin ellerinde bulunan yüksek meblağlardaki fonları yatırım fonları sayesinde aktif olarak sermaye piyasasında değerlendirmeleri, sermaye piyasasına bir hareket ve canlılık kazandırır. Ayrıca sigorta şirketlerinin kendi kurdukları yatırım fonları sayesinde oluşturdukları profesyonel fon yönetim birimleri, profesyonel fon yöneticilerinin yetişmesinde de önemli roller oynayacaktır.

Türkiye'de özel sigorta kesimi, 1994 yılı sonunda 35.6 trilyon liralık fon birikimi sağlamıştır. Bu fonlar içinde kaynağı hukuktan doğan fonların payı (Kanuni yedek akçe, teknik ihtiyatlar ve amortismanlar) %69.27'dir. Bunu %12.11'lik payı ile kaynağı girişimci olan fonlar; şirketlerin ödenmiş sermayeleri oluşturmaktadır. Sigorta şirketlerinin 1994 yılı sonunda elde ettikleri 31.767,5 milyar liralık primlerin kullanılabilir miktarı da ayrıca ek fon yaratacaktır.⁸⁹

Türkiye'de özel sigorta kesiminin 1985-1994 yılları arasında oluşturduğu yıllık fon birikimi ve artış oranı Tablo – I'de verilmiştir:

⁸⁹ ÜNAL, Targan: Gelişen ..., A.g.e., S. 118

TABLO -I : Türkiye’de Özel Sigorta Kesiminin Oluşturduğu Fon Birikimi

Yıllar	(Milyar TL)	Artış Oranı (%)
1985	96	-
1986	157	63
1987	323	105
1988	599	85
1989	1.136	89
1990	2.258	98
1991	4.211	86
1992	7.979	89
1993	16.911	112
1994	35.633	107

Kaynak: Ünal, Targan: **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, İMKB Araştırma Yayınları, No: 7, İstanbul, Savaş Matbaacılık, Temmuz 1995, S.119

1.2.1.3 Sosyal Güvenlik Kuruluşları

Mali piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde, sosyal güvenlik örgütleri, sermaye piyasasının önemli kurumlarından. Bu kurumlar önemli boyutlarda hisse senedi ve kısmen de devlet ve şirket tahvili satın alarak üyelerinin paralarını verimli şekilde değerlendirmeye çalışırlar. Bu kurumların mali imkanları üyelerinden topladıkları primlerdir.⁹⁰

Hem bir düşünceyi, hem de bu düşünceye işlerlik kazandıran kurumsal yapıyı ifade eden sosyal güvenlik kavramı, toplumun tüm bireylerinin olası sosyal risklerin, iktisadi sonuçlarına karşı korunması amacıyla gerekli tedbirlerin alınması anlamını taşımaktadır.⁹¹

Türkiye’de sosyal güvenlik alanında ilk kapsamlı sistem, kamu kesimi çalışanları için 17.4.1949 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan 5434 sayılı Kanun’la kurulan T.C. Emekli Sandığı ile getirilmiştir. Sistem, bir işverene bağlı olarak çalışanları kapsayan ve 17.7.1967 tarih ve 506 sayılı Kanun’la kurulan Sosyal Sigortalar Kurumu ile genişletilmiş; esnaf ve sanatkarlar ile diğer bağımsız çalışanların sosyal güvenliğinin sağlanması

⁹⁰ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 42

⁹¹ ÜNAL, Targan: **Gelişen ...**, A.g.e., S. 132

amacıyla 2.9.1971 tarihinde kabul edilen 1479 sayılı Kanun'la Bağkur'un kurulmasıyla son şeklini almıştır.⁹²

Sosyal güvenlik kuruluşlarının primler yoluyla elde ettikleri fonu değerlendirmelerinde iki farklı yöntem bulunmaktadır:

1- Kapitalizasyon yöntemi,

2- Dağıtım yöntemi.

Fon biriktirme yöntemi olarak da bilinen kapitalizasyon yöntemi, ileride yapılacak ödemeler için ödenen primlerin bir fonda toplanarak bu fonun değerlendirilmesi esasına dayanmaktadır. Tanım gereği, sistemin yükümlülükleri biriken fonlara eşit olacağı için herhangi bir sübvansiyona gerek kalmayacaktır. Ayrıca fon birikimi ve bu birikimlerin en azından çalışan tarafından ödenen kısmı harcanabilir gelirden sağlanabileceği için tasarrufları artırıcı bir fonksiyonu da yerine getirmektedir. Biriken fonların menkul kıymetler aracılığı ile değerlendirilmesi, kaynakların daha etkin dağılımını sağlayacaktır.⁹³

İkinci finansman yöntemi olan "Dağıtım Esası"na göre, herhangi bir fon yaratılması olanaksızdır. Çünkü bu sistemde nesiller arası dayanışma esastır. Çalışan nesiller, ödedikleri primler ile emeklileri finanse ederler. Dağıtım sisteminin bu özelliği, onun fon yaratmamasının temel nedenidir. Sistem topladığı fonlarla bugünkü emeklilerin tüketimlerini finanse ettiği için yatırımlara yöneltebileceği fonların birikmemesi doğaldır.⁹⁴

Söz konusu sosyal güvenlik kurumlarının gerek enflasyon gerekse diğer bazı dış ekonomik faktörler yüzünden zamanla topladığı fonları etkin yönetememesi ve bu fonların erimesi günümüzde karşılaşılan en büyük sorunlardan olup, bu sorunda fonların minumum risk ve maksimum likidite prensibiyle yönetilme zorunluluğunun da büyük payı bulunmaktadır. Bahsedilen sorunları aşma zorunluluğu günümüzde özel emeklilik fonları ve hayat sigortalarını daha çekici hale getirmiştir.

⁹² SOYDEMİR, Selim ; ALTUN, Oğuz: A.g.e., S:11

⁹³ ÜNAL, Targan: **Gelişen ...** A.g.e., S. 134

⁹⁴ SOYDEMİR, Selim ; ALTUN Oğuz: A.g.e., S. 13

1.2.1.4 Yatırım Kulüpleri

Yatırım kulüpleri, birlikten kuvvet doğar ilkesine göre kurulan ve çok az kişinin, küçük tasarruflarını bir araya getirerek, belli bir süre borsada menkul kıymet yatırımında bulunmak üzere meydana getirdikleri yatırım gruplarıdır. Yatırım kulübü üyeleri, birbirlerini çok iyi tanıyan 10-15 kişiden oluşur. Üyeler tek tek yapamayacakları yatırımları biraraya gelerek yapabilirler. Kuruluşları sözleşmeyle yapılır.⁹⁵

Yatırım kulüplerinin faaliyetleri şu prensiplere dayanmaktadır:⁹⁶

- Piyasanın eğilimi ne olursa olsun, her ay düzenli olarak yatırım yapmak,
- Temettüleri ve diğer şekillerdeki kazançları tekrar yatırmak,
- Sadece, iş hacmi ve karlılık açısından %15'in üzerinde gelişme gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmak.

Yatırım kulüplerinin faydaları da aşağıdaki başlıklar altında toplanabilir:⁹⁷

- i. Masraflar azalır. Yatırım kulüpleri kişilerin tek tek yapamayacakları yatırımları yapma olanağı sağlar. Böylece kişinin menkul kıymet yatırım yapma masrafları azaltılabilir. Öte yandan, kulüp üyeleri bir büroda, atölyede, lokalde toplanarak sabit masraflarını azaltabilirler. Hukuki açıdan kulüplerin tüzel kişiliği olmadığından vergiye muhatap değildirler.
- ii. Risk azalır. Kulüp üyeleri menkul kıymet portföyü oluşturarak riski azaltabilirler. Öte yandan artan fonlarla portföyün rahat bir şekilde oluşumu sağlanabilir.
- iii. Karşılıklı eğitim sözkonusu olur. Yatırım kulüplerinin yararlarından biri de borsa okulu gibi işlev yapmalarıdır. Başka bir deyişle, üyeler, yaptıkları toplantılar aracılığıyla ülke ekonomisini, işletmeleri, borsa sistemini ve borsada yatırım tekniklerini öğrenme fırsatı bulurlar.

⁹⁵ CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Bursa, Ekin Kitapevi Yayınları, 1995, S. 256

⁹⁶ KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 160

⁹⁷ CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 257

iv. Kuruluş ve işleyiş kolaydır. Yatırım kulüplerinin kuruluşlarının bir sözleşmeyle yapılması, kuruluş masraf ve formalitelerini minimuma indirmektedir. Kuruluş sözleşmeleri farklı kulüplerden kolayca elde edinilebileceği gibi, üyeler sözleşmede bazı değişiklikler de yapabilirler. Üzerinde anlaşmaya varılan sözleşme, kulübün işleyişini de kolaylaştırır.



İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA YATIRIM FONLARI

2.1 DÜNYADA YATIRIM FONLARI

1920'li yıllardan günümüze finans dünyasındaki önemini her geçen gün arttırarak büyüyen yatırım fonları, kurumsal yatırımcılar arasında en çok rağbet gören yatırım araçlarından biridir.

1990'lı yılların başında Amerika Birleşik Devletlerinde günlük alım hacmi 1 milyar doları aşan yatırım fonlarında biriken fon hacmi ile bankaların topladıkları mevduatlar arasındaki farkın ise her geçen gün biraz daha kapandığı gözlemlenebilmektedir.⁹⁸

Bu bölümde dünyada yatırım fonları incelenecek, genel olarak yatırım fonlarının çeşit ve özellikleri üzerinde durulacaktır.

2.1.1 TANIM VE AMAÇLAR

Bir grup finansal analist tarafından OECD için hazırlanan Finansal Terminoloji Veritabanı'nda yatırım fonu, "yatırımcıların fonlarını, çeşitlendirilmiş menkul kıymetler portföyüne yatırım yapmak için biraraya getirerek oluşturulan finansal bir yapı" olarak tanımlanmıştır.⁹⁹

Yatırım fonu, kolektif yatırım kuruluşlarının güvenilir kişi eliyle yönetim modelini oluşturur. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere yatırım fonunun en önemli özelliği, muhafaza ve yönetimin bir güvenilir kişiye tevdi edilmesi ve bu kişi tarafından kendi mal varlığı ile karıştırılmaksızın yönetilmesidir.¹⁰⁰

Yatırım fonlarını temelini oluşturan en önemli öge yatırımcıdır. Yatırımcıların ise yatırım kararı alırken gözönüne aldıkları dört unsur vardır: Yatırımın getirisi, riski, vadesi ve likidite. Yatırım fonları bu unsurlardan hareketle, değişik yatırım alternatiflerini

⁹⁸ ÜNAL, Targan: *Gelişen ...*, A.g.e., S. 48

⁹⁹ KARAOĞLU, Emine: "Portföy Teorisi, Yatırım Fonları, Türk Yatırım Fonlarının Değerlendirilmesi", T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Ankara, Şubat 1995, S. 6

¹⁰⁰ KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 142

değerlendirmek ve piyasayı takip etmek için yeterli zaman ve bilgisi olmayan tasarruf sahipleri için getiri, risk, vade ve likidite beklentilerine cevap vermek üzere teşekkül edilirler.¹⁰¹

Yatırım fonlarının ana işlevi, yatırımcıların fonlarını biraraya getirerek bu fonları çeşitli menkul kıymetlere yatırmak ve böylece portföylerini çeşitlendirmek yoluyla riski azaltmaktır. Bu amaca ulaşmak için, portföye alınacak menkul kıymetlerin seçiminde ve idaresinde profesyonel bir yönetim gerekli olmaktadır. Riskin en aza indirgenmesi ve yatırımların profesyonel yöneticiler tarafından yönlendirilmesi sayesinde yatırımcılar bireysel olarak yapabileceklerinden daha iyi yatırım yapma olanaklarına sahip olurlar. Yatırım fonlarının yatırımcılara sağladığı avantajlar çalışmanın ilerleyen bölümlerinde detaylı olarak irdelenecektir.

Genel ekonomi açısından baktığımızda ise yatırım fonları, deneyimsiz yatırımcıların sermaye piyasalarına girmesini teşvik ederek piyasanın genişlemesine; etkinliğin artmasına ve kaynakların etkin dağılımına yardımcı olur.¹⁰²

Özetle yukarıda belirtilen bütün sebepler, yatırım fonunun yatırımcı ve ekonomi için faydalarıdır. Ancak bir yatırım fonu kurulurken öncelikle yatırım fonunun kuruluş nedeninin belirlenmesi önemlidir. Bu neden yatırım fonunun hedefini belirler. Yatırım fonlarının kurulmasında ilk aşama olan hedefin belirlenmesinden sonra, yatırım fonunu oluşturan diğer unsurlar bir araya getirilir. Bu unsurlar aşağıda belirtilmiştir:¹⁰³

- i. Fona koymak için hisse senetleri, tahviller veya diğer menkul kıymet tiplerinin değişik çeşitleri veya kombinasyonları,
- ii. Bir portföy yöneticisi veya yönetim takımı yani profesyonel yönetim,
- iii. Herkesin yatırımının değerini bilmesi için bir yol, yani fon içindeki menkul kıymetlerin günlük fiyatlanması,

¹⁰¹ KARAOĞLU, Emine: A.g.e., S. 7

¹⁰² SÜNGÜ, Sevtap: "Dünyada Yatırım Fonları", Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler Seminer Notları, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayını, Yayımevi belirtilmemiş, İstanbul, 2. Aralık. 1988, S. 1

¹⁰³ TEVFİK, Gürman: A.g.e., S. 5

- iv. Yatırımcıların istedikleri anda yatırdıkları paranın bir kısmını geri alabilmeleri için bir yol, yani fonun günlük olarak alınıp satılabilir olması.

Genel olarak verilen bu bilgilerden sonra yatırım fonlarının dünü ve bugününü kıyaslayabilmek için dünyada yatırım fonlarının tarihsel gelişimine değinmekte yarar vardır.

2.1.2 TARİHSEL GELİŞİM

Yatırım fonları geçen yüzyılda Anglo-Sakson ülkelerinde ortaya çıkmış, en çok ABD'de, kıt'a Avrupası'nda ise İsviçre'de gelişmiştir.¹⁰⁴

İlk yatırım fonu Belçika'da "Societe de Belgique" adıyla kurulmuştur. Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) ise yatırım fonlarının kurulmaya başlaması 1800'lü yılların son dönemlerini bulur. İlk başlarda kapalı sonlu olarak kurulan yatırım fonlarının sayısı 1920'li yıllarda artış göstermiş ve bu tarihten sonra yatırım fonlarının açık sonlu olarak da kurulmaya başlanmasıyla yatırım fonlarında yeni bir dönem açılmıştır. İlk açık sonlu fon 1924 yılında Boston'da kurulmuştur. Ancak 1929 bunalımından yatırım fonları da etkilenmiş ve bu tarihten sonra yatırım fonlarının gelişmesi yavaşlamıştır. Ancak 2. Dünya Savaşı sonrasında yatırım fonlarının tekrar gelişme gösterdiği söylenebilir.¹⁰⁵

Yatırım fonları başlangıçta hisse senetleri üzerinde yoğunlaşmalarına karşın hisse senedi fonlarının borsada asli işlevleri olmamıştır. Öte yandan tahvil fonları toplam içinde çok küçük bir paya sahip olmuş, vergiden muaf fonların ve para piyasası fonlarının ortaya çıkışı ise 1970'leri bulmuştur. Ve yatırım fonları artık önce bireysel yatırımcıların, ardından da emekli sandıklarının hakimiyetinde olan hisse senedi piyasasında etkin bir rol üstlenmiştir. 1992'nin ilk yarısında ABD hisse senedi piyasasına yapılan toplam yatırımın %96'sı yatırım fonları tarafından gerçekleştirilmiştir.¹⁰⁶

¹⁰⁴ KARSILI, Muharrem: A.g.e., S. 142

¹⁰⁵ SÜNGÜ, Sevtap: A.g.e., S. 3

¹⁰⁶ TEVFİK, Gürman: A.g.e., S. 3

Günümüzde yatırım fonları banka mevduatlarının o denli üstünde artış göstermektedir ki; 2000 yılına kadar yatırım fonlarında biriken fon hacminin banka mevduatları ve mevduat sertifikaları toplamını geçmesi ihtimali üzerinde durulmaktadır. Bu gelişmeler paralelinde bankalar her geçen gün daha fazla yatırım fonu satmaktadır. Piyasa çevreleri, yatırım fonlarını, 1990'ların banka hesapları olarak değerlendirmektedirler. Ancak, banka mevduat ve yatırım fonları arasında risk ve getiri açısından önemli bir fark olduğu da göz ardı edilmemelidir.¹⁰⁷ Yatırım fonlarının türlerine göre sınıflandırılmasında risk ve getiri ilişkisi detaylı olarak incelenecektir, ama öncelikle yatırım fonlarının fon arz edenler (yatırımcılar) ve talep edenler açısından avantajlarına detaylı olarak değinmekte yarar vardır.

2.1.3 YATIRIM FONLARININ AVANTAJLARI

Yatırım fonlarının kuruluşu ve sınıflandırmasına girmeden önce yatırım fonlarının yatırımcılara ve fon talep edenlere (borçlanıcılar) sağladığı faydalara değinilerek zahmetli aşamalardan sonra kurulabilen yatırım fonlarının özellikle yatırımcılar açısından önemi daha rahat anlaşılabilir.

Yatırım fonlarının sağladığı avantajları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:¹⁰⁸

- i. İşlem Maliyeti: Yatırım fonları sürekli olarak menkul kıymet alım satım işiyle uğraştıkları için bireysel yatırımcılar veya fon talep edenlerin elde edemedikleri ölçek ekonomisinden yararlanırlar.
- ii. Bilgi Üretimi: Yatırım fonlarının profesyonel kadroları herhangi bir borçlanıcı hakkında borç verenden daha çok ve doğru bilgiyi daha ucuza edinebilirler. Ancak fon talep edenler açısından gizliliği gerekli olan bilgileri de saklı tutarlar.
- iii. Bölünebilirlik ve Esneklik: Tek tek bireysel tasarrufçuların tasarruflarını birincil menkul kıymet satın almak için bir havuzda toplayan yatırım fonları yatırımcıların almak

¹⁰⁷ TEVFIK, Gürman: S. 4

¹⁰⁸ SOYDEMİR, Selim: "Amerika Birleşik Devletleri, İsviçre, Kore ve Türk Hukuku'nda Yatırım Fonları ve Para Piyasası Fonlarının Türkiye'de Olabilirliği", *Sermaye Piyasası Kurulu*, Yayınlanmamış SPK Araştırma Raporu, Ankara, Kasım 1986, S. 2

istediği büyüklüklerde katılma belgesi ihraç ederler. Fon talep edenler de hem tek tek tasarruf sahipleriyle uğraşmaktan hem de onların istedikleri tutarda menkul kıymet çıkarma zorluklarından kurtulurlar.

iv. Çeşitlendirme ve Risk: Yatırım fonları topladıkları fonları çok çeşitli birincil menkul kıymetlere yatırarak riski dağıtırlar. Böylece yatırımcılara kendilerinin ulaşamayacakları risk çeşitlendirmesini sağlarlar.

v. Vade: Yatırım fonları satın aldıkları belirli vadelerdeki menkul kıymetleri daha farklı vadelerdeki ikincil menkul kıymetlere çevirerek hem fon kullanıcılarının hem de fon arz edenlerin isteğine uygun vadelerde fon ve menkul kıymet sağlarlar. Bu da piyasada likiditeyi artırır.

vi. Uzmanlık ve Uygunluk: Yatırım fonları tasarruf sahiplerinin isteklerini karşılayacak uygun menkul kıymet seçiminde uzmandırlar. Uzmanlıklarıyla da yatırımcıyı uygunsuz seçimlerden korurlar.

Yukarıda yatırım fonlarının fon arz ve talep edenler için sağladığı avantajlara değinilmiştir. Bu avantajları sağlayan yatırım fonlarında bahsi geçen fonların ilk aşamada nasıl toplandığı fonun kuruluş biçimiyle ilgilidir.

2.1.4 KURULUŞ BİÇİMLERİ

Yatırım fonları ya tüzel kişiliğe sahip bir anonim şirket şeklinde, ya da inançlı mülkiyet esasına göre kurulurlar.¹⁰⁹

Örneğin ABD'deki fonlar anonim şirket olarak, İngiltere'deki fonlar ise inançlı mülkiyet temelinde kurulmuşlardır. Şirket olarak kurulan fonlarda yatırımcılar pay sahibi olurken, inançlı mülkiyet biçiminde kurulan fonlarda yatırımcılar ortaklık haklarına sahip değildirler. Yatırım fonlarının kuruluşundaki hukuki yapı üç unsurdan oluşmaktadır:

¹⁰⁹ KARSILI, Muharrem: A.g.e. S. 142

- i. Yönetici şirket,
- ii. Yeddiemin,
- iii. Yatırımcılar.

Yönetici şirket bir fon kurarak katılma belgelerini ihraç eder. Yönetici şirket portföyü yönetmekle sorumludur. Menkul kıymetlerin saklanması ise bir yeddiemine devredilir. Yeddiemin yönetici şirketin verdiği direktifle menkul kıymet alımı-satımı yapar ve faiz ve temettü gelirlerini tahsil ederek yatırımcılara dağıtır.¹¹⁰ Bu hukuki yapı Türkiye’de yatırım fonları incelenirken detaylı olarak irdelenecektir.

Yatırım fonları, ana farklılık fon toplama yöntemlerinde olmak üzere göre iki şekilde kurulmaktadır:

- i. Nakit Yöntemi,
- ii. Avans Yöntemi.

2.1.4.1 Nakit Yöntemi

Nakit yöntemi ile fon oluşturmada fon sözleşmesi hazırlanıp fon yöneticisi ve güvenilir kişi belirlendikten sonra katılma belgeleri yatırımcılara satılarak fon oluşturulur. Daha sonra bu fonla, yatırım kurumu, sözleşmede belirlenmiş amaca uygun girişimlerde bulunmaya başlar.¹¹¹

Başka bir deyişle önce katılma belgeleri çıkarılır, elde edilen paralarla sözleşmeye uygun bir portföy oluşturulur. İhraç edilen katılma belgeleri tamamen satıldıktan sonra fon portföyü katılma belgesi sahiplerinin ortak mülkiyetine ya da yönetici ortaklığının inançlı mülkiyetine geçer.¹¹²

¹¹⁰ SÜNGÜ, Sevtap: A.g.e., S. 4

¹¹¹ SARIKAMIŞ, Cevat: Sermaye Pazarları, 1995, S. 112

¹¹² SOYDEMİR, Selim: Amerika. , A.g.e., S. 6

2.1.4.2 Avans Yöntemi

Tahsis yöntemi olarak da adlandırılan avans yönteminde önce fon borçlanarak bir portföy oluşturulmakta, sonra yatırımcılara katılma belgeleri arzedilmektedir.¹¹³ Başka bir deyişle kurucu fon içtüzüğünde belirtilen fon tutarını yatırım fonuna avans olarak verir. Mal varlığı bu avansla oluşturulur. Yatırımcılara oluşturulan portföyün yani fonun katılma belgeleri satıldıktan sonra toplanan paralarla içtüzükte belirtilen faiz oranı dikkate alınarak avans geri ödenir.

Tahsis yöntemi ile fon kurulması durumlarında bir taraftan fon kurucusu veya kurucuları fon sözleşmesini hazırlayıp yasal formaliteleri tamamlarken diğer taraftan bir fon oluşturulmaktadır. Tahsis edilen bu fonla bir portföy kurulmakta, daha sonra ise yeni katılma belgeleri hazırlanarak bu belgeler yatırımcılara satılmaktadır.¹¹⁴

Kuruluş aşaması, yatırım fonlarında fonun toplanmasını sağlar. Ancak hangi yatırımcının hangi yatırım fonuna yatırım yapacağı, başka bir deyişle hangi yatırım fonunun katılma belgesini alacağı fonun türüyle ilgilidir. Risk ve getiri arasındaki doğrusal orantıyı da göz önüne aldığımızda, fonun sınıflandırılmasının yatırımcılar için ne kadar önemli olduğu ortaya çıkmaktadır.

2.1.5 YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI

Yatırım fonlarını;

- i. Portföydeki kıymetlerin niteliğine göre yatırım fonları,
- ii. Yatırım hedeflerine göre yatırım fonları,
- iii. Portföydeki pay sayısının değişebilirliğine göre yatırım fonları,
- iv. Kar dağıtım dağıtmadıklarına göre yatırım fonları

olarak dört farklı sınıfta inceleyebiliriz. Çalışmanın bu bölümünde bu dört sınıflandırma üzerinde de durulacak ancak çalışmanın portföy yönetimi aşamasındaki açıklamalara ışık

¹¹³ SÜNGÜ. Sevtap: A.g.e., S.5

¹¹⁴ SARIKAMIŞ. Cevat: A.g.e., S. 112

tutması açısından portföydeki kıymetlerin niteliğine göre sınıflandırma daha detaylı incelenecektir.

2.1.5.1 Portföydeki Kıymetlerin Niteliğine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonlarını portföylerinin niteliğine göre aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- i. Hisse senedi fonları,
- ii. Tahvil fonları,
- iii. Büyüme ve gelir fonları,
- iv. Para piyasası fonları,
- v. Uzmanlaşmış fonlar,
- vi. Çift amaçlı (dual purposes) fonlar,
- vii. Altın fonları.

Bu fonlar kendi içlerinde de portföy niteliklerine göre sınıflandırılırlar. Çalışmanın bu kısmında adı geçen yatırım fonu türlerinin genel özellikleri, işlevsellikleri ve kullanım alanları üzerinde durulacaktır. Yukarıda belirtilen sıralamada ilk dört tip fon olan hisse senedi, tahvil, büyüme-gelir ve para piyasası yatırım fonları, piyasadaki geçerlilikleri göz önüne alınarak daha detaylı işlenecek, diğer üç fon olan uzmanlaşmış, çift amaçlı ve altın fonları hakkında kısa bilgi verilecektir.

2.1.5.1.1 Hisse Senedi Yatırım Fonları

Hisse senedi yatırım fonlarının fon portföyü ağırlıklı olarak çeşitlendirilmiş hisse senetlerinden oluşur. Bu fonlar açık ve kapalı sonlu yatırım fonları içinde en eski ve en çok sayıda olanlarıdır. Yönetim politikaları ise hisse senedi piyasasının durumuna ve yönetimin takdirine göre değişkenlik gösterir; defansif veya saldırgan olabilir,¹¹⁵ büyüme veya gelir amaçlanabilir. Bu fonların toplam varlığının %60'ı bir veya bir kaç endüstri grubunun hisse senedinden oluşur.¹¹⁶

¹¹⁵ AMBLING, Frederick: *Investment-An Introduction to Analysis and Management*, Prentice-Hall Inc. 1965, S. 521

¹¹⁶ KARAOĞLU, Emine: A.g.e., S. 9

Şirketin performansını, büyüme hızını veya sektörel gelişmeleri dikkate alarak hisse senedi fonlarını;

- i. Büyüme fonları,
- ii. Saldırgan büyüme fonları,
- iii. Sektör fonları,
- iv. Küçük sermayeli şirket fonları,
- v. Uluslararası hisse senedi fonları,
- vi. İndeks fonları

olarak gruplamak mümkündür.¹¹⁷

i. Büyüme Fonları: Hisse senedi yatırım fonlarının en gözde olanı büyüme fonları (growth funds) olarak adlandırılan fonlardır. Bu tip yatırım fonlarının en genel amacı sermayenin değerlendirilmesi, birincil hedefi de uzun vadeli büyüme ve sermayenin artışıdır. Bu tip yatırım fonları prensip olarak büyüme potansiyeline sahip fakat bu büyümeyi bölünme ve nakit gelirleri olmaksızın ya da bunlardan en az etkilenecek sağlayacak hisse senetlerine yatırım yaparlar.¹¹⁸

ii. Saldırgan Büyüme Fonları: Saldırgan yatırım fonlarının yatırım amacı maksimum sermaye kazancı elde etmektir, bu tip yatırım fonlarında cari gelir önemli bir karakteristik özellik değildir.¹¹⁹ Saldırgan yatırım fonları genellikle yeni, küçük ve hisse senetleri ilk defa halka arz edilen şirketlere yatırım yaparlar. Bu tip fonlardan bazıları ise daha fazla risk taşıyan kısa vadeli özel bazı teknikler kullanırlar. Bahsedilen bu iki sebepten ötürü saldırgan yatırım fonlarında risk diğer bütün yatırım fonlarından daha fazla olmaktadır.¹²⁰

Saldırgan yatırım fonlarının fazla risk taşıyan kısa vadeli özel tekniklerden oluşan stratejisi, ucuza alıp pahalıya satmak stratejisinin tersi olan pahalıya satıp ucuza almak

¹¹⁷ ÜNAL, Targan: *Gelişen ...*, A.g.e., S. 50

¹¹⁸ GİTVAN, Lawrence J. and JOEHNK, Michael D.: *Fundamentals of Investing*, Third Edition, Harper and Rows Publishers, 1988, S. 526

¹¹⁹ COHEN, Jerome B.; ZINBARG, Edward D.; ZEIKEL, Arthur: *Investment Analysis and Portfolio Management*, Fifth Edition, Richard D. Irwin Inc., 1987, S. 628

¹²⁰ Investment Company Institute: "Mutual Funds 1995 Fact Book", 35th Edition, S. 17

stratejisi şeklinde özetlenebilir. Ucuza alıp pahalıya satmak durumunda en fazla menkul kıymetin değeri kadar zarara uğrama riski varken önce satmak durumunda fiyatın yükseliş sınırı olmadığından ne kadar zarar edileceği bilinmemektedir. Riske katlanabilen yatırımcılar için olan bu fonlar çok büyük getiri sağlayabilmektedirler. Bu tip fonlar fonu alıp unutan yatırımcı için olmayıp, piyasada ve fonun portföyündeki gelişmeleri yakından takip etmeyi gerektirmektedir.¹²¹

iii. Sektör Fonları: Sektör fonların portföy çeşitlendirmesi ve yatırım alanları yalnızca belirli sektörlerle sınırlandırılmıştır. Sektör yatırım fonları, aynı amaca hizmet eden bir veya birkaç farklı sektörden şirkete (şirketler farklı sektörlerde bulunsalar da, sonuç olarak yapılan hizmet tek bir sektörle alakalı olduğundan) konsantre şekilde yatırım yaparlar. Örnek olarak sağlık sektöründe ilaç firmalarına, hastane yönetim firmalarına, tıbbi gereç firmalarına yatırım yapılması gibi.¹²²

iv. Küçük Sermayeli Şirket Fonları: Sermayeleri fazla olmayan küçük şirketlere yatırım yapan küçük şirket fonları maksimum büyüme fonları ile benzerlik göstermektedir. Maksimum büyüme fonlarının yatırım yaptığı şirketler kurulma aşamasını geçmiş ancak hala büyüme devresinde olan şirketlerdir. Küçük şirket fonları da küçük şirketlere ve ilk defa halka arz edilen şirketlere yatırım yaparak yeni çıkan şirketlerin risklerini almaktadır. Ancak bu fonlar maksimum büyüme fonlarından farklı olarak yüksek risk ve yüksek teknoloji ile çalışan sektörlerde yoğunlaşmamaktadır. Çoğu küçük şirket fonu, portföyünde hissesi olan bir şirketin büyümesi durumunda hisselerin satılması gibi bir şart koymadığından örnek olarak ABD’de Microsoft, Amgen gibi şirketlerin hisseleri hala söz konusu fonların portföyünde önemli bir yer tutmaktadır. Bu fonların küçük şirketlere yatırım yapmalarının sebebi, bu şirketlerin büyük şirketlerden çok daha hızlı büyümeleridir. Örneğin çok büyük bir uluslararası şirkette sonuçları fark edilmeyecek yeni bir ürün küçük bir şirkette karları katlayarak arttırabilir. Küçük şirket

¹²¹ TEVFIK, Gürman: A.g.e., S. 11

¹²² GITVAN, Lawrence J. and JOEHNK, Michael D.: A.g.e., S. 530

fonları özellikle ABD’de 1991 ve 1992 yıllarında büyük getiriler sağlayan yatırım fonları olarak dikkatleri üzerlerine toplamışlardır.¹²³

v. Uluslararası Hisse Senedi Fonları: Uluslararası hisse senedi fonları yabancı ülkelerin hisse senetlerine yatırım yapan hisse senedi fonlarıdır.

vi. İndeks Fonları: "Karşısındakini altemiyorsan onunla birleş" sözünden hareketle kurulan indeks fonları, portföylerini endeksler doğrultusunda oluştururlar. Örnek olarak ABD’de indeks fonların 'Standart and Poors 500' gibi piyasa endekslerinin paralelinde oluşturulması verilebilir.¹²⁴ Böylece başarılarını piyasanın başarısına bırakmış olurlar. Piyasa fonları (market funds) olarak da bilinen indeks fonlarının yatırım yöntemleri pasiftir, çünkü sadece piyasa portföyüne yatırım yaparlar.¹²⁵

2.1.5.1.2 Tahvil Yatırım Fonları

Sabit getirileri nedeni ile genelde gelir fonları olarak adlandırılan tahvil yatırım fonları, çoğunlukla özel ve kamu kesimi tahvil ve bonolarından oluşan sabit bir gelir hedeflemektedir.¹²⁶

Bu fonlar güvenilir ve istikrarlı ödeme yapan fonlardır, ancak maruz kaldıkları üç tip risk bulunmaktadır:

- i. Birincisi, faiz oranı riskidir. Cari faiz oranları yükseldiği zaman tahvillerin fiyatı yükselecek, getirileri düşecektir.
- ii. İkincisi, satınalma gücü riskidir. Enflasyon, sabit getirili bir menkul kıymetin satınalma gücünü zayıflatmaktadır. Fona yeni alınan tahviller yüksek oranlı faize sahip iken, eskiden fona alınan tahviller düşük getiriye sahip olacaklardır. Bu tahvillerin

¹²³ TEVFİK, Gürman: A.g.e., S. 11

¹²⁴ "Standart & Poors" ile "Moody's" firmaların, yatırım fonlarının ve ülkelerin kredibilitelerini belli standartlar doğrultusunda belirleyen rating (kredi derecelendirme) kuruluşlarıdır. "Standart & Poors 500" endeksi, S&P standartlarına göre ABD’de en çok işlem gören ilk 500 hisse senedini göstermektedir.

¹²⁵ SOYDEMİR, Selim: Amerika ..., A.g.e., S.22

¹²⁶ KARAOĞLU, Emine: A.g.e., S. 11

satılması ise fon açısından bir kayıp olacaktır. Faiz oranlarının düştüğü dönemlerde ise bunun tersi olacaktır.

iii. Üçüncü tip risk ise, geri ödememe riskidir. Tahvil ihraç eden anonim ortaklıklar anapara ve faizlerini ödemedikleri zaman bu tip risk ortaya çıkmaktadır.¹²⁷

Tahvil fonlarının kesin bir vadesi yoktur, itfası gelen tahvilin yerine yenisi satın alındığından vade devamlı uzar ve ortalama rakamlar üzerinden işlem görür.¹²⁸

Tahvil fonları aldıkları risk derecelerine göre;

- i. Kredi derecesi yüksek şirket tahvil fonları,
- ii. Devlet tahvili ve hazine bonosu fonları,
- iii. Yüksek getirili tahvil fonları,
- iv. Vergiden muaf fonlar,
- v. Uluslararası tahvil fonları

şeklinde sınıflandırılmaktadır.¹²⁹

i. Kredi Derecesi Yüksek Şirket Tahvil Fonları: Kredi derecesi belli bir standartın üzerinde olan şirket tahvillerine yatırım yapan tahvil fonlarıdır. Şirketlerin kredi dereceleri ise genellikle kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen standartlar doğrultusunda belirlenir. Örneğin ABD’de yüksek kredili tahvil fonlarında portföyün üçte ikisi Moody's standartlarına göre Baa veya daha fazla kredibiliteli, S&P (Standart and Poors) standartlarına göre BBB veya daha fazla kredibiliteli şirket tahvillerinden oluşur.¹³⁰ “S&P” standartlarına göre verilen BBB ve “Moody’s” standartlarına göre verilen Baa notları, borç ödeme kapasitesinin uygun olduğu anlamına gelmektedir.

ii. Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu Fonları: Devlet tahvili fonları, devlet tahvillerine yatırım yapan tahvil fonlarıdır ve bunlar hazine bonolarına, devlet garantili ipotekli tahvillere ve diğer devlet senetlerine yatırım yaparlar.¹³¹

¹²⁷ SÜNGÜ, Sevtap: A.g.e., S. 9

¹²⁸ EROLGAÇ, Yılmaz: **Profesyonel Para Yönetimi**, Yayınevi belirtilmemiş, 1993, S. 186

¹²⁹ ÜNAL, Targan: **Gelişen ...**, A.g.e., S. 51

¹³⁰ Mutual Fund 1995 Fact Book: A.g.e., S. 17

¹³¹ COHEN, Jerome B.; ZINBARG, Edward D.: ZEIKEL, Arthur: A.g.e., S. 628

iii. Yüksek Getirili Tahvil Fonları: Yüksek getirili tahvil fonları, daha çok yüksek getiri sağlayan ve genellikle S&P (Standart and Poors) standartlarına göre BB veya daha aşağı dereceli tahvillere yatırım yaparlar.¹³² “S&P” standartlarına göre verilen BB notu, ödeme kapasitesinde risk olduğu anlamına gelmektedir.

iv. Vergiden Muaf Fonlar: Vergiden muaf fonlar da ülke içindeki çeşitli eyalet ve belediyelerce çıkartılan tahvillere yatırım yaparlar.¹³³

v. Uluslararası Tahvil Fonları: Uluslararası tahvil fonları, faiz oranları yüksek olan ülkelerin özel sektör ve kamu tahvillerine yatırım yapmayı amaçlayan fonlardır. Fon yöneticisinin değişen global piyasa koşullarını, uluslararası ödemeler dengesini, para değerlerinin devalüasyon ihtimallerini çok yakından takip etmesi gerekir.¹³⁴

2.1.5.1.3 Büyüme ve Gelir Yatırım Fonları

Büyüme ve gelir fonlarının amacı, uzun vadeli büyüme sağlamak ve gelir elde etmektir. Genellikle bu tip fonlarda portföyün %25 ile 40'ı arasında bir oran tahvil gibi sabit getirili menkul kıymetlerden, geri kalan kısım ise yüksek dereceli değer artışı sağlayan hisse senetlerinden oluşur. Burada hisse senetleri sermaye artışı sağlarken, sabit getirili menkul kıymetler de toplam getiri içindeki cari geliri oluşturur. Bu fonlar, denge fonlarıyla benzerlik gösterirler.¹³⁵ Dengelenmiş fonların amacı da portföyün sabit getirili menkul kıymetler kısmından bir gelir elde etmek, diğer kısmından da anlamlı bir büyüme sağlamaktır. Bu fonların tabiatı gereği portföylerinin beta katsayıları 1'den küçük olacaktır,¹³⁶ çünkü piyasa yükselirken portföyün değeri daha düşük oranda yükselecek, piyasa düşerken de daha düşük oranda düşecektir.¹³⁷

¹³² TEVFİK, Gürman: A.g.e., S. 12

¹³³ TEVFİK, Gürman: A.g.e., S. 12

¹³⁴ EROLGAÇ, Yılmaz: A.g.e., S. 187

¹³⁵ GITVAN, Lawrence J.; JOEHNK, Michael D.: A.g.e., S. 527

¹³⁶ Beta katsayısı modern portföy teorilerinden Finansal Varlık Fiyatlama Modeli'nde menkul kıymetin piyasa portföyü ile olan ilişkisini göstermektedir. Çalışmanın portföy teorilerinden “Finansal Varlık Fiyatlama Modeli” kısmında konuyla ilgili detaylı bilgi verilmiştir.

¹³⁷ SOYDEMİR, Selim: Amerika ..., A.g.e., S. 20

Büyüme ve gelir fonlarına örnek, IBM, Exxon, Ford ve General Electric gibi Blue-Chip şirketlerin¹³⁸ hisse senetlerine yatırım yapan fonlardır.¹³⁹

2.1.5.1.4 Para Piyasası Yatırım Fonları

Para piyasası yatırım fonları para piyasasında satılan kısa vadeli menkul kıymetlere yatırım yapar. Yatırım yelpazesinde genellikle hazine bonoları, büyük bankaların mevduat sertifikaları ve finansman bonoları gibi en güvenilir ve stabil menkul kıymetler yer alır.¹⁴⁰

Para piyasası yatırım fonları özellikle enflasyon ortamında gelişme göstermektedir. Çünkü bu ortamda genelde kısa vadeli finansman araçlarının faizleri veya gelirleri uzun vadeli araçlardan daha yüksektir. Güvenilir ve esnek oluşları, üzerine çek keşide edilebilmesi, para piyasası fonlarının cazibesini arttırmaktadır. Para piyasası fonlarının vadeli mevduat hesaplarından fazla bir fark göstermemesi, yatırım fonları ile bankalar arasında yoğun bir rekabete neden olmuştur.¹⁴¹

Para piyasası yatırım fonlarını üç kısımda inceleyebiliriz:

- i. Genel Amaçlı Para Piyasası Yatırım Fonları,
- ii. Vergiden Muaf Para Piyasası Yatırım Fonları,
- iii. Hazine Bonosu Para Piyasası Yatırım Fonları.

Genel amaçlı para piyasası yatırım fonları hazine bonosu, finansman bonoları ve banka mevduat sertifikaları gibi tüm para piyasası araçlarına yatırım yaparlar, ellerindeki fonu en çekici kısa vadeli getiriye yönlendirirler.

Vergiden muaf para piyasası yatırım fonları ise yatırımlarını kısa vadeli (30-90 gün) vergiden muaf yerel menkul kıymetlerle sınırlamak durumundadırlar.

¹³⁸ Blue-chip şirket, pozitif kazanç büyümesi ve temettü artışı ile uzunca bir süredir varlığını sürdüren sağlam şirkettir.

¹³⁹ TEVFİK. Gürman: A.g.e., S. 13

¹⁴⁰ COHEN, Jerome B.; ZINBARG, Edward D.; ZEIKEL, Arthur: A.g.e., S. 628

¹⁴¹ ÜNAL, Targan: Gelişen ..., A.g.e., S. 51

Hazine Bonusu para piyasası yatırım fonları ise yalnız hükümetin ihraç ettiği hazine bonolarına ve kısa vadeli menkul kıymetlere yatırım yapabilirler, bu sayede riski efektif olarak elimine ederler.¹⁴²

Amerika Birleşik Devletlerinde ilk para piyasası yatırım fonu Kasım 1972'de yalnızca yüzbin Amerikan Doları toplam aktifle kurulmuştur. ABD'de halen diğer yatırım fonu tiplerinden çok daha fazla para piyasası yatırım fonu bulunmaktadır.

Para piyasası yatırım fonlarının avantajlarını üç başlık altında toplayabiliriz:¹⁴³

- i. Ölçek ekonomisi (Economies of Scale): Fonları bir havuzda topladığı için birçok yatırımcının parasıyla portföy işletmekte, böylece yönetim ve işletme giderlerini tek tek yatırımcılara göre daha aza indirgemekte ve dolayısıyla maliyeti düşürmektedir.
- ii. Likidite ve Bölünebilirlik (Liquidity and Divisibility): Para fonunun katılma belgelerinin her gün alınıp-geri satılabilmesi yanında, fonların doğaları gereği kısa vadeli para piyasası araçlarına yatırım yapmaları yüzünden, yatırımcıların piyasa faiz oranlarındaki oynamalardan etkilenmeleri çok küçük bir olasılıktır. Bu nedenle de yatırımcılar, piyasanın belirsizliklerinden korunmuş olmaktadır.
- iii. Portföy Çeşitlendirilmesi (Diversification): Para fonları diğer fonlar gibi portföylerine çok çeşitli vade, risk ve getirisi olan menkul kıymetleri dahil ederek yatırımcılara tek başlarına gerçekleştiremeyecekleri bir risk çeşitlendirmesi imkanı sunar.

Ekonomik belirsizlik durumunda yatırımcıyı korumak amacıyla sermaye piyasası kurullarının para piyasası fonlarına yatırım sınırlamaları getirdiği ülke uygulamalarında görülmektedir. Bunun bir örneği, ABD Sermaye Piyasası Kurulu tarafından para piyasası fonlarının portföy yapılarına vade ve yatırım türü açısından getirilen sınırlamalarda görülmektedir. Yatırım fonu portföyündeki kıymetlerin vadeleri 120 günden 90 güne indirilmiş, bunun yanı sıra portföyün belli bir büyüklüğünün uluslararası kabul edilen derecelerin altına inmemesi gerektiği koşulu getirilmiştir. Buna göre derecelendirmesi

¹⁴² GITVAN, Lawrence J. and JOEHNK, Michael D.: A.g.e., S. 529

¹⁴³ SOYDEMİR, Selim: Amerika ..., A.g.e., S. 26

Standart&Poors tarafından A2 olarak ve Moody's tarafından P2 olarak belirlenen şirketlerin hisse senetlerine yapılan yatırımlar, fon portföyünün %5'ini aşmayacaktır. Bu gelişme belirsizlik ortamında düşük getirisine rağmen hükümet ve belediyelerin çıkardığı vergiden muaf senetleri içeren yatırım fonlarını (verginin yüksek olduğu eyaletlerde daha önemlidir) ve ABD hükümet bonolarını içeren yatırım fonlarını cazip hale getirmektedir.¹⁴⁴

2.1.5.1.5 Uzmanlaşmış Fonlar, Çift Amaçlı Fonlar ve Altın Yatırım Fonları

Uzmanlaşmış fonlar esas olarak belirli endüstrilerin, belirli malı üreten firmaların menkul kıymetlerine ve beklenen tutarda gelir getiren menkul kıymetlere yatırım yaparlar.

Çift amaçlı fonlar, 1960'ların ortasında İngiltere'den Amerika'ya geçen özel amaçlı ve kapalı sonlu fonlardır. Fonların sermayeleri yarı yarıya bölünür. Birinci yarı gelir isteyen yatırımcılara, ikinci yarıda büyüme isteyen yatırımcılara satılır. Gelir isteyen yatırımcılar yatırımlarının iki katı olan bir havuzun gelirini elde ederken, büyüme isteyenler de aynı şekilde yatırımlarının iki katının sermaye kazancını veya zararını elde ederler.¹⁴⁵

Altın fonları ise portföyleri kıymetli maden ve altından oluşan fonlardır.

2.1.5.2 Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonlarının ayrı kategorilere konulmasını gerektiren unsurlardan biri de yatırım fonlarının yatırım hedefleridir. ABD Yatırım Ortaklığı Şirketi (Investment Company Institute-ICI) tarafından yatırım hedefleri dikkate alınarak, 22 farklı yatırım fonu sınıflaması yapılmaktadır. ICI bu sıralamada; fonun hedefi ile yatırımcının hedefi arasındaki uyumu, fonun elde tutulma süresini, fon performans tahminini, potansiyelini, borsa endekslerine göre gelişimini dikkate almaktadır.¹⁴⁶

Çalışmanın bu bölümünde ICI'ye göre 22 farklı yatırım fonu sıralaması yapılacak ve kısaca bu fonlara değinilecektir. Ancak sıralamada yer alan yatırım fonlarından daha önce

¹⁴⁴ ÜNAL, Targan: *Gelişen ...*, A.g.e., S.51

¹⁴⁵ SOYDEMİR, Selim: *Amerika ...*, A.g.e., S. 21

¹⁴⁶ ÜNAL, Targan: *Gelişen ...*, A.g.e., S. 52

“yatırım fonlarının portföy niteliğine göre sınıflandırılması” esnasında incelenenler çalışmada tekrarı bertaraf etmek için yalnızca ismen belirtilmiştir.

i. Hızlı Büyüme Fonları:

Mali bünyeleri kuvvetli şirketlere yatırım yapan büyüme fonlarıdır. Bu fonların hedefi maksimum sermaye kazancı elde etmektir.¹⁴⁷

ii. Dengeli Fonlar:

Dengeli fonların yatırım amaçları yatırımcının ana parasını korumak, cari gelir ödemek, ve hem ödedikleri gelirin hemde ana paranın uzun dönemli büyümesini sağlamaktır.

İmtiyazlı hisse senetleri, tahviller ve adi hisse senetlerinden oluşan karma bir portföye sahiptirler.¹⁴⁸

iii. Şirket Tahvil Fonları

Gelir fonları gibi yüksek gelir hedefleyen fonlardır. Portföyün büyük kısmını şirket tahvillerinden, kalanı ise hazine bonoları veya federal kuruluşlarca çıkartılan tahvillerden oluşur.¹⁴⁹

iv. Esnek Yatırım Fonları

Piyananın durumuna göre bir yatırım aracına (hisse senedi, tahvil veya para piyasası araçları) veya bunların bir kombinasyonuna yatırım yapabilen fonlardır, yatırım konusunda herhangi bir sınırlama yoktur.¹⁵⁰

v. Milli İpotek Birliği Fonları

Milli ipotek birliği fonları, garantilenmiş ipotek senetlerine yatırım yapan fonlardır. Örnek olarak ABD’de Devlet Milli İpotek Birliği tarafından garantilenmiş ipotek senetlerine yatırım yapan fonlar verilebilir. ABD’de Ginnie Mae veya GNMA fonları olarak da adlandırılan fonların bu kategoriye girmesi için yatırım fonu portföyünün çoğu bu senetlerden oluşmalıdır.¹⁵¹

¹⁴⁷ ÜNAL, Targan: *Gelişen ...*, A.g.e., S. 51

¹⁴⁸ COHEN, Jerome B.; ZINBARG, Edward D.; ZEIKEL, Arthur: A.g.e., S. 628

¹⁴⁹ TEVFİK, Gürman: A.g.e., S. 15

¹⁵⁰ Mutual Fund 1995 Fact Book: A.g.e., S. 17

¹⁵¹ TEVFİK, Gürman: A.g.e., s: 16

vi. Global Fonlar

Global tahvil ve hisse senedi fonları olarak ikiye ayrılırlar. Global tahvil fonları tüm dünyadaki şirket ve hükümetlerin tahvillerine yatırım yaparak yüksek seviyeli gelir hedefleyen fonlardır. Global hisse senedi fonlarının hedefi ise tüm dünyadaki hisse senetlerine yatırım yaparak sermayenin değerlendirilmesini sağlamaktır.¹⁵²

vii. Karma Gelir Fonları

Bu tip fonların hedefi gelir sağlayan hisse senedi ve borçlanma senetlerine yatırım yaparak yatırımcıları için yüksek getiri sağlamaktır.¹⁵³ Fonların portföyünde hiçbir çeşit ya da sektöre ait menkul kıymetler ağırlık taşımamakla birlikte bazen tanınmış bir indeksin (Dow Jones gibi) hesaplama listesindeki şirketlerin hisse senetleriyle oluşturulurlar.¹⁵⁴

viii. Uzun Vadeli Eyalet Belediye Tahvil Fonları

Belediye tarafından demiryolu, hastane, havaalanı, köprü gibi sosyal projeleri gerçekleştirmek için ihraç edilen tahvillere yatırım yaparlar. Bu tip menkul kıymetler çoğunlukla federal hükümet tarafından vergilendirilmez ve eyalet tarafından da vergilendirilmeyebilirler.¹⁵⁵

ix. Kısa Vadeli Belediye Tahvil Fonları

Kısa vadeli yerel menkul kıymetlere yatırım yaparlar, vergiden muaf para piyasası yatırım fonu olarak da bilinirler.¹⁵⁶

x. Uzun Vadeli Belediye Tahvil Fonları

Portföyünün yalnızca bir tek eyalet tahvilinden oluşması dışında eyalet belediye yatırım fonları gibidir.¹⁵⁷

¹⁵² Mutual Fund 1995 Fact Book: A.g.e., S. 17

¹⁵³ TEVFIK, Gürman: A.g.e., S.17

¹⁵⁴ KARLI, Muharrem: A.g.e., S. 145

¹⁵⁵ Mutual Fund 1995 Fact Book: A.g.e., S. 17

¹⁵⁶ COHEN, Jerome B.; ZINBARG, Edward D.; ZEIKEL, Arthur: A.g.e., S. 628

¹⁵⁷ Mutual Fund 1995 Fact Book: A.g.e., S. 18

xi. Opsiyon ve Gelir Fonları

Ulusal menkul kıymet borsalarında satım opsiyonları alıp satarak, temettü ödeyen şirketlerin senetlerine yatırım yaparak yüksek cari kazanç hedefleyen fonlardır. Cari kazanç genellikle opsiyon satmaktan elde edilen temettü primlerinden, portföydeki menkul kıymetlerin satışından elde edilen kısa dönem kazançlarından ve alım işlemlerinin kapatılmasından doğan getiriden oluşur.¹⁵⁸

xii. Ayarlanabilir Oranlı Hükümet İpotek Fonları (ARM)

Faiz haddindeki yükselmelerin riskinden korunmak amacıyla yaratılmış olan bu fonların portföyündeki kıymetlerin çoğu federal kurumlar tarafından garantilenmiştir. İpotek fonları genellikle sabit oranlı ipoteğe dayalı menkul kıymet içerirler ve faizlerdeki yükseliş anaparadan kayıp riskini de beraberinde getirir. Buna karşılık ARM'lerin faiz haddi değişkendir, fakat bu değişkenlik genel faiz haddi seviyesine göre değil, yarı yıl veya yıllık olarak ipoteğe göre ayarlanır. Böylelikle, faiz oranları yıllık olarak ayarlanan ARM'ler bir yıllık tahvil gibi düşünülebilir. Anaparayı kaybetmek riski ihmal edilebilecek düzeydedir. Dikkat edilmesi gerekli nokta düşen faiz oranlarıdır. Bu durumda ayarlanabilir oranlı ipotek fonları net varlık değerlerinden kaydedilir.¹⁵⁹

xiii. Çevrilebilir Tahvil Fonları

Hisse senedine çevrilebilir tahvillerden oluşur.

xiv. Büyüme Fonları

xv. Büyüme ve Gelir Fonları

xvi. Yüksek Getirili Tahvil Fonları

xvii. Tahvil Gelir Fonları

xviii. Hisse Senedi Gelir Fonları

xix. Uluslararası Fonlar

¹⁵⁸ TEVFİK, Gürman: A.g.e., S. 19

¹⁵⁹ TEVFİK, Gürman: A.g.e., S. 20

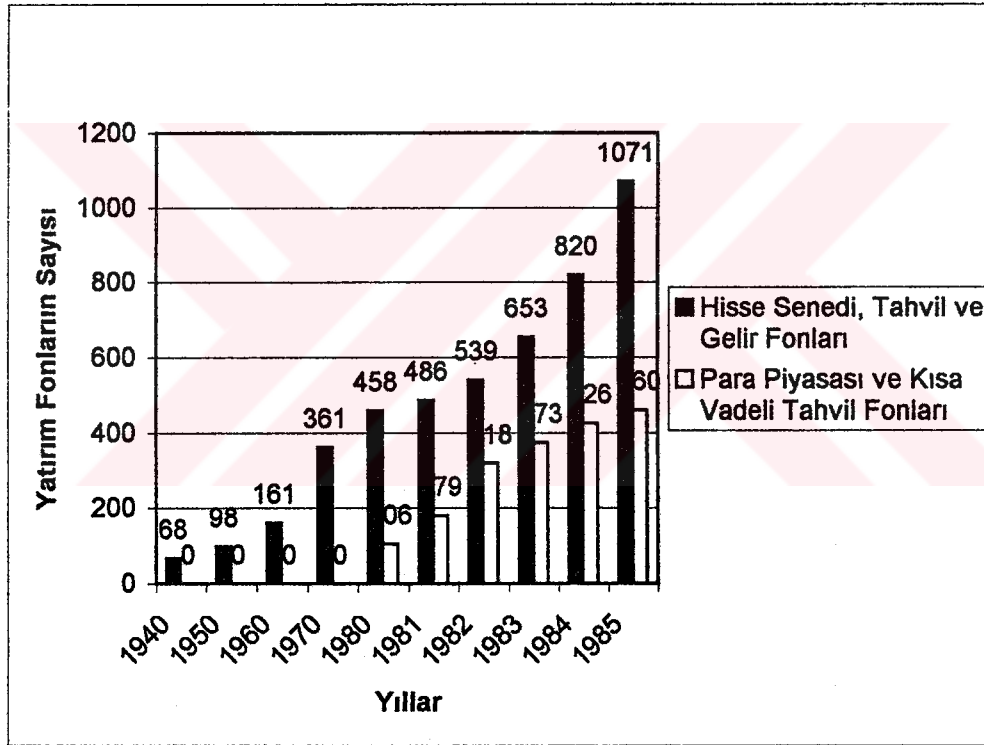
xx. Para Piyasası Fonları

xxi. Kıymetli Maden veya Altın Fonları

xxii. Hükümet Gelir Fonları

1940 ile 1985 yılları arasında Amerika Birleşik Devletlerinde piyasada bulunan gruplandırılmış yatırım fonları sayısı Tablo-II'de gösterilmiştir:

**TABLO-II : ABD'de Piyasasa Bulunan Gruplandırılmış Yatırım Fonları Sayısı
(1940-1985)**



Kaynak: PERRITT, Gerald W.: Mutual Funds and Your Investment Portfolio, Second Edition, Investment Information Services Inc., 1987, S.6'dan alınıp grafik haline getirilmiştir.

2.1.5.3 Portföyde ki Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonları 1800'lerin sonlarında önce kapalı-sonlu olarak kurulmuş, daha sonra 1920'li yıllarda açık sonlu fonlar ortaya çıkmıştır. İlk açık sonlu fon 1924'de Boston'da kurulmuştur.

Yatırım fonlarını portföydeki pay sayısının değişebilirliğine göre üç ana başlık altında inceleyebiliriz: Açık sonlu fonlar, kapalı sonlu fonlar ve yarı-açık sonlu fonlar.

2.1.5.3.1 Açık Sonlu Yatırım Fonları

ABD'de "Open-end Investment Companies" veya "Mutual Funds", İngiltere'de "Unit trust" olarak bilinen açık sonlu yatırım fonları genellikle özel yasalarla düzenlenirler. İlk ihraçtan sonra katılma belgelerini geri almaya veya yenilerini satmaya her an hazırdırlar.¹⁶⁰

Açık sonlu fonlar değişken sermayeli olarak kurulurlar, yani istedikleri zaman sermayelerini arttırıp azaltabilirler. Dolayısıyla yeni katılma belgesi çıkarma ve itfaya ilişkin herhangi bir kısıtlama söz konusu değildir, bu sebepten ötürü ikincil piyasaları gelişmemiştir. Katılma belgeleri alıcı ve satıcıların karşılaşmasına bağlı olmadan işlem görebilmekte, arz ve talep ile kontrol edilemeyen birim katılma payı fiyatı, bir önceki günün piyasa kapanış fiyatına göre belirlenmektedir. Yatırım açısından açık uçlu yatırım fonlarının dikkati çeken yönü; dolaşımdaki katılma belgesi sayısına ve portföyündeki kıymetlerin piyasa fiyatına bağlı olarak gerçekleşen katılma payı fiyatlaması nedeni ile fon fiyatının düşen bir piyasada da yükselebilmesi ve nakit pozisyonu nedeni ile taşıdığı likit olma özelliğidir.¹⁶¹

Açık sonlu fonlar satış komisyonları olan ve olmayan fonlar (load ve no-load funds) olmak üzere ikiye ayrılırlar. Satış komisyonu en yüksek %8,5 oranında alınmakta ve bu komisyon karşılığında yatırımcı aracı kurumdan, çalışmamızın önceki bölümlerinde işlediğimiz çeşitli tip ve özellikteki fonlardan hangisi veya hangilerine katılması gerektiği konusunda tavsiye almaktadır. Satış komisyonu olmayan fonlarda ise yatırımcı aracı kurumun hangi fona yatırım yapacağına ilişkin tavsiyesi olmadan tercihini yapmak durumundadır. Satış komisyonu olan fonlarda yatırımcı her türlü hizmeti veren aracı

¹⁶⁰ SOYDEMİR, Selim: Amerika ..., A.g.e., S. 7

¹⁶¹ ÜNAL, Targan: Gelişen ..., A.g.e., S. 50

kuruluşa giderken (full service brokerage), satış komisyonu olmayan fonlarda ise belli hizmeti veren aracı kuruluşa (discount brokerage) başvurmak zorundadır.¹⁶²

2.1.5.3.2 Kapalı Sonlu Yatırım Fonları

Amerika Birleşik Devletleri'nde "Close-end Investment Companies", İngiltere'de "Investment Trust" olarak bilinen kapalı-sonlu yatırım fonlarının diğer anonim ve limited (İngiltere'de) şirketlerden faaliyet alanları dışında herhangi bir farkları yoktur. Genellikle anonim şirketleri ilgilendiren yasalar çerçevesinde düzenlenen kapalı sonlu yatırım fonlarının sermayeleri sabittir. Şirketin sermayesi sadece pay sahiplerinin onayıyla arttırılabilir veya azaltılabilir.¹⁶³

Kapalı sonlu yatırım fonları açık uçlular gibi yeni katılma belgeleri ihraç edememektedir. Katılma belgelerinin ihraç değerleri, iskonto hesabına göre saptanmaktadır. Bu tip fonların katılma belgelerinin sahipleri istedikleri zaman paraya çeviremediklerinden belgeler ikincil piyasada alınıp satılır. Bu nedenle ikincil piyasaları gelişmiştir. Katılma belgelerinin rayiç bedelleri borsada oluşan arz talep dengesi ile belirlenir. Kapalı sonlu fonlar açık sonlulara nazaran daha az likittirler. Portföyleri genellikle yeni kurulan şirketlerin menkul kıymetleri ile borsaya kote edilmemiş menkul kıymetlerden oluşturulmaktadır.¹⁶⁴

Kapalı sonlu fonların bir türü de daha önce bahsi geçen çift amaçlı fonlardır. Bu tip fonların yarısı gelir getirici menkul kıymetlere, diğer yarısı da sermaye kazancı sağlayan menkul kıymetlere yatırılmaktadır. Gelir almak isteyen yatırımcılar portföydeki menkul kıymetlerin temettülerini alırlar. Sermaye kazancı isteyen yatırımcılar ise menkul kıymetlerin değer artışından faydalanır.¹⁶⁵

¹⁶² SÜNGÜ, Sevtap: "Genel Olarak Yatırım Fonları ve Türkiye'deki Uygulama", Sermaye Piyasası Kurulu, Yayımlanmamış Araştırma Raporu, Ankara, Aralık, 1987, S. 3

¹⁶³ SOYDEMİR, Selim: Amerika ..., A.g.e., S. 7

¹⁶⁴ KARAOĞLU, Emine: A.g.e., S. 8

¹⁶⁵ SÜNGÜ, Sevtap: A.g.e., S. 4

2.1.5.3.3 Yarı-açık Sonlu Yatırım Fonları

Sermayeleri arttırılabilen ama azaltılamayan fonlardır, fon sermayesi ancak daha önce belirtilen tavana kadar yükseltilebilmektedir. Ancak payların itfası hala garantilidir.¹⁶⁶ Bu tür fonlar Türkiye'deki kayıtlı sermaye sistemine benzemektedir.

2.1.5.4 Kar Dağıtım Dağıtmadıklarına Göre Yatırım Fonları

Fonlar kar dağıtan ve dağıtmayanlar olmak üzere ikiye ayrılabilir.

Kar Dağıtan Yatırım Fonlarında, yatırım fonlarını yöneten kuruluş yıl sonunda değer artışı ve tahsil edilen temettü ve faiz tutarı olarak fonun tutarını hesaplar, iç tüzüğüne göre belli bir miktarını katılma belgesi sahiplerine kar payı olarak öder. Bu ödeme sonucunda katılma belgelerinin değeri de hisse senedi ve tahvillerde olduğu gibi, yapılan ödeme kadar düşer. Bu durumda katılma belgelerinin temettü kuponu taşıması gerekir.¹⁶⁷

Kar Dağıtmayan Yatırım Fonlarında ise, fonda oluşan kar, katılma belgelerinin günlük fiyatlarına yansır. Hesap dönemi sonunda ayrıca kar dağıtılması sözkonusu değildir. Katılma belgelerini herhangi bir işgünü fona geri sattıklarından ellerinde tuttukları süre için fonda oluşan kardan paylarını almış olurlar.¹⁶⁸

¹⁶⁶ SOYDEMİR, Selim: "Yatırım Fonları", Sermaye Piyasası Kurulu, Yayınlanmamış Araştırma Raporu, Ankara, Eylül, 1985, S. 3

¹⁶⁷ KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 145

¹⁶⁸ Sermaye Piyasası Kurulu, "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu İnceleme Rehberi", İnceleme Değerlendirme ve İzleme Dairesi Başkanlığı, Ankara, Ocak 1993, SS: 3-4

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI

3.1 YATIRIM FONLARININ TANIMI VE MAHİYETİ

Çalışmanın bundan önceki bölümünde de belirtildiği üzere yatırım fonları, emanet müessesinden yararlanmak suretiyle kurulan ve çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir portföyü güvenilir kişi sıfatıyla işleten kuruluşlardır.

Çalışmanın bu bölümünde yatırım fonlarının fonksiyonları, kuruluşları ve işleyişleri Türkiye'deki düzenleme ve uygulamalara göre tanıtılacaktır.

3.1.1 TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARININ TANIMI VE GELİŞİMİ

Finansal kuruluşlar tarafından sunulan finansal hizmetlerdeki çeşitlilik dünyada son yıllarda büyük artış göstermiştir. Ülkemizde ise 1980'lerden itibaren yaşanan ekonomik liberalizasyonun bir etkisi olarak, finans piyasamızda hızlı gelişmeler ve büyüme görülmektedir. Özellikle 1981'de Sermaye Piyasası Kurulunun oluşturulması ve 1986'da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın faaliyete geçmesiyle bu gelişmeler kendini göstermiştir. Yatırım fonları da bu gelişmenin bir sonucu olarak ortaya çıkan bir enstrüman olmuştur.¹⁶⁹

Yatırım fonları Türkiye'de ilk defa 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasasının yardımcı kuruluşu olarak Türk Hukuk Sistemine girmiştir.¹⁷⁰ Söz konusu Kanun'un verdiği yetki kapsamında Sermaye Piyasası Kurulu¹⁷¹ 12/12/1986 tarih ve 19310 sayılı Resmi Gazete'de "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği"ni yayımlayarak konuya ilişkin ilk kapsamlı düzenlemesini yapmış, bu düzenlemenin ardından ilk yatırım fonu 1987 yılında faaliyete

¹⁶⁹ KIYMAZ, Halil: "Yatırım Fonları Gerçekten Profesyonellerin Elinde mi?", *Dünya Gazetesi*, 12.07.1997

¹⁷⁰ Yatırım fonları 1982 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 30'uncu Maddesinde "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu" adıyla sermaye piyasasının bir yardımcı kuruluşu olarak yer almıştır.

¹⁷¹ Sermaye Piyasası Kurulu çalışmanın geri kalan kısımlarında Kurul olarak anılacaktır.

geçmiştir. Aradan geçen 10 yılı aşkın sürede hem Sermaye Piyasası Kanunu'nda hem de Kurul'un yatırım fonlarına ilişkin Tebliği'nde bazı değişiklikler yapılmış olup halen yürürlükte olan yatırım fonları ile ilgili esaslar, 3794 sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı Kanun'un 37. Ve 38. Maddeleri çerçevesinde 19.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri VII No:10 "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"¹⁷² ile düzenlenmiştir.¹⁷³

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde son değişiklik 27.7.1997 tarih ve 23059 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No:11 sayılı "Seri: VII, No:10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" ile yapılmıştır.

Seri VII No:10 sayılı Tebliğ'de yatırım fonunun tanımı;

"Yatırım Fonu, 3794 Sayılı Kanunla Değişik 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inancılı mülkiyet esaslarına göre, aşağıda belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır."

şeklinde yapılmıştır. Söz konusu varlıklar:¹⁷⁴

- i. Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri,
- ii. Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ve hisse senetleri,
- iii. Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,

¹⁷² 12.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri VII No:10 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" çalışmanın bundan sonraki kısımlarında "Tebliğ" olarak anılacaktır.

¹⁷³ ERTAŞ. Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 13

¹⁷⁴ Sermaye Piyasası Kurulu: "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği", 12.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri VII, No: 10 sayılı Tebliğ, Md: 4

iv. Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları ve forward sözleşmeleridir.

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

Tanımından da anlaşılacağı üzere yatırım fonlarının ayırt edici özellikleri katılma belgeleri karşılığında halktan para toplanması, toplanan fonlarla katılma belgesi sahipleri adına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esasına göre portföy işletilmesi ve bu şekilde oluşturulan kurumun bir mal varlığı olmasıdır.¹⁷⁵ Yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına göre kurulan mal varlıkları olduklarından tüzel kişilikleri yoktur. Yatırım fonunun özünü oluşturan inançlı mülkiyet esası, riskin dağıtılması ilkesi ve mal varlığı kavramları, yatırım fonlarının hukuki açıdan incelenmesi esnasında detaylı olarak ele alınacaktır.

Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki yatırım fonlarına ilişkin düzenlemelerin amacı 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun amacıyla aynıdır. Kanunun 1. maddesine göre, kanun dolayısıyla yatırım fonlarına ilişkin düzenlemelerin amacı;

"Tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek"

şeklinde belirtilmiştir.¹⁷⁶

Yukarıda belirtilen amaç doğrultusunda ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile 12.12.1986 tarihi ve 19310 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VII, No:1 sayılı "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği"nde belirtilen kuruluş şartlarına¹⁷⁷ uygun olarak Türkiye'de ilk yatırım fonu 13.07.1987 tarihinde "Türkiye İş Bankası" tarafından kurulmuştur. Türkiye İş Bankası'nı aynı yıl içinde Yapı ve Kredi Bankası, Garanti Bankası ve Esbank

¹⁷⁵ SOYDEMİR, Selim: Amerika ..., A.g.e., S.105

¹⁷⁶ SOYDEMİR, Selim: Amerika ..., A.g.e., S.106

¹⁷⁷ Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde yatırım fonlarının kuruluş şartlarına Ser:VII, No:10 sayılı Tebliğ'deki düzenlemeler esas alınarak değinilecektir.

izlemişlerdir. Aracı kurumlar tarafından kurulan ilk yatırım fonu ise Ata Menkul Kıymetler tarafından 1993 yılında kurulan “Atafon”dur. 1998 Mart ayı itibariyle piyasada işlem gören yatırım fonu sayısı; 77 tanesi A Tipi ve 90 tanesi de B Tipi olmak üzere 167’dir.(Yatırım fonlarının tiplerine çalışmanın ilerleyen bölümlerinde değinilecektir.)¹⁷⁸

Yatırım fonlarına dair son düzenlemelerin yapıldığı 19.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:VII, No:10 sayılı “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile, bu Tebliğ ile yürürlükten kaldırılan Seri:VII, No:2 sayılı “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” genel hükümlerinde bazı değişiklikler yapılmıştır. Bu değişikliklerden en önemli olanı yatırım fonlarının türlerinin belirlenmesi ile ilgili düzenlemelerdir.

Seri VII, No:10 sayılı son Tebliğ ile yatırım fonlarının türlerine göre sınıflandırılmasında, fon portföylerini oluşturan menkul kıymetlerin nitelikleri ve menkul kıymetlerin portföydeki oranları dikkate alınarak bir düzenlenmeye gidilmiştir. Bu düzenlemeye göre yatırım fonu türleri fon portföyün çoğunluğunu oluşturan menkul kıymet türü veya fon portföyünün tümünü oluşturan menkul kıymet türüne göre belirlenmektedir. Burada göze çarpan en belirgin fark ise, fonların tür ve tiplerinin (A ve B Tipi) ünvanlarında belirtilme zorunluluğudur. Bu fonların tip ve türleri ile ilgili detaylı bilgi “Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması” bölümünde işlenecektir. Mart 1998 itibariyle yatırım fonlarının bahsi geçen ünvan değişikliği dönüşüm öncesi ve sonrası ünvanları kuruluş tarihleri ile Tablo III ve IV’de verilmiştir.

¹⁷⁸ **Liberal Bakış:** “Yatırım Fonlarının Değeri Yarım Katrilyonu Geçti”, 10.12.1997

TABLO-III: B TİPİ YATIRIM FONLARININ KURULUŞ TARİHİ VE DÖNÜŞÜM BİLGİLERİ

FONUN DÖNÜŞÜM ÖNCESİ ÜNVANI	FONUN DÖNÜŞÜM SONRASI ÜNVANI	KURULUŞ TARİHİ
1 - ABN AMBRO H.G.M.D.E.Ğ.	ABN AMBRO H.G.M.D.E.Ğ.B TİPİ DEĞİŞKEN FON	27 MART 1997
2 - AKBANK1	AKBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	17 MAYIS 1991
3 - AKBANK2	AKBANK B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	30 NİSAN 1993
4 - ALFA 1	ALFA MEN.D.E.Ğ.B TİPİ DEĞİŞKEN FON	11 EKİM 1996
5 - ALTERNATİFFON2	ALTERNATİFBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	6 HAZİRAN 1995
6 - ALTERNATİFFON3	ALTERNATİFBANK B TİPİ YAB.MEN.KIY.FONU	27 EKİM 1995
7 - ATAFON 2	ATA MEN.KIY.B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	8 MART 1996
8 - BANKEKSPRES2	BANKEKSPRES B TİPİ DEĞİŞKEN FON	26 NİSAN 1995
9 - BANKKAPİTALI	BANKKAPİTAL B TİPİ DEĞİŞKEN FON	22 ARAK 1995
10 - BAYINDIR1	BAYINDIR MEN.D.E.Ğ. B TİPİ DEĞİŞKEN FON	16 EKİM 1996
11 - BİR TÜRK KÖRFEZBANK	BİR TÜRK KÖRFEZBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	8 AĞUSTOS 1994
12 - DEMİR YATIRIM A.Ş.	DEMİR YATIRIM B TİPİ DEĞİŞKEN YATIRIM FONU	09 EKİM 1997
13 - DEMİRFON2	DEMİRBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	27 EYLÜL 1991
14 - DENİZBANK A.Ş.	DENİZBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	14 OCAK 1998
15 - ECZACIBAŞI	ECZACIBAŞI MEN.D.E.Ğ. B TİPİ DEĞİŞKEN FON	28 ŞUBAT 1994
16 - EGE GİYİM SAN. BANKASI	EGE GİY.SAN.BANK B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	4 NİSAN 1997
17 - EGEFON1	EGEBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	20 ARAK 1989
18 - EKİNFON1	EKİNCİLER YAT.MEN.D.E.Ğ.B TİPİ DEĞİŞKEN FON	15 KASIM 1993
19 - ESBANK1	ESBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	21 TEMMUZ 1987
20 - ESBANK2	ESBANK B TİPİ KARMA FON	27 HAZİRAN 1989
21 - FİNANSFON4	FİNANSBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	9 MART 1990
22 - FİNANSFON3	FİNANSBANK B TİPİ LİKİT FON	14 AĞUSTOS 1990
23 - FİNANSFON3	FİNANSBANK B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	6 KASIM 1989
24 - GARANTİMENKUL1	GARANTİ MEN.KIY.B TİPİ DEĞİŞKEN FON	25 HAZİRAN 1993
25 - GEDİRFON2	GEDİK MEN.KIY.B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	27 ARAK 1993
26 - İKTİSATFON3	İKTİSAT BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	4 ARAK 1989
27 - İKTİSATFON3	İKTİSAT BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	24 OCAK 1989
28 - İNTERFON4	İNTERBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	11 KASIM 1987
29 - İNTERFON3	İNTERBANK B TİPİ LİKİT FON	5 EKİM 1990
30 - İSVİCRE SİGORTA A.Ş.	İSVİCRE SİGORTA B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	7 TEMMUZ 1997
31 - İŞKİLER MENKUL KIYMETLER A.Ş.	İŞKİLER MENKUL KIYMETLER B TİPİ YABANCI MENKUL KIYMET FONU	27 HAZİRAN 1997
32 - K YATIRIM MENKUL DEĞ. A.Ş.	K YATIRIM MENKUL DEĞ.B TİPİ DEĞİŞKEN FON	5 AĞUSTOS 1997
33 - KENTFON2	KENTBANK B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	31 EKİM 1996
34 - KOÇBANKFON2	KOÇBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	14 EYLÜL 1993
35 - KOÇBANKFON4	KOÇBANK B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	15 TEMMUZ 1996
36 - KÖRFEZ YATIRIM A.Ş.	KÖRFEZ YATIRIM B TİPİ DEĞİŞKEN FON	3 HAZİRAN 1997
37 - MIDLAND BANK A.Ş.	MIDLAND BANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	31 TEMMUZ 1997
38 - OSMANLI BANKASI	OSMANLI BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	7 MART 1997
39 - OYAKBANK1	OYAKBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	11 EKİM 1996
40 - PAMUKFON2	PAMUKBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	9 MAYIS 1990
41 - PAMUKFON1	PAMUKBANK B TİPİ LİKİT FON	25 AĞUSTOS 1989
42 - SİYKE FON1	SİN.YAT.KALKINMA BANK.B TİPİ DEĞİŞKEN FON	6 NİSAN 1995
43 - SÜMERFON1	SÜMERBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	2 ŞUBAT 1990
44 - SÜMERBANK A.Ş.	SÜMERBANK B TİPİ LİKİT FON	16 NİSAN 1997
45 - SÜMERBANK A.Ş.	SÜMERBANK B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	16 NİSAN 1997
46 - ŞEKERBANK2	ŞEKERBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	11 TEMMUZ 1996
47 - ZİRAAT2	T.C.ZİRAAT BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FONU	26 ARAK 1989
48 - ZİRAAT3	T.C.ZİRAAT BANKASI B TİPİ LİKİT FONU	26 ARAK 1990
49 - ZİRAAT4 (*)	T.C.ZİRAAT BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	21 MAYIS 1990
50 - DİŞBANK1	T.DİŞ TİCARET BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	13 MAYIS 1988
51 - TEB2	T.EKONOMİ BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	27 ARAK 1994
52 - EMLAK3	T.EMLAK BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	11 NİSAN 1991
53 - EMLAK4	T.EMLAK BANKASI B TİPİ LİKİT FON	6 KASIM 1989
54 - EMLAK1	T.EMLAK BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	3 KASIM 1989
55 - GARANTİFON3	T.GARANTİ BANKASI B TİPİ KARMA FON	1 ARAK 1989
56 - GARANTİFON2	T.GARANTİ BANKASI B TİPİ LİKİT FON	13 OCAK 1989
57 - GARANTİFON1	T.GARANTİ BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	8 TEMMUZ 1987
58 - İŞFON4	T.İŞ BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	26 ARAK 1989
59 - İŞFON1	T.İŞ BANKASI B TİPİ LİKİT FON	16 EKİM 1986
60 - İŞFON6	T.İŞ BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	3 MAYIS 1990
61 - İŞFON3	T.İŞ BANKASI B TİPİ YAB.MEN.KIY.FONU	3 MAYIS 1990
62 - KALKINMA1	T.KALKINMA BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	1 ARAK 1989
63 - TSKB2	T.SIN.KAL.BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	28 EYLÜL 1993
64 - TİCARET2	T.TİCARET BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	12 HAZİRAN 1995
65 - TÖTÜNFON2	T.TÖTÜNCÜLER BANKASI (YAŞARBANK) B TİPİ DEĞİŞKEN FON	19 HAZİRAN 1990
66 - TÖTÜNFON3	T.TÖTÜNCÜLER BANKASI (YAŞARBANK) B TİPİ LİKİT FON	21 ŞUBAT 1994
67 - VAKİFON3	T.VAKİFLAR BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	8 EYLÜL 1989
68 - T.VAKİFLAR BANKASI A.O.	T.VAKİFLAR BANKASI B TİPİ KARMA FON	20 HAZİRAN 1997
69 - VAKİFON6	T.VAKİFLAR BANKASI B TİPİ LİKİT FON	20 MART 1990
70 - VAKİFON2	T.VAKİFLAR BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	26 ARAK 1988
71 - VAKİFON3	T.VAKİFLAR BANKASI B TİPİ YAB.MEN.KIY.FONU	2 ŞUBAT 1990
72 - TACİRLER	TACİRLER MEN.D.E.Ğ. B TİPİ DEĞİŞKEN FON	24 HAZİRAN 1997
73 - TAIB YATIRIM A.Ş.	TAIB YATIRIM B TİPİ DEĞİŞKEN FON	24 HAZİRAN 1997
74 - TARIŞFON2	TARIŞBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	13 ŞUBAT 1992
75 - TARIŞFON1	TARIŞBANK B TİPİ LİKİT FON	14 MART 1990
76 - TEKSTİL2	TEKSTİLBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	28 EYLÜL 1992
77 - TEKSTİL1	TEKSTİLBANK B TİPİ LİKİT FON	21 KASIM 1993
78 - TOPRAKFON1	TOPRAKBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	12 EYLÜL 1993
79 - Y.KREDİ YATIRIM 1	Y.KREDİ YATIRIM B TİPİ LİKİT FON	9 EKİM 1996
80 - Y.KREDİ YATIRIM 2	Y.KREDİ YATIRIM B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	9 EKİM 1996
81 - YAPIKREDİ2	YAPI KREDİ BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	12 ARAK 1988
82 - YAPIKREDİ1	YAPI KREDİ BANKASI B TİPİ LİKİT FON	28 AĞUSTOS 1987
83 - YAPIKREDİ8	YAPI KREDİ BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	23 MAYIS 1990
84 - YAPIKREDİ9	YAPI KREDİ BANKASI B TİPİ YAB.MEN.KIY.FONU	23 MAYIS 1990
85 - ETİFON1 (*)		20 ARAK 1990
86 - MUSTAFA YILMAZI (*)		27 AĞUSTOS 1996
87 - HALKFON1 (*)		11 NİSAN 1989
88 - HALKFON2 (*)		30 KASIM 1989
- YAPIKREDİ3 (**)		17 ŞUBAT 1988
- YAPIKREDİ4 (***)		17 ŞUBAT 1988
- YAPIKREDİ5 (****)		17 ŞUBAT 1988
- YAPIKREDİ6 (*****)		17 ŞUBAT 1988
- YAPIKREDİ7 (*****)		12 ARAK 1988
89 - YATIRIM FİNANSMAN A.Ş.	YATIRIM FİNANSMAN B TİPİ DEĞİŞKEN FON	14 KASIM 1997
90 - YURT TİCARET VE KREDİ BANKASI A.Ş.	YURT TİCARET VE KREDİ BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	28 AĞUSTOS 1997

DİPNOTLAR

(*) Dönüşümleri henüz gerçekleştirilmedi.

(**) 2.Fonla Birleştirildi.

(***) 8.Fonla Birleştirildi.

(****) 1.Fonla Birleştirildi.

(*****) 8.Fonla Birleştirildi.

(*****) 8.Fonla Birleştirildi.

KAYNAK: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Mart 1998

TABLO IV: A TİPİ YATIRIM FONLARININ KURULUŞ TARİHİ VE DÖNÜŞÜM BİLGİLERİ

FONUN DÖNÜŞÜM ÖNCESİ ÜNVANI	FONUN DÖNÜŞÜM SONRASI ÜNVANI	KURULUŞ TARİHİ
1 - ABN AMBRO BANK NV ALARKO	ABN AMBRO BANK NV. ALARKO A TİPİ ÖZEL FON	15 AĞUSTOS 1997
2 - ABN AMBRO HG.M.DEG.	ABN AMBRO HG.M.DEG. A TİPİ KARMA FON	27 MART 1997
3 - AKBANK3	AKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	25 HAZİRAN 1993
4 - ALFA 3	ALFA MENKUL KIYMET.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	11 EKİM 1996
5 - ALTERNATİFFON1	ALTERNATİF BANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5 AĞUSTOS 1993
7 - ATAFON3	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	28 MAYIS 1996
6 - ATAFON1	ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ KARMA FON	30 NİSAN 1993
8 - BANKEKSPRES1 (*)	BANKEKSPRES A TİPİ DEĞİŞKEN FON	2 ŞUBAT 1994
9 - BANKKAPITAL 2	BANKKAPITAL A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4 MART 1996
- BİR.TÜRK.KÖRFEZBANK	BİR.TÜRK.KÖRFEZBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON(15.1.1998'de tasfiye edildi)	14 TEMMUZ 1990
10 - COMM.UNION SIG.1	COMM.UNION SIG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	25 EKİM 1993
11 - DEMİRFON1	DEMİRBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	26 ARALIK 1989
12 - DEMİR YATIRIM A.Ş.	DEMİR YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN YATIRIM FONU	9 EKİM 1997
13 - DENİZBANK A.Ş.	DENİZBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	14 OCAK 1998
14 - ECZACIFON2	ECZACIBAŞI MEN.DEG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7 AĞUSTOS 1995
15 - ECZACIBAŞI MENKUL DEĞERLER A.Ş.	ECZACIBAŞI MEN.DEG. A TİPİ DEĞİŞKEN ÖZEL YAT.FONU	11 TEMMUZ 1997
16 - EGS EGE GİYİM SAN.BANKASI	EGE GİYİM SAN. BANK. A TİPİ KARMA FON	10 HAZİRAN 1997
17 - EGEFON2	EGEBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	12 MART 1991
18 - EGS EGE GİYİM SAN.SİGORTA A.Ş.	EGS EGE GİYİM SAN.SİGORTA A TİPİ DEĞİŞKEN FONU	22 AĞUSTOS 1997
19 - EGS YATIRIM VE MEN.DEG.A.Ş.	EGS YATIRIM VE MENKUL DEG. A TİPİ KARMA FONU	03 EYLÜL 1997
20 - ESBANK3	ESBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	4 HAZİRAN 1990
21 - EVGİN1	EVGİN MEN.DEG.A TİPİ KARMA FON	26 AĞUSTOS 1996
22 - FİNANSFON2	FİNANSBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	7 HAZİRAN 1989
23 - GEDİK MENKUL KIY.A.Ş.	GEDİK MENKUL KIY.A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	04 EYLÜL 1997
24 - GEDİKFON1	GEDİK MENKUL KIY.A TİPİ KARMA FON	13 NİSAN 1995
25 - GLOBAL1	GLOBAL MEN.DEG.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	12 NİSAN 1993
26 - HAKMENKUL1	HAK MENKUL KIY.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	27 EYLÜL 1993
27 - HALKFON3 (*)		10 OCAK 1990
28 - İKTİSATFON4	İKTİSAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	20 ŞUBAT 1989
29 - İNTER YATIRIM A.Ş.	İNTER YATIRIM A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	30 HAZİRAN 1997
30 - İNTER YATIRIM A.Ş.	İNTER YATIRIM A TİPİ KARMA FON	23 MAYIS 1997
31 - İNTERFON7	İNTERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5 MAYIS 1993
32 - İNTERFON6	İNTERBANK A TİPİ KARMA FON	15 OCAK 1991
33 - İŞYATIRIM MEN.DEG.FONU	İŞ YATIRIM MEN.DEG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5 MAYIS 1997
34 - İŞİKLARFON1	İŞİKLAR MENKUL KIY. A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	17 AĞUSTOS 1996
35 - KENTFON1	KENTBANK A TİPİ KARMA FON	12 TEMMUZ 1990
36 - KOÇBANKFON1	KOÇBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10 MAYIS 1993
37 - KOÇBANKFON5	KOÇBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	15 TEMMUZ 1996
38 - KOÇBANKFON3	KOÇBANK A TİPİ KARMA FON	11 ARALIK 1993
39 - KÖRFEZ YATIRIM	KÖRFEZ YATIRIM A TİPİ KARMA FON	3 HAZİRAN 1997
40 - NUROLFON1	NUROL MENKUL KIY. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1 TEMMUZ 1996
41 - OYAK1	ORDU YARD.KURUMU A TİPİ DEĞİŞKEN FON	18 NİSAN 1994
42 - OSMANLI BANKASI	OSMANLI BANKASI A TİPİ KARMA FON	7 MART 1997
43 - PAMUKBANK	PAMUKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	19 AĞUSTOS 1997
44 - SRATEJİ1	STRATEJİ MENKUL DEG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10 EYLÜL 1996
45 - SÜMERFON2	SÜMERBANK A TİPİ KARMA FON	14 MAYIS 1996
46 - ŞEKERFON1	ŞEKERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	8 KASIM 1993
47 - ZİRAAT FON1	T.C.ZİRAAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	26 ARALIK 1989
48 - DİŞBANK3	T.DİŞ TİCARET BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	14 NİSAN 1990
49 - DİŞBANK2	T.DİŞ TİCARET BANKASI A TİPİ KARMA FON	6 MART 1989
50 - EMLAKFON5	T.EMLAK BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	19 EKİM 1993
51 - EMLAKFON2	T.EMLAK BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	23 TEMMUZ 1990
52 - GARANTİFON5	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	29 MAYIS 1990
53 - GARANTİFON4	T.GARANTİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	20 MART 1990
54 - İŞFON7	T.İŞ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	23 ŞUBAT 1993
55 - İŞFON2	T.İŞ BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	14 ŞUBAT 1989
56 - İŞFON3	T.İŞ BANKASI A TİPİ İŞTİRAK FONU	29 AĞUSTOS 1989
57 - KALKINMAFON2	T.KALKINMA BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	17 TEMMUZ 1990
58 - TSKB1	T.SİNAİ KALKINMA BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	27 ARALIK 1991
59 - TİCARET1	T.TİCARET BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	14 MAYIS 1990
60 - TÖTÜNFON1	T.TÖTÜNCÜLER BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	12 NİSAN 1988
61 - VAKİFFON4	T.VAKIFLAR BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	11 OCAK 1990
62 - TACİRLER1	TACİRLER MENKUL DEG. A TİPİ KARMA FON	17 EKİM 1996
63 - TAİB YATIRIM	TAİB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	24 HAZİRAN 1997
64 - TEB YATIRIM	TEB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	23 MAYIS 1997
65 - TEKFENFON1	TEKFEN YAT.VE FİN. BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	21 KASIM 1995
66 - TEKSTİLFON3	TEKSTİL BANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	13 EKİM 1993
67 - TOPRAKFON2	TOPRAKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	12 EYLÜL 1995
68 - TEB1	TÜRK EKONOMİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10 EYLÜL 1993
69 - TEB3	TÜRK EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	21 KASIM 1995
70 - Y.KREDİ YATIRIM3	Y.KREDİ BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	9 EKİM 1996
71 - Y.K.YATIRIM A.Ş.	Y.KREDİ YATIRIM A TİPİ GIDA, İÇECEK SEKTÖRÜ FONU	20 AĞUSTOS 1997
72 - Y.K.YATIRIM A.Ş.	Y.KREDİ YATIRIM A TİPİ KARMA FON	20 AĞUSTOS 1997
73 - Y.K.YATIRIM A.Ş.	Y.KREDİ YATIRIM A TİPİ MALİ KURULUŞLAR SEKTÖR. FONU	20 AĞUSTOS 1997
74 - Y.K.YATIRIM A.Ş.	Y.KREDİ YATIRIM A TİPİ METAL SEKTÖRÜ FONU	20 AĞUSTOS 1997
75 - Y.K.YATIRIM A.Ş.	Y.KREDİ YATIRIM A TİPİ TEKSTİL SEKTÖRÜ FONU	20 AĞUSTOS 1997
76 - Y.K.YAT. HALK SIG.	Y.KREDİ YATIRIM HALK SİGORTA A TİPİ ÖZEL FONU	6 MAYIS 1997
77 - YATIRIM FİNANSMAN	YATIRIM FİNANSMAN A TİPİ DEĞİŞKEN FON	11 KASIM 1993

DİPNOTLAR

(*) Dönüşimleri henüz gerçekleşmedi.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Mart 1998

3.1.1.1 Sermaye Piyasası Açısından Yatırım Fonları

Yatırım fonlarının mahiyetini anlayabilmek için bu kuruluşların iktisadi ve hukuki açıdan ayrı ayrı incelenmesi gerekmektedir. Yatırım fonları iktisadi açıdan, sermaye piyasasında çalışan yardımcı kuruluş, hukuki açıdan ele alınınca bir yatırım müessesesi gibi görünmektedir.¹⁷⁹

Türk Sermaye Piyasası'nda yardımcı kuruluş olarak çalışan üç tip kurum vardır:¹⁸⁰

- Aracı kurumlar,
- Yatırım Fonları,
- Yatırım Ortaklıkları.

Bu üç kurumun ortak paydası, sermaye piyasasının gelişmesi ve dolayısıyla da ülke ekonomisinin kalkınmasına bir ölçüde katkıda bulunmaktır. Bir diğer amaç da bu işlemleri yaparken küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarının da bu piyasada en etkin ve verimli şekilde yer almalarını sağlayarak hem piyasaya fon sağlamak, hem de tasarruf sahibine etkin yönetim konusunda tüm yardımları vererek onun da yatırımlarında avantajlı konuma geçmesini sağlamaktır.

Sermaye piyasası açısından baktığımızda piyasaya fon sağlama işlevini yerine getiren yatırım fonlarının toplam fon portföy değerinin Türkiye'de Ağustos 97 ile Mart 98 tarihleri arasında gösterdiği değişim Tablo V'de verilmiştir:

¹⁷⁹ TUNCER, Selahattin: "Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler", Türkiye'de Menkul Kıymetler Yatırım Fonu, İktisadi ve Araştırma Vakfı Yayını, İstanbul, 1989, S. 47

¹⁸⁰ GÖNENÇ, Halil: "Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Bugünü", Hacettepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 7, Sayı 1-2, 1989, S. 121

TABLO – V: Türkiye’de Yatırım Fonlarının Aylar İtibariyle Toplam Fon Portföy Değerleri

Ay / Yıl	Toplam Fon Portföy Değeri (Milyon TL)
08/1997	137,167,369.2
09/1997	162,637,373.2
10/1997	191,498,284.4
11/1997	183,101,472.4
12/1997	190,126,130.0
01/1998	208,858,879.3
02/1998	205,414,434.7
03/1998	260,365,471.7

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Mart 1998

Tablo-V’i incelediğimizde, yatırım fonlarının katılma belgeleri karşılığında topladığı fonlardaki artışın belirli dönemlerde durgunlaştığını veya azaldığını, belirli dönemlerde ise büyük sıçramalar şeklinde fazlaştığını görmekteyiz. Sonuç itibariyle uzun vadede yatırım fonlarında büyük miktarda fon artışı sağlandığı açıktır. Yatırım fonları ile sağlanan bu fonlar;

- i. Gelişmiş mali piyasalarda yeni kurulan kamu kuruluşlarının ve belediyelerin finansmanında önemli roller oynamakta,
- ii. Portföylerine yüksek getirili bono, tahvil ve finansman bonusu alarak kurumların borçlanma maliyetini düşürmekte,¹⁸¹
- iii. Hisse senetlerine yatırım yaparak özel sektöre kaynak aktarımına aracılık etmekte,
- iv. Kamu borçlanma araçlarına yatırım yapmak suretiyle bütçe açıklarının finansmanına katkıda bulunmakta,
- v. Portföy yönetimi faaliyetinin gelişmesine katkıda bulunmakta ve
- vi. Deneyimsiz ve küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin menkul kıymet yatırımlarına dönüşümüne imkan sağlamaktadır.¹⁸²

¹⁸¹ ÜNAL, Targan: *Gelişen* A.g.e., S. 49

¹⁸² ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 18

3.1.1.2 Hukuki Açıdan Yatırım Fonları

Hukuki açıdan bir yatırım müessesesi gibi görünen yatırım fonlarının hukuki yönleri ile ilgili olarak üzerinde durulması gereken önemli konular, inançlı mülkiyet esası, riskin dağıtılması ilkesi, üçlü ilişki ve fonun mal varlığıdır.

3.1.1.2.1 İnançlı Mülkiyet Esası

İnançlı mülkiyetin üç unsuru vardır;

- i. İnanılan,
- ii. İnananlar,
- iii. İnanç konusu.

Uygulamada yatırım fonları ancak inançlı mülkiyet esasına dayandırılmaktadır. İnançlı mülkiyet esasında fona, inançlı kimse olarak fon yöneticisi (inanılan) sahiptir. Yatırım fonu ise inanç konusu olmaktadır. Tasarruf sahipleri yani inananlar, katılma belgesi satın alarak birikimlerini inandıkları fon kurucularının yönetimine devrederler. Bu devir bir inanç sözleşmesi olup uygulamada fon içtüzüğü ile gerçekleştirilir. Yönetici, sözleşme çerçevesinde katılma belgeleri karşılığında aldığı paraların maliki olur; ancak bu paraları sözleşme çerçevesi içinde kullanmak zorundadır.¹⁸³

Kanunun gerekçesine göre Türk ve İsviçre hukukunda inançlı mülkiyet özel olarak düzenlenmemiş olmakla beraber, doktrin ve içtihatlar tarafından geçerli bir hukuki müessese olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle yasada, yatırım fonlarının inançlı mülkiyet esasına göre kurulmasında bir sakınca görülmemiştir. Fakat uygulamada, inançlı mülkiyet esasına dayalı yatırım fonlarında da inançlı malik(kurucu) ile inananlar (Katılma belgesi sahipleri) arasındaki ilişkilerde, vekalet akdi hükümleri uygulanmaktadır.

¹⁸³ TUNCER, Selahattin: A.g.e., S. 51

Vekalet akdinde, vekil ile müvekkil arasında bir sözleşme (vekalet sözleşmesi) vardır ve bundan dolayı, her iki taraf borç altına girerler. Vekil kendisine havale edilen veya yapılması istenen işi idare etmeyi veya hizmeti ifa etmeyi üstlenir.¹⁸⁴

3.1.1.2.2 Riskin Dağıtılması İlkesi

Yatırım fonlarının en önemli özelliği, çeşitli menkul değerleri bir portföyde toplayarak büyük adetler kanununa göre riski dağıtabilmesidir. Münferit yatırımların bunu şahsen yapması kolay değildir.¹⁸⁵

Herhangi bir portföyün yatırım ilkeleri hangi menkul kıymetlere (menkul kıymetin türü ve ihraççı kuruluşun niteliği v.b.), ne büyüklüklerde yatırım yapılacağını içerir. Söz konusu büyüklükler belirlenirken yönetim ilkelerinin dışına çıkılmamalıdır. Bu ilkeler fon içtüzüğü ve fon yönetimi açısından emredici niteliktedir. Kanunla getirilen bu kısıtlamalar risk dağılımının da sağlanması amacıyla getirilmiştir.¹⁸⁶

3.1.1.2.3 Yatırım Fonlarında Üçlü İlişki

Yatırım fonları, ilke olarak üçlü bir ilişki içinde doğar. Bu üçlü ilişki, üçlü bir hukuki yapı olarak yatırım fonlarında tarafları belirler. Bu ilişkide taraflar:

- i. Yatırım fonlarını kurup yöneten kurum (trust),
- ii. Saklama ve katılma belgelerini satmakla görevli kurum (trustee),
- iii. Tasarruf sahipleri, fona iştirak eden katılma belgesi sahipleridir.¹⁸⁷

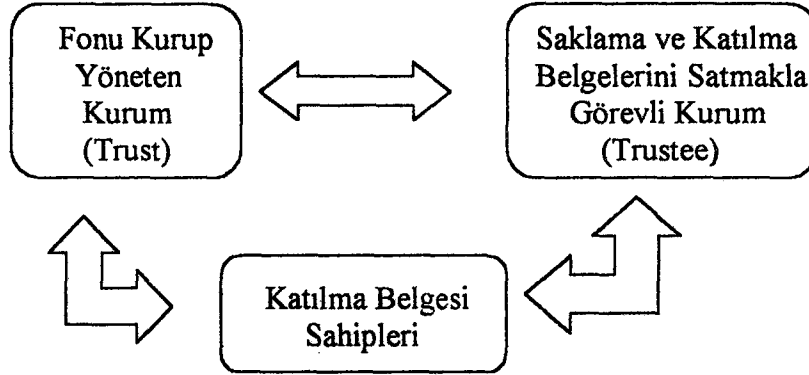
¹⁸⁴ TEVFİK, Gürman: A.g.e., S. 34

¹⁸⁵ TUNCER, Selahattin: A.g.e., S. 51

¹⁸⁶ SOYDEMİR, Selim: Amerika ..., A.g.e., S. 109

¹⁸⁷ YALÇINKAYA, Yener ve BESNİ, Emel: "Menkul Kıymet Ders Notu", Töbank Eğitim ve Tanıtım Müdürlüğü, Yayımlanmamış Ders Notu, 1989-4, S. 44

ŞEKİL -1: Yatırım Fonunda Taraflar



Kaynak: TUNCER, Selahattin: Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Fonu, Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayını, İstanbul, 1989, S. 50

Yatırım fonlarını kurup yöneten kurum yani kurucu, bir yatırım fonunu kurarak bu fona iştiraki sağlayan katılma belgelerini halka arz eden ve fonun her türlü işlemlerinden ortakların üçüncü kişilere ve kamu kurum ve kuruluşlarına karşı sorumlu olan kuruluştur. Yatırım fonunun portföyü, kurucu tarafından atanan bağımsız yetkili bir portföy yöneticisi kuruluş tarafından yönetilir. Bu suretle fon portföyünün kurucu tarafından kötü kullanımının önlenmesi bir başka ifade ile kurucunun değil, bu fona katılanların menfaatleri doğrultusunda yönetilmesi ve kurucu ile fon arasındaki menfaat çatışmasının önlenmesi amaçlanmıştır. Kurucu, portföy yöneticisinin faaliyetlerinin mevzuat ve fonun amaç ve ilkelerine uygunluğunu gözetmekle yükümlü olup fon adına yaptığı tüm işlemlerden sorumludur.

Saklama ve katılma belgelerini satmakla görevli kurum yani yedd-i emin, fonun portföyündeki varlıkları muhafaza eder ve portföy yöneticisinin verdiği direktiflere uygun olarak portföydeki menkul kıymet hareketlerini yürütür, ayrıca fonun portföyündeki menkul kıymetlerin faiz ve temettü gelirlerini tahsil ederek katılımcılara aktarılmasına aracılık eder.

Tasarruf sahipleri, fona iştiraki sağlayan katılma belgelerini satın alan gerçek veya tüzel kişilerdir.¹⁸⁸

Bu üçlü ilişkide kurucu ile yedd-i emin, tasarruf sahipleri ile yedd-i emin arasında yakın bir işlem ilişkisi mevcut olduğu halde, kurucu ile tasarruf sahipleri arasındaki ilişki dolaylıdır. Çünkü katılma belgesi sahiplerinin muhatabı kurucu değil yedd-i emindir. Buna rağmen bizdeki uygulamada kanun koyucu bu ilişkileri vekalet akdine göre düzenlemek istemiştir.¹⁸⁹

3.1.1.2.4 Fonun Mal Varlığı

Yatırım fonunun kendisi sermaye yani mal varlığıdır. Bu mal varlığı, kurucunun Sermaye Piyasası Kanunu'ndan, Tebliğ'den ve fon içtüzüğünden doğan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve sorumluluğunu karşılaması dışında hiç bir amaçla kullanılamaz. Fon mal varlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.¹⁹⁰

Daha önce belirtilen üçlü hukuki ilişkide önemli olan nokta fon malvarlığının kime ait olacağının saptanmasıdır. Bu konuda farklı iki görüş mevcuttur:¹⁹¹

- i. Müşterek mülkiyet alternatifine göre fon kurulduğu hallerde fon, mal varlığı katılma belgesi sahiplerinin müşterek mülkiyetindedir. Ancak müşterek maliklerin, Medeni Kanun'a göre her zaman için taksim isteyebilecekleri ilkesi, yatırım fonlarının sürekliliği ile bağdaşmamaktadır. Diğer yandan müşterek mülkiyete dayalı yatırım fonlarında katılma belgesi sahipleri ile kurucu kurum arasındaki ilişkiler vekalet akdi hükümlerine tabidir. Borçlar Kanunu'nun 389'uncu maddesi gereğince, vekalet akdinde, vekalet veren vekile talimat verilebileceği gibi, onu her zaman görevinden azledebilir. Oysa yatırım fonlarında katılma belgesi sahipleri fon yöneticisine talimat veremeyeceği gibi, hiç bir şekilde yönetime katılamazlar. Ayrıca, yine Borçlar Kanunu'nun 296'ncı maddesinde vekilin her zaman azladılabileceği hükmü emredici bir ilkedir. Halbuki

¹⁸⁸ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 12

¹⁸⁹ TUNCER, Selahattin: A.g.e., S. 51

¹⁹⁰ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 40

¹⁹¹ TUNCER, Selahattin: A.g.e., S. 52

mahiyeti itibariyle, yatırım fonu uygulaması, katılma belgesi sahiplerinin yöneticiyi azledememesini gerektirir.

ii. İnançlı mülkiyet ilkesi kabul edildiği takdirde durum değişmektedir. Aslında fon mal varlığı katılma belgesine sahip olan küçük tasarruf sahiplerininidir. Ancak bu grup uzman olmadığından mal varlığını güvendikleri bir kişiye emanet etmektedirler. Burada emanet edilen kişi fonu kuran ve yöneten kurumdur. Kurucunun görevi, katılma belgesi sahiplerinin çıkarları doğrultusunda fonu temsil ve yönetmekten ibarettir. Nitekim kurucu fonu teminat olarak gösteremez, fon mal varlığı haczedilemez. Kurucu kurum iflas etse dahi, fon mal varlığı iflas masasına dahil edilmeyerek ayrı bir şekilde varlığını sürdürür.



3.1.2 YATIRIM FONU TÜRLERİ

Dünyada yatırım fonları konusu incelenirken yatırım fonlarını portföydeki kıymetlerin niteliğine göre, yatırım hedeflerine göre, portföydeki pay sayısının değişebilirliğine göre ve kar dağıtıp dağıtmadıklarına göre sınıflandırmıştık. Ancak gene aynı bölümde belirtildiği üzere, yatırım fonları türlerinin portföyü oluşturan menkul kıymetlerin niteliği ile direkt ilişkili olduğu belirtilmiş, bu kriter gözönünde bulundurularak yapılan sınıflandırmanın hem yatırımcı için hem de yatırım fonu portföy yöneticileri için esas teşkil ettiği sebepleriyle açıklanmıştır. Özetle yatırım fonlarını türlerine göre sınıflandırmada temel farklılık, fonun portföyünü oluşturan varlıkların birbirinden farklı olmasıdır.¹⁹²

Ayrıca yatırımcı açısından düşündüğümüzde yatırım fonunun kazancı portföyünde bulundurduğu varlıkların getirisine bağlı olduğundan yatırımcıların fonun türü ve tipi, bir başka deyişle portföyün bileşimi hakkında bilgi sahibi olduktan sonra yatırım yapacakları fonu seçmeleri uygun olacaktır.

Türkiye’de yukarıda belirtilen kriterler gözönünde tutularak hazırlanan Sermaye Piyasası Kurumu’nun Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ’indeki hükümler doğrultusunda yatırım fonları, içtüzüklerinde belirtilmek koşuluyla iki ana şekilde kurulabilir:

- i. Fon portföyünün en az %51’inin devamlı olarak yatırıldığı menkul kıymet türüne göre yatırım fonları,
- ii. Fon portföyünün tamamının yatırıldığı menkul kıymet türlerine göre yatırım fonları.

Bu iki yatırım fonu sınıflandırması içinde yer alan her yatırım fonu türü, A ve B tipi fonlar olarak ikiye ayrılır. Fon içtüzüklerinde belirtilmek suretiyle, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25’ini, devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların

¹⁹² ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 14

hisse senetlerine yatırmış fonlar A tipi, diğerleri B tipi olarak adlandırılır ve bu tipler fon türleri ile birlikte belirtilir.¹⁹³ Seri:VII, No: 10 sayılı “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”nde belirtilen yatırım fonu türlerinin “Hisse Senedi Fonu”, “Likit Fon” ve “Endeks Fon” hariç tümü, A ve B Tipi yatırım fonu olarak sınıflandırılabilir.

“Hisse Senedi Fonu”nda fon portföyünün en az %51’i özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerinden oluştuğu için bu tür yatırım fonları B Tipi olamaz.

“Likit Fon”, vadesine 90 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluştuğu için bu tür yatırım fonları A tipi olamaz.

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

Halen Türkiye’de sermaye piyasasında işlem gören yatırım fonlarının A ve B Tiplerine göre sınıflandırılması ve fonların mevcut durumları (fon tutarı, fon toplamı, aylık getirileri) 31.03.1998 tarihi itibarıyla Tablo VI ve Tablo VII’de verilmiştir.

Yatırım fonu sınıflandırmasına dahil edilebilecek fonlar dışında da, içtüzüklerde belirlenmek suretiyle, oluşturulacak portföy yönetim stratejilerine uygun fon türleri, Kurul’ca uygun görülmesi koşuluyla belirlenebilir.

Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar “Özel Fon” olarak adlandırılır.¹⁹⁴

¹⁹³ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md. 5

¹⁹⁴ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md. 5

TABLO-VI: A Tipi Yatırım Fonlarının Mevcut Durumu

FONUN ÜNVANI	FON TUTARI (Milyon TL.)	FON TOPLAM DEĞERİ(Bin TL.)	FIYAT TL.	FIYAT TL.	FIYAT TL.	AYLIK GETİRİ ORANI	YIL BAŞINA GÖRE GETİRİ ORANI
			31.03.1998	28.02.1998	02.01.1998		
						(%)	(%)
1 - ABN AMBRO BANK NV. ALARKO A TİPİ ÖZEL FON	1.000	1.565.485.101	15.655	14.269	13.805	9,72	13,40
2 - ABN AMBRO Hİ.M.D.EĞ. A TİPİ KARMA FON	500.000	731.863.272	18.474	17.059	15.805	8,30	16,89
3 - AKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1.000.000	67.015.793	60.266	56.352	56.526	6,94	6,62
4 - ALFA MENKUL KIYMET A TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	327.417.468	26.076	25.196	24.920	3,49	4,64
5 - ALTERNATİF BANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	100.000	704.588.718	111.658	106.442	107.972	4,90	3,41
6 - ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ KARMA FON	200.000	3.443.687.390	529.253	497.689	471.670	6,34	12,21
7 - ATA MENKUL KIYMETLER A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	200.000	443.431.780	25.343	24.902	24.329	1,77	4,17
8 - BANKEKSPRES A TİPİ DEĞİŞKEN FON	50.000	61.513.289	47.460	48.171	51.821	-1,48	-8,41
9 - BANKKAPITAL A TİPİ DEĞİŞKEN FON	100.000	66.371.914	29.236	27.324	25.224	7,00	15,91
10 - COMMUNION SİG. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	300.000	304.868.177	250.920	245.927	256.043	2,03	-2,00
11 - DEMİR YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	500	250.682.524	12.815	11.629	-	10,19	-
12 - DEMİRBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	25.000	910.818.985	644.894	607.693	656.764	6,12	-1,81
13 - DENİZBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	107.992.230	10.060	-	-	-	-
14 - ECZACIBAŞI MEN.D.EĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	50.000	316.209.211	63.242	59.950	52.473	5,49	20,52
15 - ECZACIBAŞI MEN.D.EĞ.NORDS.İMTAŞ A TİPİ D.EĞ.Ö. FON	150.000	246.958.011	16.464	15.544	-	5,92	-
16 - EGE GİYİM SANAYİCİLERİ SİGORTA A TİPİ DEĞİŞKEN F.	500.000	102.128.254	10.213	-	-	-	-
17 - EĞEBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	55.000	12.207.807	174.522	163.353	180.000	6,84	-3,04
18 - EGE GİYİM SAN. BANK. A TİPİ KARMA FON	250.000	55.317.671	12.101	11.526	11.366	4,99	6,47
19 - EGS YATIRIM MENKUL D.EĞ. A TİPİ KARMA F.	250.000	102.223.115	10.222	-	-	-	-
20 - ESBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10.000	99.411.102	768.187	716.363	775.274	7,23	-0,91
21 - EVGİN MEN.D.EĞ.A TİPİ KARMA FON	250.000	428.023.451	27.529	26.369	26.258	4,40	4,84
22 - FINANSBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	30.000	42.023.964	2.098.575	2.046.123	2.337.455	2,56	-10,22
23 - GEDİK MENKUL KIY. A TİPİ KARMA FON	100.000	350.476.754	54.036	51.687	48.873	4,55	10,56
24 - GEDİK MENKUL DEĞERLER A TİPİ HİSSE SENEDİ F.	100.000	59.722.190	10.049	-	-	-	-
25 - GLOBAL MEN.D.EĞ.A TİPİ DEĞİŞKEN FON	75.000	34.288.997	587.140	494.978	473.136	18,62	24,10
26 - HAK MENKUL KIY. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	20.000	26.802.335	134.012	126.289	130.065	6,11	3,03
27 - HALK FON3(*)	10.000	175.931.501	1.074.456	1.011.195	926.063	6,26	16,02
28 - İKTİSAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10.000	24.643.954	1.704.874	1.697.609	1.799.149	0,43	-5,24
29 - İNTER YATIRIM A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	200.000	238.142.785	12.915	11.499	10.929	12,31	18,17
30 - İNTER YATIRIM A TİPİ KARMA FON	200.000	315.310.935	15.857	14.722	13.299	7,71	19,23
31 - İNTERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1.000.000	2.506.749.266	26.310	24.622	23.245	6,86	13,19
32 - İNTERBANK A TİPİ KARMA FON	1.000.000	2.431.775.219	24.696	23.153	21.427	6,66	15,25
33 - İŞ YATIRIM MEN.D.EĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10.000	6.875.164.708	18.582	17.674	16.520	5,14	12,48
34 - İŞIKLAR MENKUL KIY. A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	50.000	39.752.521	26.359	24.656	23.845	6,91	10,54
35 - KENTBANK A TİPİ KARMA FON	200.000	9.336.578	98.383	92.863	100.527	5,94	-2,13
36 - KOÇBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	600.000	6.131.636.610	741.709	695.187	656.423	6,69	12,99
37 - KOÇBANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	50.000	141.504.056	28.301	27.245	26.361	3,88	7,36
38 - KOÇBANK A TİPİ KARMA FON	100.000	794.915.736	192.004	184.123	173.697	4,28	10,54
39 - KÖRFEZ YATIRIM A TİPİ KARMA FON	500.000	89.412.615	10.653	9.754	10.203	9,22	4,41
40 - NUROL MENKUL KIY. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1.000.000	5.587.417.127	27.764	25.786	24.345	7,67	14,04
41 - ORDU YARD.KURUMU A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1.000.000	3.380.520.079	70.122	68.439	67.352	2,46	4,11
42 - OSMANLI BANKASI A TİPİ KARMA FON	10.000	445.032.469	18.616	17.342	16.649	7,34	11,81
43 - PAMUKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1.000.000	502.432.278	12.008	11.081	11.273	8,37	6,52
44 - STRATEJİ MENKUL D.EĞ. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	100.000	97.350.507	26.584	24.571	21.696	8,19	22,53
45 - SÜMERBANK A TİPİ KARMA FON	100.000	79.755.145	29.952	28.036	28.486	6,83	5,15
46 - ŞEKERBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	100.000	49.260.965	47.650	46.219	46.043	3,10	3,49
47 - T.C.ZİRAAT BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10.000	666.513.749	2.216.909	2.080.424	2.039.959	6,56	8,67
48 - T.GARANTİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	147.000	115.402.308	604.986	566.345	540.528	6,82	11,93
49 - T.İŞ BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	200.000	544.903.008	1.699.317	1.909.924	1.935.922	-11,03	-12,22
50 - T.TİCARET BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	125.000	211.958.271	382.686	358.591	392.093	6,72	-2,40
51 - T.VAKIFLAR BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	5.000	333.652.230	1.060.729	1.103.721	1.082.700	-3,90	-2,03
52 - T.DİŞ TİCARET BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	130.000	7.793.368.288	1.458.491	1.383.491	1.265.290	5,42	15,27
53 - T.DİŞ TİCARET BANKASI A TİPİ KARMA FON	6.000	1.286.410.084	5.424.572	5.038.277	4.719.017	7,67	14,95
54 - T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	550.000	7.181.644.976	262.102	244.871	233.804	7,04	12,10
55 - T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	100.000	207.703.428	53.404	49.302	48.282	8,32	10,61
56 - T.EMLAK BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	12.569.340	61.979	59.444	59.271	4,27	4,57
57 - T.EMLAK BANKASI A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	40.000	232.727.903	458.930	492.647	494.231	-6,84	-7,14
58 - T.GARANTİ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	145.000	402.023.082	1.194.254	1.105.834	1.331.343	8,00	-10,30
59 - T.İŞ BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	1.500	1.752.905.449	179.276	170.928	167.251	4,88	7,19
60 - T.İŞ BANKASI A TİPİ İŞTİRAK FONU	300.000	451.639.289	1.012.621	1.014.095	1.069.692	-0,15	-5,34
61 - T.KALKINMA BANKASI A TİPİ DEĞİŞKEN FON	25.000	411.591.007	164.636	154.725	155.512	6,41	5,87
62 - T.TÜTÜNCÜLER BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	5.000	273.304.428	584.209	571.954	664.325	2,14	-12,06
63 - TACİRLER MENKUL D.EĞ. A TİPİ KARMA FON	100.000	1.628.949.561	34.111	32.560	31.426	4,76	8,54
64 - TAİB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	100.000	123.008.539	12.526	11.672	11.128	7,32	12,57
65 - TEB YATIRIM A TİPİ DEĞİŞKEN FON	10.000	1.756.030.545	17.560	16.610	15.250	5,72	15,15
66 - TEKSTİL YAT.VE.FİN. BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	50.000	51.195.694	22.835	21.948	22.541	4,04	1,30
67 - TEKSTİL BANK A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	20.000	93.382.561	140.300	153.540	146.607	-8,62	-4,30
68 - TOPRAKBANK A TİPİ DEĞİŞKEN FON	50.000	58.267.646	40.529	37.725	36.070	7,43	12,36
69 - T.SINAI KALKINMA BANK. A TİPİ DEĞİŞKEN FON	20.000	55.119.844	268.720	255.095	245.466	5,34	9,47
70 - YAPI KREDİ YATIRIM A TİPİ GIDA-İÇECEK SEKTÖRÜ FONU	200.000	133.006.615	12.284	11.325	11.131	8,47	10,36
71 - YAPI KREDİ YATIRIM A TİPİ HİSSE SENEDİ FONU	500.000	420.307.112	25.286	25.015	24.384	1,08	3,70
72 - YAPI KREDİ YATIRIM A TİPİ KARMA FONU	100.000	127.063.913	12.707	11.980	11.850	6,07	7,23
73 - YAPI KREDİ YATIRIM A TİPİ MALİ KURULUŞLAR SEK. FONU	200.000	247.811.705	13.087	12.628	13.005	3,63	0,63
74 - YAPI KREDİ YATIRIM A TİPİ METAL SEKTÖRÜ FONU	200.000	142.349.659	9.688	9.257	10.336	4,66	-6,27
75 - YAPI KREDİ YATIRIM A TİPİ TEKSTİL SEKTÖRÜ FONU	200.000	27.994.389	9.443	9.339	10.413	1,11	-9,32
76 - YAPI KREDİ YATIRIM HALK SİGORTA A TİPİ ÖZEL FONU	1.500.000	2.401.985.694	18.186	17.752	16.446	2,45	10,58
77 - YATIRIM FINANSMAN A TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	1.074.332.315	21.487	20.472	19.041	4,95	12,84
	18.596.000	70.996.697.209				5,06	6,27

DİPNOTLAR:

(*) Dönüşimleri henüz gerçekleşmedi.

KAYNAK: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Mart 1998

TABLO-VII: B Tipi Yatırım Fonlarının Mevcut Durumu

FONUN ÜNVANI	FON TUTARI (Milyon TL.)	FON TOPLAM DEĞERİ (Bn TL.)	FİYAT TL.			AYLIK GETİRİ ORANI	YILBAŞINA GÖRE GETİRİ ORANI
			31.03.1998	28.02.1998	02.01.1998	(%)	(%)
1 - ARN AMBRO HQ.M.DEĞ. B TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	316.229.062	16.796	15.736	13.900	4,73	20,83
2 - AKBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	300.000	3.443.517.362	433.483	408.565	363.111	6,59	19,93
3 - AKBANK B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	60.000	167.407.160	205.506	191.890	170.908	7,10	20,24
4 - ALFA MEN.KIY.B TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	1.287.481.363	21.962	23.913	21.214	8,57	22,38
5 - ALTERNATİFBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	100.000	665.837.670	75.516	71.035	64.307	6,28	17,43
6 - ALTERNATİFBANK B TİPİ YABANCI KIY.FONU	250.000	303.167.389	36.866	34.954	30.900	5,47	19,31
7 - ATA MEN.DEĞ. B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	5.500.000	13.431.643.815	31.461	29.325	28.355	7,29	19,38
8 - BANKESPRES B TİPİ DEĞİŞKEN FON	250.000	86.437.113	30.491	28.809	28.574	5,84	6,71
9 - BANKAKAPITAL B TİPİ DEĞİŞKEN FON	250.000	1.151.510.814	35.377	51.853	45.583	6,80	21,49
10 - BAYINDIR MEN. DEĞ. B TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	93.193.344	21.970	20.782	18.530	5,72	18,56
11 - BÜLEŞİK TÜRK KÖRFEZBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	349.104.792	114.066	107.458	94.873	6,89	21,07
12 - DEMİR YATIRIM B TİPİ DEĞİŞKEN YATIRIM FONU	500	528.794.010	12.424	11.722	-	5,99	-
13 - DEMİRBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	100.000	1.122.395.105	705.583	664.877	591.956	6,12	19,20
14 - DENİZBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	199.592.012	10.051	-	-	-	-
15 - ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. B TİPİ DEĞİŞKEN FON	100.000	1.233.496.470	123.350	113.714	101.660	6,80	21,34
16 - EGE GİYİM SAN. BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	250.000	83.262.220	15.844	14.824	13.041	6,88	21,50
17 - EGEBAK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	10.000	75.721.254	924.443	869.796	773.944	6,28	19,45
18 - EKNÇLER MEN. DEĞ. B TİPİ DEĞİŞKEN FON	50.000	95.818.675	50.320	47.167	43.448	6,68	15,82
19 - ESRANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	5.000	17.583.186	2.948.124	2.869.416	2.811.211	2,74	4,87
20 - ESRANK B TİPİ KARMA FON	10.000	18.744.796	833.102	813.821	796.671	2,37	4,57
21 - ETTİFON (*)	5.000	524.826.235	1.049.652	995.925	884.301	5,39	18,70
22 - FİNANSBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	54.000	3.582.299.202	1.401.113	1.315.136	1.036.621	6,54	34,77
23 - FİNANSBANK B TİPİ LİKİT FON	16.000	285.327.104	1.278.061	1.207.248	1.073.863	6,87	19,02
24 - FİNANSBANK B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	20.000	2.301.554.890	2.122.256	1.993.685	1.781.333	6,45	19,14
25 - GARANTİ MEN. KIY. B TİPİ DEĞİŞKEN FON	200.000	364.287.605	142.087	133.633	121.167	6,30	17,24
26 - GEDİK MENKUL DEĞ. B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	150.000	55.465.994	34.415	32.680	28.914	5,31	19,02
27 - İKTİSAT BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	10.000	780.259.617	2.359.547	2.205.368	1.951.496	6,99	20,91
28 - İKTİSAT BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	5.000	901.227.190	2.076.728	1.934.487	1.718.366	7,35	20,85
29 - İNTERBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	150.000	2.154.323.279	1.667.982	1.557.623	1.369.709	7,09	21,78
30 - İNTERBANK B TİPİ LİKİT FON	400.000	894.373.938	373.710	352.233	311.424	6,10	20,00
31 - İŞİÇİRE SİĞORTA B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	100.000	123.274.763	12.328	11.456	10.163	7,62	21,31
32 - İŞKİLER MENKUL KIYMETLER B TİPİ YABANCI KIY.FONU	750	109.734.193	12.770	11.947	-	6,89	-
33 - K YATIRIM MENKUL DEĞERLER B TİPİ DEĞİŞKEN FON	250.000	39.230.550	13.642	12.964	-	5,23	-
34 - KENTBANK B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	100.000	137.167.850	21.591	20.311	18.139	6,30	19,03
35 - KOÇBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	1.000.000	8.739.345.054	334.587	308.012	273.482	5,38	18,69
36 - KOÇBANK B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	100.000	401.433.380	40.164	36.482	28.593	10,09	40,47
37 - KÖRFEZ YATIRIM B TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	56.860.399	14.284	13.412	11.816	6,41	20,89
38 - M. YILMAZI (*)	50.000	66.929.949	24.197	22.895	20.358	5,69	18,66
39 - MIDLAND BANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	703.673.782	14.074	13.184	-	6,73	-
40 - OSMANLI BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	10.000	2.237.023.427	19.770	18.635	16.774	6,09	17,86
41 - OYAKBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	250.000	113.959.496	21.032	19.802	17.398	6,21	20,89
42 - PAMUKBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	25.000	366.651.669	1.143.910	1.073.280	932.646	6,58	20,08
43 - PAMUKBANK B TİPİ LİKİT FON	150.000	2.007.894.051	1.490.619	1.397.768	1.241.659	6,64	20,05
44 - SİN.YAT. KREDİ BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	50.000	86.240.782	71.345	67.432	59.186	5,80	20,54
45 - SÜMERBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	10.000	168.933.720	814.590	766.125	734.127	6,23	10,96
46 - SÜMERBANK B TİPİ LİKİT FON	10.000	343.607.185	17.221	16.206	14.443	6,27	19,22
47 - SÜMERBANK B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	10.000	72.443.246	17.026	15.882	14.184	7,21	20,04
48 - ŞEKERBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	100.000	28.124.980	20.917	19.773	18.111	5,78	15,49
49 - T. GARANTİ BANKASI B TİPİ LİKİT FON	34.000	6.058.381.981	1.795.936	1.688.908	1.499.217	6,34	19,79
50 - T. İŞ BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	1.077.889.389	700.433	614.367	543.759	14,01	28,81
51 - T. İŞ BANKASI B TİPİ LİKİT FON	200.000	11.656.043.142	3.985.776	3.738.702	3.333.813	6,61	19,56
52 - T.C. ZİRAAT BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	50.000	2.430.993.722	1.775.926	1.656.088	1.464.802	7,24	21,24
53 - T.C. ZİRAAT BANKASI B TİPİ LİKİT FON	150.000	11.278.800.818	1.615.492	1.507.566	1.333.706	7,16	21,13
54 - T.C. ZİRAAT BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	50.000	3.733.381.729	1.766.422	1.652.991	1.460.997	6,86	20,91
55 - T.İŞİÇİ TİCARET BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	73.000	1.276.354.382	3.713.582	3.473.493	3.104.122	6,91	19,63
56 - T.EKONOMİ BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	1.400.000	2.906.099.762	71.700	67.326	59.191	6,50	21,13
57 - TEMLAK BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	100.000	689.312.598	596.678	556.736	512.040	7,17	16,53
58 - TEMLAK BANKASI B TİPİ LİKİT FON	5.000	510.130.037	1.947.879	1.818.818	1.625.469	7,10	19,83
59 - TEMLAK BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	5.000	298.678.715	1.897.578	1.659.524	1.561.789	14,34	21,50
60 - T.GARANTİ BANKASI B TİPİ KARMA FON	150.000	1.055.606.178	1.098.433	1.029.028	918.154	6,74	19,63
61 - T.GARANTİ BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	13.000	2.797.743.338	4.991.834	4.664.594	4.177.696	7,01	19,49
62 - HALKFON (*)	10.000	491.809.142	1.872.446	1.769.127	1.635.057	5,84	14,52
63 - HALKFON2 (*)	10.000	167.813.936	1.066.379	1.007.964	919.101	5,80	16,02
64 - T.İŞ BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	700.000	54.734.728.352	1.364.758	1.277.546	1.138.962	6,83	19,82
65 - T.İŞ BANKASI B TİPİ YABANCI KIY.FONU	300.000	905.104.739	370.913	347.261	311.090	6,81	19,23
66 - T.KALKINDMA BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	5.000	580.536.114	1.161.076	1.090.122	966.507	6,51	20,13
67 - T.TİCARET BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	100.000	17.890.760	50.621	50.372	48.121	0,49	5,19
68 - T.YÖTÜNCÜLER YATIRIM BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	10.000	63.609.077	626.289	585.729	578.486	6,92	8,26
69 - T.YÖTÜNCÜLER YATIRIM BANKASI B TİPİ LİKİT FON	100.000	142.785.191	74.130	69.416	61.758	6,78	20,03
70 - T.VAKIFLAR BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON	60.000	3.041.055.563	1.511.474	1.423.465	1.266.529	6,18	19,34
71 - T.VAKIFLAR BANKASI B TİPİ KARMA FON	1.000.000	1.100.614.243	15.148	14.345	12.749	5,60	18,82
72 - T.VAKIFLAR BANKASI B TİPİ LİKİT FON	130.000	5.963.266.398	673.532	632.607	565.817	6,47	19,04
73 - T.VAKIFLAR BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	5.000	755.787.889	7.648.821	7.144.344	6.365.881	7,06	20,15
74 - T.VAKIFLAR BANKASI B TİPİ YABANCI KIY.FONU	5.000	205.218.528	1.003.415	954.909	856.323	5,08	17,18
75 - TACİRLER MEN.KIY. B TİPİ DEĞİŞKEN FON	500.000	219.995.172	21.672	20.423	17.000	6,12	27,48
76 - TAİB YATIRIM A.Ş. B TİPİ DEĞİŞKEN FON	250.000.000	63.443.010	12.687	12.001	10.958	5,71	15,78
77 - TARİŞBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	25.000	34.062.538	450.521	421.610	384.937	6,86	17,04
78 - TARİŞBANK B TİPİ LİKİT FON	8.000	561.860.798	1.208.680	1.132.118	1.000.461	6,76	20,81
79 - TEKSTİLBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	20.000	31.709.720	206.023	190.887	168.174	7,93	22,51
80 - TEKSTİLBANK B TİPİ LİKİT FON	20.000	86.893.432	258.974	244.385	217.960	5,97	18,82
81 - TOPRAKBANK B TİPİ DEĞİŞKEN FON	200.000	682.841.141	37.576	35.415	31.237	6,10	20,29
82 - TSKB B TİPİ DEĞİŞKEN FON	150.000	502.379.271	41.181	38.742	34.501	6,30	19,36
83 - YAPI KREDİ BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN FON(**)	8.000	206.132.139	3.213.935	3.050.762	2.886.069	5,35	11,36
84 - YAPI KREDİ BANKASI B TİPİ LİKİT FON(****)	40.000	3.974.067.226	4.130.965	3.896.549	3.451.642	6,02	19,68
85 - YAPI KREDİ BANKASI B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU(***)	75.000	2.526.097.050	1.489.808	1.384.631	1.225.514	7,60	21,57
86 - YAPI KREDİ BANKASI B TİPİ YABANCI KIY.FONU	18.000	298.330.144	1.379.306	1.299.773	1.103.830	6,12	24,96
87 - YAPI KREDİ YATIRIM B TİPİ LİKİT FON	2.000.000	2.693.626.015	23.780	22.484	19.991	5,76	18,95
88 - YAPI KREDİ YATIRIM B TİPİ TAHVİL VE BONO FONU	2.750.000	920.953.953	25.110	23.491	20.860	6,89	20,38
89 - YATIRIM FİNANSMAN B TİPİ DEĞİŞKEN FON	100.000	103.748.262	10.375	-	-	-	-
90 - YURT TİCARET VE KREDİ BANKASI B TİPİ DEĞİŞKEN F.	1.000.000	71.708.153	12.307	11.628	-	5,84	-
	276.040.250	179.479.783.100				6,52	19,23

DİPNOTLAR:

(*) Dönüşümün henüz gerçekleşmedi.

(**) 2.Fon, 3.Fonla Birleştirildi.

(***) 8.Fon, 4.,5.,7. Fonla Birleştirildi.

KAYNAK: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Mart 1998

3.1.2.1 Fon Portföyünün En Az %51'inin Yatırıldığı Menkul Kıymet Türlerine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonlarında fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak;

- i. Kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlar “Tahvil ve Bono Fonu”,
- ii. Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar “Hisse Senedi Fonu”,
- iii. Belirli bir sektörü (örneğin çimento, tekstil gibi) oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlar “Sektör Fonu”,
- iv. Kurucuların iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırım yapan fonlar “İştirak Fonu”,
- v. Belli bir topluluğun (Koç Topluluğu, Sabancı Topluluğu gibi) menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlar “Grup Fonu”,
- vi. Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış olan “Yabancı Menkul Kıymetler Fonu”,
- vii. Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış olan “Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu”

olarak adlandırılır.¹⁹⁵

Türkiye’de 28/02/1998 tarihi itibarıyla piyasada bulunan fon portföyünün en az %51'inin yatırıldığı menkul kıymet türüne göre yatırım fonları sayısı Tablo-VIII’de belirtilmiştir.

¹⁹⁵ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 5

TABLO- VIII : Türkiye’de 28/02/1998 Tarihi İtibariyle Piyasada Bulunan Fon Portföyünün En Az %51’inin Yatırıldığı Menkul Kıymet Türüne Göre Yatırım Fonları Sayısı

Menkul Kıymet Türleri	A Tipi	B Tipi
Tahvil ve Bono Yatırım Fonu	Yoktur	19
Hisse Senedi Yatırım Fonu	10	----*
Sektör Fonu	1	Yoktur
İştirak Fonu	1	Yoktur
Grup Fonu	Yoktur	Yoktur
Yabancı Menkul Kıymetler Fonu	Yoktur	5
Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu	Yoktur	Yoktur

(*) B Tipi Hisse Senedi Yatırım Fonu’nun kurulması Tebliğ Seri:VII, No:10 uyarınca imkansızdır.
Bakınız: Bölüm 2.1.2. Yatırım Fonu Türleri

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni: Aylık Bülten, Şubat 1998,

Tanımlarından da anlaşılacağı üzere, yatırım fonlarının portföy yapıları farklılıklar göstermektedir. 28.02.1998 tarihi itibariyle B Tipi Tahvil ve Bono Yatırım Fonlarının portföy yapıları Tablo-IX’da, A Tipi Hisse Senedi Fonlarının portföy yapıları Tablo-X’da, A Tipi Sektör Yatırım Fonlarının Portföy yapısı Tablo-XI’de, A Tipi İştirak Yatırım Fonunun portföy yapısı Tablo XII’de ve B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Portföy Yapısı ise Tablo-XIII’de verilmiştir.

TABLO-IX: B Tipi Tahvil ve Bono Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı -28 ŞUBAT 1998(BİN TL)

B TİPİ TAHVİL VE BONO FONLARI	HİSSE SENEDİ	%	DEVLET TAHVİLİ	%	HAZİNE BONOSU	%	TERS REPO	%	ALTIN	%	DİĞER	%	FON PORTFÖY DEĞERİ	FON TOPLAM DEĞERİ	DOLAŞAN PAY SAYISI	BİRLİK FİYAT	NAKİT
AKBANK	0	0	0	0	154.646.100	66,55	77.731.375	33,45	0	0	0	0	232.377.475	205.330.412	1.070.040	191.890	718
ATA MEN DEĞ.	295.137.250	2,64	0	0	8.167.598.587	72,93	2.736.342.374	24,43	0	0	0	0	11.099.157.802	11.009.157.802	375.424.800	29.325	774.162
EGE GİYİM SAN. BANKASI	0	0	0	0	47.021.953	100	0	0	0	0	0	0	47.021.953	39.987.583	2.697.470	14.824	94.344
FİNANSBANK	0	0	0	0	282.881.312	51,3	268.581.479	48,7	0	0	0	0	551.462.791	521.438.421	261.545	1.993.685	335.725
GEDİK MENKUL DEĞ.	4.682.500	7,96	0	0	54.123.494	92,04	0	0	0	0	0	0	58.805.994	52.245.028	1.598.700	32.680	441.263
İKTİSADİ BANKASI	0	0	27.934.200	4,61	323.208.650	53,35	254.633.217	42,03	0	0	0	0	605.776.067	577.850.651	298.710	1.934.487	576.611
İSVİÇRE SİGORTA	0	0	0	0	74.969.590	100	0	0	0	0	0	0	74.969.590	114.557.522	10.000.000	11.456	529.092
KENTBANK	129.810	0,15	1.676.054	1,97	36.610.198	43,06	46.611.166	54,82	0	0	0	0	85.027.228	82.041.661	4.049.180	20.311	28.132
KOÇBANK	0	0	0	0	384.632.196	100	0	0	0	0	0	0	384.632.196	364.528.143	9.992.000	36.482	10.601.807
OSMANLI BANKASI	0	0	268.120.131	21,71	465.554.857	37,7	501.134.409	40,58	0	0	0	0	1.234.809.397	1.262.046.164	67.725.400	18.635	50.567.753
SÜMERBANK	0	0	0	0	66.673.024	74,26	23.104.673	25,74	0	0	0	0	89.777.697	85.791.497	5.401.950	15.882	438.829
EMİLAK BANKASI	0	0	69.284.877	28,18	176.580.455	71,82	0	0	0	0	0	0	245.865.332	222.874.016	134.300	1.659.524	117.373
GARANTİ BANKASI	0	0	121.159.117	5,1	1.431.854.940	60,29	821.863.483	34,61	0	0	0	0	2.374.877.540	2.216.539.289	475.143	4.664.994	902.986
İŞ BANKASI	0	0	26.414.115.687	51,83	21.796.565.200	42,77	0	0	44.033.000	0,09	2.707.093	5,31	50.961.806.998	47.441.351.653	37.134.750	1.277.546	820.316.489
T. TİCARET BANKASI	0	0	0	0	25.717.682	100	0	0	0	0	0	0	25.717.682	19.831.619	393.700	50.372	79.773
VAKIFLAR BANKASI	7.698.905	1,11	379.151.800	54,45	309.443.720	44,44	0	0	0	0	0	0	696.294.425	653.285.949	91.441	7.144.344	97.620
YAPI KREDİ BANKASI	0	0	0	0	1.295.788.404	63,37	749.091.117	36,63	0	0	0	0	2.044.879.521	1.755.000.585	1.267.486	1.384.631	674.092
YAPI KREDİ YATIRIM	0	0	0	0	479.195.657	75,31	157.069.149	24,69	0	0	0	0	636.264.806	561.071.657	23.884.157	23.491	1.146.451
T.C. ZİRAAT BANKASI	0	0	0	0	5.501.597.750	48,66	5.805.164.707	51,34	0	0	0	0	11.306.762.457	10.525.296.877	6.981.650	1.507.566	848.581
TOPLAM	307.648.465	0,37	27.281.411.866	32,93	41.074.663.769	49,57	11.441.327.149	13,81	44.033.000	0,05	2.707.093.111	3,27	82.856.207.360	77.710.226.529	548.872.422		888.571.801

Not: Şubat ayı itibarıyla Yabancı Hisse Senedi, Yabancı Devlet Tahvili, Yabancı Hazine Bonosu, VDMK ve Türev Araçları Yatırım Fonlarının portföylerinde bulunmamaktadır.

Not: Özel Sektör Tahvili, Yabancı Özel Sektör Tahvili, Finansman Bonosu ve Yabancı Finansman Bonosu "Diğer" kalemi içinde yer almaktadır.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Şubat 1998

TABLO-X: A Tipi Hisse Senedi Yatırım Fonu Portföy Yapısı, 28 Şubat 1998 (BİN TL)

A TİPİ HİSSE SENEDİ YATIRIM FONLARI	HİSSE SENEDİ	%	DEVLET TAHVİLİ	%	HAZİNE BONOSU	%	TERS REPO	%	FON PORTFÖY DEĞERİ	FON TOPLAM DEĞERİ	DOLAŞAN PAY SAYISI	BİRİM FİYAT	NAKİT
ATA MENKUL DEĞERLER	366.299.624	76,39	0	0	0	0	113.229.469	23,61	479.529.093	497.369.115	19.972.700	24.902	35.274
İŞIKLAR MENKUL KIYMETLER	34.105.900	97,15	0	0	0	0	1.000.000	2,85	35.105.900	37.111.060	1.505.175	24.656	361.795
İNTER YATIRIM	121.893.163	63,52	11.703.300	5,9	0	0	60.608.029	30,58	198.204.492	221.660.323	19.276.500	11.499	129.829
KOÇBANK	71.055.443	54,16	0	0	0	0	60.130.363	45,84	131.185.806	130.865.172	4.803.300	27.245	233.935
TEKSTİL BANK	88.046.078	81,87	0	0	19.500.000	18,13	0	0	107.546.078	96.206.379	626.590	153.540	69.030
EMİLAÇ BANKASI	75.467.691	92,29	3.253.866	3,98	3.047.007	3,73	0	0	81.768.564	95.598.064	194.050	492.647	22.896
İŞ BANKASI	453.459.279	72,83	0	0	0	0	169.136.187	27,17	622.595.466	625.996.754	327.760	1.909.924	6.518.984
T. TİCARET BANKASI	173.087.311	71,7	0	0	0	0	68.309.819	28,3	241.397.130	234.450.639	653.810	358.591	9.466.066
VAKIFLAR BANKASI	289.787.346	85,26	0	0	0	0	50.108.767	14,74	339.896.113	379.735.358	344.050	1.103.721	32.235
YAPI KREDİ YATIRIM	195.107.388	53,93	0	0	0	0	166.643.643	46,07	361.751.031	331.500.993	13.252.200	25.015	281.408
TOPLAM	1.872.309.223	72,04	14.957.166	0,38	22.547.007	0,87	689.166.277	26,52	2.598.979.673	2.650.493.857	60.956.135		17.151.452

Not: Şubat ayı itibarıyla Yabancı Hisse Senedi, Yabancı Devlet Tahvili, Yabancı Hazine Bonosu, Repo, Alın, VDMK ve Türev Araçları, Özel Sektör Tahvilleri, Yabancı Sektör Tahvilleri, Finansman Bonosu, Yabancı Finansman Bonosu ve Diğerleri A Tipi Hisse Senedi Yatırım Fonlarının portföylerinde bulunmamaktadır.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Şubat 1998

TABLO-XI : A Tipi Sektör Fonlarının Portföy Yapısı - 28 Şubat 1998 (BİN TL)

A TİPİ SEKTÖR FONLARI	HİSSE SENEDİ	%	TERS REPO	%	FON PORTFÖY DEĞERİ	FON TOPLAM DEĞERİ	DOLAŞAN PAY SAYISI	BİRİM FİYAT (TL)	NAKİT
YAPI KREDİ YATIRIM MALİ KURULUŞLAR	174.539.318	68,97	78.519.287	31,03	253.038.605	252.519.523	19.996.700	12.628	255.329
YAPI KREDİ YATIRIM TEKSTİL	18.392.950	64,63	10.066.575	35,37	28.459.525	27.436.964	2.937.900	9.339	663.265
YAPI KREDİ YATIRIM METAL	87.186.250	51,67	81.539.259	48,33	168.725.509	169.099.161	18.268.000	9.257	933.244
YAPI KREDİ YATIRIM GIDA-İÇECEK	61.655.780	50,1	61.406.109	49,9	123.061.889	113.470.717	10.019.300	11.325	39.548
TOPLAM	341.774.298	59,61	231.531.230	40,39	573.305.528	562.526.365	51.221.900		1.891.386

Not: 28 Şubat 1998 itibarıyla Yabancı Hisse Senedi, Devlet Tahvil, Yabancı Devlet Tahvil, Hazine Bonosu, Yabancı Hazine Bonosu, Repo, Altın, VDMK, Türev Araçları, Özel Sektör Tahvilleri, Yabancı Özel Sektör Tahvilleri, Finansman Bonosu ve Yabancı Finansman Bonosu Yatırım Fonlarının portföylerinde bulunmamaktadır.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Şubat 1998

TABLO-XII: A Tipi İştirak Fonu Portföy Yapısı - 28 Şubat 1998 (BIN TL)

A Tipi İştirak Fonlar	Hisse Senedi %	Yabancı Hisse Senedi %	Hazine Bonosu %	Ters Repo %	Altın %	Fon Portföy Değeri	Fon Toplam Değeri	Dolaşan Pay Sayısı	Birim Fiyat (TL)	Nakit
ESBANK	8.372.314 43,49	0 0	0 0	124.263.478 24,91	0 0	498.819.911	453.462.723	447.160	1.014.093	5.715.087
TOPLAM	14.810.996 0,74	0 0	0 0	124.263.478 24,91	0 0	498.819.911	453.462.723	447.160		5.715.087

Not: 28 Şubat 1998 itibarıyla Devlet Tahvil, Yabancı Devlet Tahvil, Yabancı Hazine Bonosu, VDMK, Türev Araçları, Özel Sektör Tahvilleri, Yabancı Özel Sektör Tahvilleri, Finansman Bonosu ve Yabancı Finansman Bonosu Yatırım Fonlarının portföylerinde bulunmamaktadır.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Şubat 1998

TABLO-XIII - : B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı - 28 Şubat 1998 (BİN TL)

B TİPİ YABANCI MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI	HİSSE SENEDİ	%	Y. HİSSE SENEDİ	%	YABANCI DEVLET TAHVİLİ	%	HAZİNE BONOSU	%	YABANCI HAZİNE BONOSU	%	TERS REPO	%	DİĞER	%	FON PORTFÖY DEĞERİ	FON TOPLAM DEĞERİ	DOLAŞAN PAY SAVİSİ	BİRİM FİYAT (TL)	NAKİT
ALTERNATİFBANK	0	0	6.657.240	4,93	13.510.757	10	39.450.603	29,2	68.466.187	50,68	7.015.404	5,19	0	0	135.100.183	148.127.384	4.237.795	34.854	20.344.408
İŞKİLAR MENKUL KIYMET	19.517.600	21,92	0	0	0	0	0	0	64.504.203	72,45	5.011.301	5,63	0	0	88.033.104	90.777.627	7.586.135	11.947	1.811.858
İŞ BANKASI	0	0	15.330.870	1,91	561.038.823	69,97	0	0	0	0	225.500.938	28,12	0	0	801.870.631	752.553.204	2.167.110	347.261	8.172.816
VAKİFLAR BANKASI	0	0	0	0	129.269.300	68,14	0	0	0	0	0	0	0	0	188.712.557	194.438.478	203.620	854.909	14.872.576
YAPI KREDİ BANKASI	0	0	260.221.572	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	280.221.572	238.950.255	183.840	1.298.773	8.128.508
TOPLAM	19.517.600	1,32	282.209.682	19,12	703.818.880	47,69	39.450.603	2,67	132.970.390	0,91	237.577.643	18,08	60.443.257	4,1	1.475.838.057	1.424.846.946	14.390.500		53.330.164

Not: 28 Şubat 1998 itibarıyla Devlet Tahvil, Alın, VDMK ve Türev Araçları Yatırım Fonlarının portföylerinde bulunmamaktadır

Not: Özel Sektör Tahvilleri, Yabancı Özel Sektör Tahvilleri, Finansman Bonosu ve Yabancı Finansman Bonosu "Diğer" kalemi içinde yer almaktadır.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Şubat 1998

3.1.2.2 Fon Portföyünün Tamamının Yatırıldığı Menkul Kıymet Türlerine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonlarının türlerini belirlemede ikinci kriter, Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ esaslarına göre yatırım fonu portföyünün yatırıldığı menkul kıymet türüdür. Yatırım fonlarında portföyün tamamı;

- i. Hisse senetlerine, borçlanma senetlerine, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlar "Karma Fon",
- ii. Vadesine 90 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlar "Likit Fon",
- iii. Portföy sınırlamaları itibariyle yukardaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar "Değişken Fon",
- iv. Borsa endekslerindeki oranlara göre endeks kapsamındaki hisse senetlerinden oluşan portföyü işleten fonlar "Endeks Fon"

olarak adlandırılır.¹⁹⁶

Türkiye'de 28/02/1998 tarihi itibariyle piyasada bulunan fon portföyünün tamamının yatırıldığı menkul kıymet türüne göre yatırım fonları sayısı Tablo-XIV'de belirtilmiştir.

¹⁹⁶ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri: VII, No:10, Md: 5

TABLO-XIV : Türkiye’de 28/02/1998 Tarihi İtibariyle Piyasada Bulunan Fon Portföyünün Tamamının Yatırıldığı Menkul Kıymet Türüne Göre Yatırım Fonları Sayısı

Menkul Kıymet Türleri	A Tipi	B Tipi
Karma Fon	17	3
Likit Fon	----*	14
Değişken Fon	43	39
Endeks Fon	Yoktur	----*

(*) B Tipi “Endeks Fon” ile A Tipi “Likit Fon”un kurulması Tebliğ Seri:VII, No:10 uyarınca imkansızdır. Bakınız: Bölüm 2.1.2. Yatırım Fonu Türleri

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni: Aylık Bülten, Şubat 1998,

Portföyün %51’inin yatırıldığı menkul kıymet türüne göre sınıflandırmada olduğu gibi, bu tip yatırım fonlarının portföy yapıları da tanımlarından anlaşılacağı üzere farklılıklar göstermektedir. 28.02.1998 tarihi itibariyle A ve B Tipi Karma Yatırım Fonlarının portföy yapıları Tablo-XV ve Tablo XVI’da, B Tipi Likit Fonlarının portföy yapıları Tablo-XVII’de, A ve B Tipi Değişken Yatırım Fonlarının Portföy yapısı Tablo-XVIII ve Tablo XIX’da verilmiştir.

TABLO-XV : A Tipi Karma Fonların Portföy Yapısı - 28 Şubat 1998 (BIN TL)

A Tipi KARMA FONLAR	HİSSE SENEDİ	%	DEVLET TAHVİLİ	%	HAZINE BONOSU	%	TERS REPO	%	REPO	%	FON PORTFÖY DEĞERİ	FON TOPLAM DEĞERİ	DOLANAN PAY SAYISI	BİRLİK FİYAT (TL)	NAKİT
AEN AMBRO HG. B. DEĞ.	171.427.285	24,46	0	0	141.275.786	20,16	186.827.265	26,65	201.382.663	28,73	700.912.999	675.801.502	39.616.000	17.059	232.639
ATA MEN. KIYMETLER	1.223.955.947	57,04	0	0	961.356.900	29,09	1.119.033.836	33,87	0	0	3.304.346.683	3.295.894.425	6.622.400	497.689	876
EGS BOE GİYİM SAN BANK	2.633.298	28,37	0	0	6.647.186	71,63	0	0	0	0	9.280.484	9.307.529	824.900	11.526	283.872
EYĞİN MENKUL DEĞER	191.314.777	36,18	100.229.610	18,96	237.189.950	44,86	0	0	0	0	528.734.337	550.463.437	20.875.460	26.369	427.151
GİDİK MENKUL DEĞER	98.066.816	43,18	0	0	129.084.028	56,82	0	0	0	0	227.130.844	335.238.961	6.486.000	51.687	246.880
INTERBANK	643.826.748	28,8	532.578.415	23,82	1.059.177.335	47,38	0	0	0	0	2.235.582.498	2.315.040.777	99.989.165	23.353	0
INTER YATIRIM	96.020.199	39,49	73.316.848	30,16	0	0	73.785.096	30,35	0	0	243.122.143	271.356.038	18.432.565	14.722	0
KENTBANK	7.233.441	52,75	0	0	0	0	6.479.354	47,25	0	0	13.712.795	9.968.812	107.350	92.863	50.994
KOÇBANK	426.409.800	45,98	120.833.000	13,03	380.092.127	40,99	0	0	0	0	927.334.927	986.404.376	5.357.300	184.123	333.106
KORFEZ YATIRIM	39.879.150	45,65	0	0	39.443.193	45,15	8.036.407	9,2	0	0	87.358.750	82.227.465	8.429.850	9.754	939.454
OSMANLI BANKASI	104.791.906	30,17	0	0	132.263.273	38,08	110.245.615	31,74	0	0	347.300.794	362.370.231	20.495.000	17.342	16.505.341
SUMERBANK	31.089.672	41,55	0	0	25.648.733	34,28	18.081.918	24,17	0	0	74.280.323	85.743.164	3.058.300	28.036	529.441
TACİRLER MENKUL DEĞ.	230.203.673	17,54	0	0	0	0	1.097.329.341	82,66	0	0	1.327.533.014	1.554.893.888	47.754.100	32.560	1.172.900
T. DIŞ TİCARET BANKASI	616.789.431	45,06	127.183.080	9,29	263.198.148	19,23	361.635.895	26,42	0	0	1.368.806.554	1.408.793.010	279.618	5.038.277	472.807
T. EKONOMİ BANKASI	62.682.480	29,66	0	0	0	0	148.666.673	70,34	0	0	211.349.153	257.046.260	5.213.700	49.302	822.090
GARANTİ BANKASI	58.885.119	30,39	0	0	90.752.566	46,84	44.099.053	22,76	0	0	193.736.738	201.520.451	355.826	566.345	927.313
YAPI KREDİ YATIRIM	36.238.200	36,07	1.862.284	1,85	27.141.582	27,01	35.233.013	35,07	0	0	100.475.279	119.803.520	10.000.000	11.980	539.744
TOPLAM	4.041.447.942	33,96	956.003.237	8,03	3.493.251.007	29,35	3.209.453.466	26,97	201.382.663	1,69	11.901.538.315	12.522.073.846	294.297.534		23.484.608

Not: 28 Şubat 1998 itibarıyla Yabancı Hisse Senedi, Yabancı Devlet Tahvil, Yabancı Hazine Bonosu, Altın, VDMK, Türev Araçları, Özel Sektör Tahvilleri, Yabancı Özel Sektör Tahvilleri, Finansman Bonosu ve Yabancı Finansman Bonosu Yatırım Fonlarının portföylerinde bulunmamaktadır.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Şubat 1998

TABLO-XVI: B Tipi Karma Fonların Portföy Yapısı - 28 Şubat 1998 (BIN TL)

B TİPİ KARMA FONLAR	HİSSE SENEDİ	%	YABANCI HİSSE SENEDİ	%	HAZİNE BONOSU	%	TERS REPO	%	ALTIN	%	FON PORTFÖY DEĞERİ	FON TOPLAM DEĞERİ	DOLAŞAN PAY SAYISI	BİRLİK FİYAT (TL)	NAKİT
ESBANK	8.372.314	43,49	0	0	8.877.356	46,12	1.999.942	10,39	0	0	19.249.612	18.331.314	22.525	813.821	213.305
GARANTİ BANKASI	0	0	0	0	259.217.021	39,11	308.699.274	33,61	250.458.131	27,27	918.374.426	826.598.651	803.281	1.029.028	1.757.005
VAKIFLAR BANKASI	6.438.682	0,61	39.588.125	3,75	555.402.400	52,66	300.016.000	28,43	153.227.672	14,53	1.034.672.879	1.035.878.640	72.213.300	14.345	750.523
TOPLAM	14.810.996	0,74	39.588.125	1,99	923.496.777		610.715.216	30,65	403.685.803	20,26	1.992.296.917	1.880.808.605	73.039.106		2.740.833

Not: 28 Şubat 1998 itibarıyla Devlet Tahvili, Yabancı Devlet Tahvili, Yabancı Hazine Bonosu, VDMK, Türev Araçları, Özel Sektör Tahvilleri, Yabancı Özel Sektör Tahvilleri, Finansman Bonosu ve Yabancı Finansman Bonosu Yatırım Fonlarının portföylerinde bulunmamaktadır.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Şubat 1998

TABLO-XVII: B Tipi Likit Fonların Portföy Yapısı - 28 Şubat 1998 (BIN TL)

B TİPİ LİKİT FONLAR	DEVLET TAHVİLİ	%	HAZINE BONOSU	%	TERS REPO	%	FON PORTFÖY DEĞERİ	FON TOPLAM DEĞERİ	DOLAŞAN PAY SAYISI	BİRİM FİYAT (TL)	NAKİT
FINANSBANK	0	0	0	0	271.616.538	100	271.616.538	255.876.138	211.950	1.207.248	420.694
INTERBANK	18.845.400	3,9	108.005.300	22,37	356.042.953	73,73	482.893.653	465.621.306	1.321.911	352.233	0
PAMUKBANK	0	0	0	0	1.978.737.293	100	1.978.737.293	1.818.603.240	1.301.060	1.397.786	3.857
SÜMERBANK	0	0	0	0	333.667.979	100	333.667.979	323.813.990	19.981.000	16.206	823.615
TARİŞBANK	0	0	0	0	413.264.556	100	413.264.556	383.329.390	338.595	1.132.118	0
TEKSTİL BANK	0	0	0	0	90.411.781	100	90.411.781	85.080.228	348.140	244.385	213.614
EMLAK BANKASI	77.481.515	16,17	401.726.413	83,83	0	0	479.207.928	450.593.883	247.740	1.818.818	168.644
GARANTİ BANKASI	0	0	598.119.894	13,25	3.915.880.195	86,75	4.514.000.089	4.291.043.278	2.540.720	1.688.908	623.183
İŞ BANKASI	0	0	7.318.174.530	67,8	3.475.571.000	32,2	10.793.745.530	9.916.308.617	2.652.340	3.738.702	99.550.227
TÜTÜNCÜLER YAŞARBANK	0	0	82.427.000	57,07	62.000.000	42,93	144.427.000	132.791.953	1.912.975	69.416	265.853
VAKİFBANK	0	0	0	0	5.900.000.000	100	5.900.000.000	5.504.179.320	8.700.790	632.607	123.143
YAPI KREDİ BANKASI	0	0	0	0	3.448.380.658	100	3.448.380.658	3.138.276.760	805.399	3.896.549	1.974.714
YAPI KREDİ YATIRIM	0	0	0	0	1.520.322.453	100	1.520.322.453	1.443.443.597	64.198.797	22.484	1.134.280
ZİRAAT BANKASI	0	0	1.673.931.094	44,22	2.110.786.753	55,78	3.784.264.847	3.512.358.224	2.124.850	1.652.991	622.695
TOPLAM	96.326.915	0,28	10.181.931.231	29,81	23.876.682.159	69,91	34.154.940.305	31.721.319.924	106.686.267		105.924.519

Not: 28 Şubat 1998 itibarıyla Yabancı Devlet Tahvil, Yabancı Hazine Bonosu, VDMK, Türev Araçları, Özel Sektör Tahvilleri, Yabancı Özel Sektör Tahvilleri, Finansman Bonosu ve Yabancı Finansman Bonosu Yatırım Fonlarının portföylerinde bulunmamaktadır.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Şubat 1998

TABLO-XVIII: A Tipi Değişken Yatırım Fonu Portföy Yapısı-28 Şubat 1998 (BİN TL)

A TİPİ DEĞİŞKEN YATIRIM FONU	HİSSE SENEDİ	%	DEVLET TAHHVİLİ	%	HAZİNE BONOSU	%	TERS REPO	%	REPO	%	ALTIN	%	DİĞER	%	FON PORTFÖY DEĞERİ	FON TOPLAM DEĞERİ	DOLAŞAN PAY SAYISI	BİRİM FİYAT (TL)	NAKİT
AKBANK	31.375.379	51,45	0	0	0	0	29.608.918	48,55	0	0	0	0	0	0	60.954.297	54.459.053	966.400	56.352	1.249
ALFA MENKUL KIYMET	84.091.960	26,54	34.634.400	10,93	0	0	0	0	198.167.093	62,53	0	0	0	0	316.893.453	306.169.532	12.151.525	25.196	0
ALTERNATİFBANK	145.760.374	22,1	0	0	16.556.752	2,51	497.118.789	75,39	0	0	0	0	0	0	659.435.913	684.631.148	6.431.954	106.442	607.348
BANKEKSPRESS	42.038.103	49,91	0	0	0	0	42.191.142	50,09	0	0	0	0	0	0	84.229.245	93.837.584	1.948.000	48.171	147.251
BANKKAPITAL	19.377.800	36,94	0	0	0	0	33.075.006	63,06	0	0	0	0	0	0	52.452.806	633.262.656	2.317.600	27.324	834.930
BİR TÜR KÖRFEZBANK	33.174.451	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	33.174.451	109.294.226	463.000	236.057	134.971
COMMERÇIAL UNION	182.193.604	68,91	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	264.380.407	288.963.846	1.175.000	245.927	714.634
DEMİRBANK	122.292.407	37,22	0	0	0	0	543.697.471	62,78	82.186.803	31,09	0	0	0	0	865.989.878	845.483.323	1.391.300	607.693	2.776
DEMİR YATIRIM	40.063.121	43,35	0	0	0	0	52.355.380	56,65	0	0	0	0	0	0	92.418.501	93.652.062	8.053.015	11.629	69.180
ECZACIBAŞI MEN DEĞ	67.883.342	23,74	0	0	50.900.500	17,8	0	0	0	0	0	0	0	0	285.904.466	297.001.023	4.954.145	59.950	355.172
ECZ MEN DEĞ. NORDS.	48.596.120	21,47	0	0	13.687.600	6,93	162.087.364	71,6	167.120.624	58,45	0	0	0	0	226.371.284	233.156.513	15.000.000	15.444	447.322
EGEBANK	7.233.740	76,3	0	0	0	0	2.004.546	21,7	0	0	0	0	0	0	9.218.286	10.033.165	61.420	163.353	887.901
FINANSBANK	65.208.327	71,49	0	0	0	0	25.996.610	28,51	0	0	0	0	0	0	91.206.937	91.042.536	127.090	716.363	574.117
GLOBAL MEN DEĞ.	23.673.979	92,19	0	0	0	0	2.004.575	7,61	0	0	0	0	0	0	49.430.918	56.033.086	27.385	2.046.123	146.144
HAK MENKUL KIY.	14.610.385	52,92	0	0	0	0	13.000.000	47,08	0	0	0	0	0	0	25.678.554	26.382.306	53.300	494.978	65
İKTİSAT BANKASI	4.767.060	70,4	0	0	0	0	2.004.640	29,6	0	0	0	0	0	0	27.610.885	26.546.016	210.200	126.289	0
İNTERBANK	633.923.599	29,1	67.913.100	3,12	0	0	1.476.956.065	67,79	0	0	0	0	0	0	6.771.700	48.152.685	28.365	1.697.609	234.085
İŞ YAT MEN. DEĞ	2.009.582.194	29,26	0	0	4.436.983.378	64,61	0	0	0	0	0	0	0	0	2.178.792.764	2.270.739.121	92.222.449	24.622	0
KOÇBANK	2.149.096.427	36,47	638.532.600	10,84	1.311.412.500	22,26	1.793.008.213	30,43	0	0	0	0	0	0	5.892.049.740	5.978.608.207	8.600.000	695.167	257.911
NİROL MEN KİY.	1.415.472.598	29,9	0	0	202.008.000	4,27	3.116.050.506	65,83	0	0	0	0	0	0	4.733.531.104	5.169.164.178	200.461.200	25.786	18.456.197
ORDU YARDIM. KURUMU	1.426.872.338	36,04	0	0	1.105.116.500	27,91	1.427.000.000	36,04	0	0	0	0	0	0	1.958.988.838	3.936.539.978	57.519.200	68.439	1.170.351
PAMUKBANK	133.521.250	27,61	0	0	287.880.856	58,66	69.325.982	14,13	0	0	0	0	0	0	490.728.088	472.803.921	42.668.185	11.081	3.532
STRATEJİ MEN DEĞ.	23.242.310	29,19	0	0	0	0	56.382.718	70,81	0	0	0	0	0	0	79.625.028	74.203.897	3.020.000	24.571	542.643
ŞEKERBANK	24.167.621	48,87	0	0	0	0	25.280.825	51,13	0	0	0	0	0	0	49.448.446	48.347.347	1.046.050	46.219	383.455
TAİB YATIRIM	45.883.545	39,83	0	0	0	0	69.313.986	60,17	0	0	0	0	0	0	115.197.531	114.618.356	9.820.000	11.672	291.200
TEB YATIRIM	480.312.500	27,72	0	0	0	0	1.252.659.199	72,28	0	0	0	0	0	0	1.732.971.690	1.661.049.960	100.000.000	16.610	233.063
TEKFEYEN YAT. FİN. BANK	44.139.517	76,31	0	0	0	0	13.701.870	23,69	0	0	0	0	0	0	57.841.387	45.213.009	2.060.000	21.948	5.722
TOPRAKBANK	19.386.100	32,6	0	0	0	0	40.088.571	67,4	0	0	0	0	0	0	59.434.671	55.542.710	1.472.320	37.725	119.952
DIŞ TİCARET BANKASI	1.070.815.979	40,57	0	0	0	0	4.498.872.817	59,43	0	0	0	0	0	0	7.569.688.816	7.497.755.044	5.419.447	1.383.491	351.527
EMİLAN BANKASI	10.496.940	35,28	0	0	19.258.071	64,72	0	0	0	0	0	0	0	0	29.755.011	37.241.405	636.500	59.444	177.255
EKONOMİ BANKASI	2.032.096.400	29,61	0	0	0	0	4.831.009.241	70,39	0	0	0	0	0	0	6.863.105.641	6.879.852.071	28.095.800	244.871	700.850
GARANTİ BANKASI	218.619.654	41,91	0	0	0	0	330.749.981	58,09	0	0	0	0	0	0	569.369.635	535.836.225	484.554	1.105.834	324.922
İŞ BANKASI	462.065.961	26,65	0	0	514.375.500	29,66	735.673.410	42,42	0	0	0	0	0	0	1.734.131.371	1.665.074.880	9.741.390	170.928	18.485.443
T. KALKINMA BANKASI	102.867.850	29,86	0	0	37.717.890	10,95	203.924.775	59,19	0	0	0	0	0	0	344.507.515	386.811.859	2.500.000	154.725	226.792
TSKB	18.327.467	33,69	0	0	36.075.492	66,31	0	0	0	0	0	0	0	0	54.402.959	52.325.111	205.120	255.095	461.533
TUTUNCULER YAŞARBANK	216.389.576	63,14	0	0	0	0	138.000.000	36,86	0	0	0	0	0	0	374.389.576	285.977.000	500.000	571.954	916.420
YATIRIM FİNANSMAN	542.915.877	54,6	63.429.780	1,9	404.716.789	39,25	0	0	0	0	0	0	0	0	1.031.062.446	1.023.617.418	50.000.000	20.472	898.583
ZİRAAT BANKASI	247.465.090	39,36	0	0	203.888.000	32,43	177.402.305	28,21	0	0	0	0	0	0	628.755.995	575.549.185	276.650	2.080.424	657.030
TOPLAM	16.536.357.386	34,05	804.509.88	1,66	8.642.578.428	17,79	21.660.543.925	44,6	480.549.697	0,05	22.016.500	0,05	421.275.462	0,87	48.567.831.278	48.634.374.958	1.042.098.564	49.921.610	0

Not: 28 Şubat 1998 itibarıyla Yabancı Hisse Senedi, Yabancı Devlet Tahvil, Yabancı Hazine Bonosu, VDMK, Türev Araçları fonların portföyünde bulunmamaktadır.

Not: Özel Sektör Tahvilleri, Yabancı Özel Sektör Tahvilleri, Finansman Bonosu ve Yabancı Finansman Bonosu "diğer" kalemi içinde yer almaktadır.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Şubat 1998

TABLO-XIX: B Tipi Değişken Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı-28 Şubat 1998 (BİN TL)

A TİPİ DEĞİŞKEN YATIRIM FONLARI	HİSSE SENEDİ	%	DEVLET TAHVİLİ	%	İLAZINE BONOSU	%	TERS REPO	%	FON PORTFÖY DEĞERİ	FON TOPLAM DEĞERİ	DOLAŞAN PAY SAYISI	BİRİM FİYAT	NAKİT
ABN AMBRO HİC. M. DEĞ.	5.010.750	1,78	0	0	170.405.510	60,67	105.470.814	37,55	280.387.074	278.893.577	17.342.000	15,796	605.103
AKBANK	0	0	0	0	355.894.818	25,72	1.027.716.185	74,28	1.363.611.003	1.300.735.934	3.183.670	408,565	702
ALFA MENKUL KIYMET	0	0	0	0	199.260.400	45,49	238.744.321	54,51	438.004.721	424.835.664	17.766.190	23,913	0
ALTERNATİFBANK	1.171.600	0,27	53.752.736	12,49	56.872.758	13,21	318.720.258	74,03	430.317.352	427.879.806	6.010.527	71,055	3.438.880
BANKKSPRESS	7.107.032	8,67	0	0	9.328.400	11,63	65.795.814	79,7	81.931.266	70.490.287	2.446.800	28,809	549.197
BANKKAPITAL	0	0	0	0	164.854.000	21,93	587.000.000	78,07	751.854.000	701.809.998	13.534.520	51,853	114.782
BAYINDIR MEN. DEĞ.	4.639.400	10,37	0	0	0	0	40.091.734	89,63	44.731.134	36.035.888	1.734.000	20,782	11.463
BİR. TÜRK KÖRFEZBANK	0	0	0	0	0	0	401.820.388	100	401.820.388	349.104.792	3.248.750	107,458	112.767
DEMİRBANK	0	0	173.888.300	27	0	0	470.191.585	73	644.079.885	575.853.207	866.105	664,877	5.621
DEMİR YATIRIM	0	0	216.665.500	43,28	0	0	283.927.233	56,72	500.592.733	493.550.775	42.102.035	11,722	12.601
ECZACIBAŞI MEN. DEĞ.	8.167.003	2,02	48.461.600	12,01	50.374.700	12,43	298.001.317	73,54	405.224.620	373.087.274	3.224.229	115,714	674.707
EGEBANK	0	0	0	0	0	0	68.154.558	100	68.154.558	63.190.679	72.650	869,796	424.828
ERİNCİLER MEN. DEĞ.	21.003.300	29,49	0	0	0	0	55.027.959	70,51	71.231.259	55.030.106	1.166.700	47,167	913.609
ESBANK	50.982.092	29,82	0	0	0	0	120.000.144	70,18	170.982.236	159.453.430	55.570	2.869.416	679.086
FINANSBANK	19.376.100	2,03	113.808.478	11,95	0	0	872.241.639	86,06	955.426.217	942.136.913	716.380	1.315.136	582.703
GARANTİ MEN. KİY.	173.562	0,1	93.110.000	53,03	75.970.000	44,87	0	0	169.205.562	145.419.833	1.088.205	133,633	1.738.066
İKTİSAT BANKASI	0	0	27.934.200	7,96	124.143.400	35,38	198.816.607	56,66	350.894.207	328.732.178	149.060	2.105.368	2.960
İTERBANK	0	0	551.450.900	62,6	0	0	339.467.298	37,4	890.918.198	873.832.483	561.004	1.557.623	0
K. YATIRIM MEN. DEĞ.	0	0	0	0	0	0	33.146.303	100	33.146.303	32.498.225.000	2.506.890	12,964	757.110
KOÇBANK	0	0	668.149.197	10,32	4.567.623.412	70,57	1.236.758.353	19,11	6.472.530.962	6.295.539.979	20.439.300	308,012	96.224
KÖRFEZ YATIRIM	2.847.700	4,44	0	0	0	0	61.277.608	95,56	64.125.308	59.809.802	4.459.550	13,412	304.593
MİDLAND BANK	0	0	0	0	0	0	101.697.026	100	101.697.026	97.892.663	7.425.165	13,184	123.673
OYAKBANK	4.136.510	2,27	0	0	0	0	178.199.012	91,73	182.335.522	173.068.444	8.740.090	19,802	122.195
PAMUKBANK	0	0	0	0	0	0	299.880.501	100	299.880.501	272.194.505	253.610	1.073.280	4.501
SİN. YAT. KREDİ BANK	0	0	0	0	0	0	89.404.208	100	89.404.208	81.511.715	1.208.790	67,432	367.733
SUNERBANK	38.824.872	19,24	59.584.931	19,49	0	0	187.321.947	61,27	305.731.750	266.324.117	347.625	766,125	533.523
ŞEKERBANK	846.025	2,5	931.141	2,75	0	0	32.070.857	94,75	33.848.023	28.974.596	1.465.350	19,773	222.415
TACİRLER MEN. KİY.	6.715.866	3,61	0	0	0	0	179.372.988	96,39	186.088.854	178.525.668	8.741.500	20,423	967.503
TAIB YATIRIM A.Ş.	4.954.675	8,09	0	0	0	0	56.254.829	91,91	61.209.504	60.016.856	5.000.800	12,001	652.505
TARİSBANK	0	0	0	0	0	0	73.586.401	100	73.586.401	66.045.250	156.650	421,610	0
TEKSTİLBANK	0	0	0	0	0	0	48.219.623	100	48.219.623	45.179.055	236.680	190,887	828.911
TOPRAKBANK	0	0	0	0	0	0	224.501.996	100	224.501.996	190.075.078	5.367.140	35,415	502.617
T. DIŞ TİCARET BANKASI	94.576.833	9,13	0	0	424.769.540	41,01	516.335.106	49,85	1.035.681.479	974.453.817	280.540	3.472.493	458.370
EMLAK BANKASI	37.919.340	9,41	8.007.811	1,99	357.024.383	88,6	0	0	402.951.536	356.032.546	639.500	556,736	96.934
T. EKONOMİ BANKASI	7.697.239	0,64	248.625.000	20,55	235.086.310	19,43	718.738.981	59,39	1.210.147.550	1.131.437.468	16.805.350	67,326	405.356
İŞ BANKASI	0	0	0	0	425.792.000	46,34	492.983.279	53,66	918.775.279	843.440.396	1.372.860	614,367	1.890.656
T. KALKINMA BANKASI	1.085.700	0,19	0	0	122.583.144	20,93	462.081.480	78,89	585.750.324	545.061.137	590.000	1.090.122	310.638
TÜTÜNCÜLER YAŞARBANK	14.269.570	9,34	465.570	0,3	0	0	138.000.000	91,35	152.735.140	130.588.313	222.950	585,729	641.135
TSKB	0	0	0	0	0	0	262.565.776	100	262.565.776	250.892.400	6.476.000	38,742	546.003
VAKIFLAR BANKASI	39.096.855	1,42	617.083.711	22,42	1.696.648.000	61,63	400.000.000	14,53	2.752.828.566	2.576.352.265	1.774.790	1.423.465	112.553
YAPI KREDİ BANKASI	10.436.000	3,93	0	0	141.011.200	53,16	113.786.492	42,9	265.233.692	221.770.215	72.677	3.050.762	268.780
YURTİTİCARET VE KREDİ	1.439.700	6,4	0	0	0	0	22.487.431	93,6	22.487.431	20.846.594	1.792.800	11,628	854.268
ZIRAAT BANKASI	0	0	0	0	994.158.120	40,92	1.435.254.810	59,08	2.429.417.930	2.566.952.272	1.368.860	1.656.088	909.904
TOPLAM	402.477.744	1,53	2.882.139.075	10,98	10.171.950.097	38,76	12.788.471.181	48,73	26.245.038.097	24.708.686.230	212.923.882		21.895.205

Not: 28 Şubat 1998 itibarıyla Yabancı Hisse Senedi, Yabancı Devlet Tahvil, Yabancı Hazine Bonosu, Altın, VDMK, Türev Araçları, Özel Sektör Tahvilleri, Yabancı Özel Sektör Tahvilleri, Finansman Bonosu ve Yabancı Finansman Bonosu Yatırım Fonlarının portföylerinde bulunmaktadır.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Şubat 1998

Türkiye’de kurulmuş yatırım fonları içinde toplam fon portföyü en fazla olan yatırım fonları B Tipi Tahvil ve Bono Yatırım Fonları’dır. Yatırım fonlarına aktarılan fonların büyük kısmının B Tipi Tahvil ve Bono Yatırım Fonu’nda bulunması Türkiye’deki yatırımcının riski düşük ve getirisinin tahmini kolay yatırım fonlarını tercih ettiğini göstermektedir. A Tipi Hisse Senedi Yatırım Fonları’nın toplam portföy değerinin çok düşük olması da yatırımcıların hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarını fazla tercih etmediğini göstermektedir. Ancak bu verilere bakarak yatırım fonlarının yatırımcıların genel istekleri doğrultusunda hisse senedi yatırımı yapmadığı düşünülmemelidir. Çünkü Mart 1998 ve öncesindeki 8 aylık dönemde yatırım fonlarındaki toplam portföy dağılımında hisse senedi oranı devlet tahvili oranlarıyla yaklaşık olarak aynıdır, hazine bonosunun oranı ise belli dönemlerde hisse senedi oranının ancak iki katına kadar çıkmaktadır. Yatırımcıların genel karakteristik özellikleri göz önüne alındığında gayet normal olan bu sonuç hisse senedi yatırım fonlarına yatırım yapacak yüksek riski göze alan ve yüksek getiri amaçlayan yatırımcıları yanıltmamalıdır.

Ayrıca yatırım fonları içindeki toplam portföy dağılımına baktığımızda Ağustos 1997 ile Mart 1998 aralığında yatırım fonlarının toplam portföyünün büyük kısmının ters repoya yatırıldığını görmekteyiz. Getirisinin yüksek olduğu dönemlerde fonların bir kısmı hazine bonolarına aktarılsada genel eğilimin hep ters repo yönünde olduğu görülmektedir. Bu da yatırım fonlarının son dönemlerde günün şartları doğrultusunda en çok getiri sağlayacak yatırım aracı olarak ters repoyu gördüğünü göstermektedir. Ayrıca yatırım fonlarında toplanan fonların büyük kısmının repo ve ters repoya yatırılmasının bir başka ve belkide en önemli sebebi de, katılma belgelerinin her an geri dönme olasılığı gözönüne alınarak gerekli likiditeyi sağlamaktır.

3.1.3 YATIRIM FONLARININ KURULUŞU

Dünya’da ve Türkiye’de yatırım fonlarının kuruluşlarında belli asgari şartların yerine getirilmesi gereklidir. Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ’ine göre yatırım fonu kurabilecek kurumlar, kurucuların nitelikleri, asgari fon tutarları ve fon portföyü oluşturulması için yerine getirilmesi gerekli bütün koşullar açıkça belirtilmiştir. Bahsi geçen bütün bu koşullar yatırımcıların güven duyabilecekleri yatırım fonlarının kurulması amacıyla düzenlenmiştir.

Çalışmanın bu kısmında ve genelde yatırım fonlarının Türkiye uygulamalarında yararlanılan temel kaynak Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ’i olmuştur. Bunun başlıca nedeni Tebliğ’in hem en güvenilir hem de konuyla ilgili en son bilgileri içeren kaynak olmasıdır.

3.1.3.1 Yatırım Fonlarının Kuruluş Koşulları

Türkiye’de yatırım fonları kurabilecek kurumlar, Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ’in 9’uncu maddesinde belirtilmiştir.

“Yatırım fonlarına ilişkin esaslar tebliğinde belirlenmiş olan esaslara uyan ve Sermaye Piyasası Kurulu’nca aranacak nitelikleri taşıyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun’un geçici 20. Maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar Sermaye Piyasası Kurulu’ndan izin almak koşuluyla fon kurabilirler.”¹⁹⁷

Banka ve sigorta şirketlerinin fon kurmak veya fon tutarını arttırmak üzere Kurul’a başvurmaları halinde Kanun’un 38’inci maddesi gereğince T.C. Başbakanlık ve Hazine Müsteşarlığının görüşü alınır.

¹⁹⁷ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 9

506 sayılı Kanun'un geçici 20'inci maddesi uyarınca kurulmuş olan vakıfların fon kurmak veya fon tutarını arttırmak üzere Kurul'a başvurmaları halinde Vakıflar Genel Müdürlüğü'nün görüşü alınır."¹⁹⁸

Türkiye'de halka arz edilen yabancı yatırım fonları dışında yatırım fonlarının büyük kısmı bankalar tarafından kurulmuştur. Bankalar tarafından kurulan yatırım fonlarını aracı kurumlar tarafından kurulan yatırım fonları izlemekte olup sigorta şirketlerinin kurduğu yatırım fonlarının sayısı ise 25.06.1998 tarihi itibarı ile sadece 5 adettir.

Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ'de belirtilen "yatırım fonu kurabilecek kurumlar" içinde adı geçen kuruluşlar Sermaye Piyasası Kurulundan izin almak koşuluyla doğrudan kendi kendileri veya aralarında oluşturacakları konsorsiyum aracılığıyla fon kurabilirler. Konsorsiyum oluşturulması halinde, aracı kurumlardan ve/veya bankalardan biri yönetimi yüklenir. Kurul'a resmi dairelere, katılma belgesi sahiplerine ve fon adına üçüncü şahıslara karşı fonu, konsorsiyum yöneticisi temsil eder.

Konsorsiyum oluşturulması halinde üyeler arasında, koşulla kurulca belirlenen Konsorsiyum Sözleşmesi yapılması zorunludur. Düzenlenen sözleşme, düzenlenmesini izleyen 6 işgünü içinde Kurul'a gönderilir.¹⁹⁹

Yatırım fonu kurmasında Tebliğ'e göre bir aykırılık bulunmayan kuruluşların yatırım fonu kurabilmeleri için belli niteliklere haiz kuruculara ihtiyaçları vardır. Bu kurucuların nitelikleride Tebliğ'de belirtilmiştir.

3.1.3.2 Kurucuların Nitelikleri

Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ hükümlerine göre fon kurucularında bazı nitelikler aranır. Fon kurmak isteyen aracı kurumların halka arza aracılık ve alım satıma aracılık faaliyetleri için Kurul'dan izin almış olmaları gerekir. Bankalar ve sigorta şirketleri için bu nitelik aranmaz. Kurucuların aşağıdaki koşulları sağlaması gerekmektedir.²⁰⁰

¹⁹⁸ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 15

¹⁹⁹ GÜLTEKİN, Rodoplu: A.g.e., S. 94

²⁰⁰ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 10

- i. Aracı kurumların ödenmiş sermayelerinin asgari 125.000.000.000,- (Yüzyirmibeşmilyar) TL olması ve bunun en az 100.000.000.000,- (Yüz milyar) TL'nin devlet tahvili ve hazine bonusu olarak IMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'nde bloke edilmiş olması,
- ii. Fon kurmak isteyen banka ve sigorta şirketlerinin kendi mevzuatlarına göre sahip olmaları gereken asgari ödenmiş sermayeye sahip olmaları,
- iii. Kurucuların kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde faaliyetlerinin tamamen veya belirli faaliyet alanları itibariyle sürekli veya son bir yıl içinde 1 ay veya daha fazla süreyle geçici olarak durdurulması kararı verilmemiş olması,
- iv. Kurucuların yetkileri hakkında, kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatına aykırılıktan dolayı mahkumiyet kararının bulunmamış olması.

Yukarıda belirtilen niteliklere sahip kurucular için yatırım fonu kurulmasında ilk aşama fon portföyünün oluşturulmasıdır. Fon portföyünün oluşturulmasında dikkat edilecek hususlar asgari fon kurma tutarı ve fon kurma limitidir.

3.1.3.3 Fon Portföyünün Oluşturulması - Asgari Fon Tutarı ve Avans

Fonların kuruluşta asgari fon tutarı 100 milyar TL'den az olamaz, bu tutar her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranı dikkate alınarak Kurul'ca belirlenir.

Kurucu, 100 milyar TL'den az olmamak kaydıyla içtüzükte belirlenen tutarın asgari %20'sini fona avans olarak tahsis eder. (Örneğin. 250 milyar TL'lik fon kurulmak isteniyorsa asgari avans tutarı 100 milyar TL'dir.) Bu avans ile fon portföyü oluşturulur ve katılma belgeleri kayda alınma prosedürüne uygun bir şekilde içtüzükte belirtilen pay sayısına kadar halka arz yoluyla satılır. Katılma belgeleri satış hasılatından avans ve içtüzük hükümlerine göre hesaplanacak avans faizi kurucuya iade edilir. Uygulamada portföyün oluşturulduğu tarih ile katılma belgelerinin halka arzı tarihi arasındaki değer artışlarından kuruluş giderleri düşürülmekte ve aradaki pozitif fark avans faizi olarak kurucuya iade edilmektedir.

Ancak özel fonlarda, fon başlangıç tutarının tamamını avans olarak tahsisi zorunludur.²⁰¹

Avans faizinin hesaplanmasında (2) no'lu eşitlikten yararlanılmaktadır.²⁰²

$$AFT = \frac{FT * r * G}{365} \quad (2)$$

Formülde

AFT: Avans Faiz Tutarını,

FT: Fon Tutarını,

r: Faiz Oranını,

G: Gün Sayısını

ifade etmektedir.

Bir yatırım fonu kurulurken asgari fon tutarının belirlenmesi, hem fona yatırım yapacak yatırımcıya güven sağlayacak, hem de fon tutarı ne kadar fazla olursa avans tutarı da artacağından portföyün ilk etapta daha etkin çeşitlendirilmesi sağlanacaktır.

Portföy oluşturulması ile ilgili sınırlamalar, Bölüm 3.1.5.2. Fon Portföy Sınırlamaları konusunda işlenecektir.

3.1.3.4 Fon Kurma Limiti

Yatırım fonu kurulurken asgari fon tutarının yanında fon kurma limitide dikkat edilmesi gerekli diğer bir hususdur. Fon kurma limitinin belirlenmesinin sebebi, fon kurucularının karşılayabileceklerinden daha fazla riske girerek yatırımcıyı mağdur etmesini önlemektir.

Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ'de yatırım fonlarında fon kurma limiti Madde 11'de belirtilmiştir:

“Bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketlerinin kurabilecekleri fonların içtüzüklerinde belirtilen fon tutarlarının toplamı, Kurul'a gönderilen bağımsız

²⁰¹ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 21

²⁰² UZAY (ERKİLİNÇ), Tülin: "Sermaye Piyasalarında Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarının Yeni Düzeni Üzerine Bir İnceleme", YTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 1993, S. 53

denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa zararlarının indirilmesinden sonra kalan tutarın 10 katını, diğer kuruluşlarda genel kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan özkaynaklar toplamını aşamaz.”²⁰³

Yukarıdaki belirtilen tanımı şu şekilde tablolaştırabiliriz:

Ödenmiş (Çıkarılmış) Sermaye (+)

(Kurula gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tablolarında yer alan verileri esas almak kaydıyla)

Yedek Akçeler (+)

(Genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçeler)

Yeniden Değerleme Değer Artış Fonu Tutarı (+)

(Genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen Yeniden Değerleme Değer Artış Fonu Tutarı)

Geçmiş Yıl Zararları (-)

Toplam Değer * 10

Tedavül Eden Fonlar (-)

Bu hesap sonucunda bulunan değerden fazla olmamak kaydıyla, bu tutara kadar fon kurulabilir.

Bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketleri dışında kalan kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları, 506 sayılı Kanun’un geçici 20’inci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, vakıflar ve diğer kuruluşların fon kurma limiti genel kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan özkaynaklar toplamını aşamaz.”²⁰⁴

²⁰³ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 11

²⁰⁴ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., SS. 21-22

3.1.3.5 Yatırım Fonlarının Kuruluş Prosedürü

Yatırım fonunda gerekli niteliklere haiz kurucu ve asgari fon tutarı belirlendikten sonra yatırım fonları kurulabilir. Ancak kuruluş esnasında yerine getirilmesi gerekli esaslar bir prosedür şeklinde belirtilmiştir.

Fonun kurulmasında ilk aşama kurucunun Yönetim Kurulu'nun fon kurulmasına, fon kurulu üyeleri ve murakıbını tespit etmesine ve fona avans tahsis etmesine karar vermesidir. Ardından, fon içtüzüğü hazırlanarak aşağıda belirtilen bilgi ve belgelerle Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurarak kuruluş izni alınır. Fon kuruluşunda aranacak bilgi ve belgeler şunlardır:²⁰⁵

- i. Kuruluş dilekçesi,
- ii. Yatırım fonu kuruluşuna dair kurucunun yetkili organ kararının noter tarafından onaylanmış örneği. Yetkili organ kararında bulunacak asgari unsurlar şunlardır:
 - Fonun Türü, Tipi,
 - Fonu tutarı,
 - Tahsis edilecek avans tutarı,
 - Fon kurulu üyeleri ve denetçisi,
 - Yönetici.
- iii. Yatırım fonu içtüzüğü,
- iv. Kurucunun;
 - Başvuru tarihi itibarıyla ortaklık yapısı,
 - Son genel kurul onaylı mali tabloları ve genel kurul toplantı tutanağı,
 - Bağımsız denetimden geçmiş son mali tablolar,
 - Yukarıda belirtilen mali tablolar ve bağımsız denetçi raporları tarihinden sonra herhangi bir özel nedenle mali tablo hazırlanmış ve bağımsız denetim yaptırılmış ise, bu tablo ve raporlar,

²⁰⁵ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., SS. 22-23

- Faaliyet raporu,
- Kurucu yetkilileri, fon kurulu üyeleri ve denetçinin imza sirküleri.

v. Kurucuların kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde faaliyetlerinin tamamen veya belirli faaliyet alanları itibarıyla sürekli veya son bir yıl içinde 1 ay veya daha fazla süreyle geçici olarak durdurulmaması kararı verilmemiş olmasına dair kurucunun noter tarafından onaylanmış beyanı,

vi. Kurucunun yetkilileri hakkında sermaye piyasası ve ilgili mevzuata aykırılıktan dolayı mahkumiyetlerinin bulunmadığına dair adli sicil kaydı, (Kurucunun yetkilileri kavramı, yönetim kurulu üyelerini, genel müdür, genel müdür yardımcılarını ve aracı kurum bünyesinde bulunan birimlerin yönetiminden sorumlu olan kişileri ifade etmektedir.)

vii. Fon kurulu üyelerinin, fon yönetim müdürünün ve fon denetçisinin sermaye piyasası faaliyet izinlerinin birinin veya birden fazlasının sürekli veya geçici olarak kaldırılmasında yahut borsa üyeliğinden çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilmiş kişilerden olmadıklarına dair noter tarafından onaylanmış beyanları ve özgeçmişleri,

viii. Kurucunun yönetiminde başka fon bulunuyorsa bunlarla ilgili bilgiler.

Kurulca uygun bulunan fon içtüzüğünün, notere onaylatılmasını müteakip bir örneği Kurul'a gönderilir ve Kurul tarafından onaylanan içtüzük kurucuya iade edilir. Fon içtüzüğü kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline Kurul'ca verilen izin belgesi tarihinden itibaren 6 iş günü içinde tescil edilerek, Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilir. Tescil ve ilan ile birlikte fonun kuruluş aşaması tamamlanmış olmaktadır.²⁰⁶

²⁰⁶ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 23

3.1.3.6 Fon İç Tüzüğü

Fon iç tüzüğü, katılma belgesi sahipleri ile kurucu ve saklayıcı kuruluş arasında, kurucu ve saklayıcının fon portföyünü inançlı mülkiyet esaslarına göre saklayacağını, kurucunun vekalet akdi hükümlerine göre yöneteceğini konu alan genel işlem şartlarını içeren bir sözleşmedir.²⁰⁷ Yatırım fonu içtüzük örneği Ek-1’de verilmiştir.

Bir yatırım fonunun kurulabilmesi için kurucular tarafından fon iç tüzüğünün hazırlanması gereklidir. Burada tarafların hakları ve yükümlülükleri saptanır, yasa ve Tebliğler’de yer alan hükümlere göre yürütülür. Fon iç tüzüğünün en önemli yönü bütün yatırımcılara eşit işlem yapma zorunluluğudur. Fon iç tüzüğü kurucu tarafından, yatırımcıların herhangi bir müdahalesi olmadan hazırlandığı için tek taraflı olabilir.²⁰⁸

Bu nedenle birikimleri koruyucu nitelikte en az aşağıda ki hususların fon içtüzüğünde yer alması zorunludur:²⁰⁹

- i. Fonun adı, türü ve tipi,
- ii. Kurucunun ünvanı ve adresi,
- iii. Saklayıcı kuruluşun ünvanı ve adresi,
- iv. Fon tutarı, pay sayısı ve fon süresi,
- v. Avansın kurucu tarafından tahsis edilmesi ve geri alınması esasları ile avansa yürütülecek faizin hesaplanma yöntemi,
- vi. Fon türü ve tipi çerçevesinde yatırım yapılacak varlıklar ve portföy yönetim ilkeleri,
- vii. Katılma belgelerinin satışına ve geri satın alınışına ilişkin usul ve esaslar,
- viii. Portföyün yönetimine ve saklanmasına ilişkin esaslar,
- ix. Portföyün değerlendirilmesine ilişkin esaslar,
- x. Fon varlıklarından yapılabilecek harcamalara ilişkin esaslar,

²⁰⁷ TEVFİK, Gürman: A.g.e., S. 39

²⁰⁸ RODOPLU, Gültekin: A.g.e., S. 96

²⁰⁹ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 17

- xi. Fon gelir gider farkının katılma belgesi sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslar,
- xii. Fona katılma ve fondan ayrılma şartları,
- xii. Fonun tasfiye şekli.

Özel fonların iç tüzük esasları Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenir. Kurul tarafından uygun görülen fon içtüzüğü, notere onaylatılmasını müteakip Kurul'ca verilen izin belgesi tarihinden itibaren 6 işgünü içinde kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan olunur.

Fonun kurulmasıyla ilgili koşullar tamamlandıktan sonra sıra fonu yönetecek birimlerin belirlenmesine gelmektedir.



3.1.4 YATIRIM FONLARININ YÖNETİM YAPISI

Yatırım fonunun kuruluş aşaması tamamlandıktan sonra fonun işlemlerinin yürütülmesi için fona belli niteliklere sahip bir yönetici, fon kurulu ve denetçiler atanmalı, fon hizmet birimi kurulmalı ve saklama hizmetine ait esaslar belirlenmelidir. Bütün bu esaslar yatırım fonlarının yönetim yapısını oluşturur.

3.1.4.1 Kurucu ve Yönetici

Çalışmanın önceki bölümlerinde de belirtildiği üzere kurucu, tüzel kişiliği olmayan fonun, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetim, temsil ve saklanmasıyla Sermaye Piyasası Kurulu'na karşı sorumludur. Portföyün kurucu tarafından yönetilmiyor olması, bu sorumluluğu kaldırmaz.

Fon, kurucunun belirleyeceği bir yönetici (SPK'dan portföy yöneticiliği yetki belgesi alan kuruluşlar yönetici olabilir) ile yapılan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yönetici tarafından yönetilir.²¹⁰

Yönetici, fon portföyünü Kanun, Tebliğ ve Fon İçtüzük hükümlerine göre yönetmekle yükümlüdür. Kurucu ve yönetici arasında portföy yönetimine ilişkin olarak yapılacak sözleşmede şu unsurların bulunması gereklidir:²¹¹

- i. Yönetici kuruluşun ünvanı ve adresi,
- ii. Fonun ve kurucunun ünvanı ve adresi,
- iii. Sözleşmenin süresi,
- iv. Portföy yönetimi hizmetinin kapsamı ve hizmetin sunulmasına yönelik ilkeler,
- v. Yöneticinin alacağı ücretin tutarı ve ödeme koşulları,

²¹⁰ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 18

²¹¹ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md. 13

- vi. Portföy yönetimi hizmeti sunmakla mükellef şahıslar ve görev tanımları ile bunların değişmesi durumunda uyulacak kurallar,
- vii. Portföy yönetimine ilişkin varsa fonun menkul kıymet türleri ve risk tercihleri,
- viii. Fon portföyüne alım ve satımlarda, fon kurulunun teyidinin aranıp aranmayacağı ve yapılan işlemler hakkında fon kurulunun bilgilendirilmesine ilişkin esaslar,
- ix. Fon portföyü ile ilgili nakit hareketlerine ilişkin esaslar,
- x. Muhasebe hizmetine ilişkin esaslar,
- xi. Sözleşmenin fesih şartları.

Sözleşmenin bir örneğinin, yapıldığı tarihten itibaren 6 işgünü içinde Kurul'a gönderilmesi zorunludur.

3.1.4.2 Fon Kurulu ve Denetçiler

Kurucu, fon yönetimi işlemlerinin kendi adına düzgün bir biçimde yürütülebilmesi için, kendi bünyelerinde kurulacak tüm fonlara hizmet vermek üzere fon yönetim birimi oluşturmak zorundadır. Her fon içinde yönetimden sorumlu aşağıdaki niteliklere sahip içeriden veya dışarıdan en az üç kişiden oluşan bir fon kurulu oluşturulur ve her fon için bir denetçi atanır.²¹² Özel fonlarda fon kurul üyelerinin çoğunluğunun gerekli tecrübe şartlarını taşıması şartıyla kurucu dışında fon katılma belgelerinin alıcısı kuruluşun bünyesinden atanabilir.

Fon kurulu üyeleri ve denetçilerinin;

- i. Yüksek öğrenim görmüş olmaları,
- ii. Sermaye piyasası alanında en az 5 yıllık tecrübeye sahip olmaları (Bankacılığın ilgili alanlarında tecrübe dahil olmak üzere),
- iii. Faaliyet izinlerinin birinin veya birden fazlasının sürekli veya geçici olarak kaldırılmasında yahut borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış

²¹² RODOPLU, Gültekin: A.g.e., S. 95

kuruluşlarda sorumluluğu tespit edilmiş bulunan kişilerden olmamaları gereklidir.²¹³

3.1.4.3 Fon Hizmet Birimi

Fonla ilgili işlemlerinin düzgün yürütülebilmesini teminen kurucu veya yönetici nezdinde fona hizmet vermek üzere bir fon hizmet birimi oluşturulur. Fon hizmet biriminde her fon için Bölüm 3.1.4.2.'de ifade edilen nitelikleri taşıyan ve tam zamanlı olarak görev yapacak fon yönetim müdürlerinin (birden fazla fona aynı fon yönetim müdürünün atanması mümkündür) bulunması gereklidir.

Ayrıca fon hizmet biriminin yönetim amacına uygun teknik donanım ve uygun bir mekana sahip olması gereklidir. Kurul'un mali tablo ve ilkelerine ilişkin düzenlemeleri ile muhasebe düzeninin kurulması ve bunların yürütülmesi ile ilgili işlemleri yapabilecek bilgi ve deneyimli muhasebe sorumlusu ve yeterli personeli olması gerekir.²¹⁴

3.1.4.4 Saklama Hizmetine İlişkin Esaslar

Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ'de saklama hizmetine ilişkin esaslar Madde 14'de belirtilmiştir:

“Fon portföyündeki varlıkların saklanması ile ilgili sözleşmenin esasları İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. tarafından belirlenir. Fon portföyündeki varlıkların Kurul'ca belirlenmiş bir kuruluştaki saklanması halinde buna ilişkin sözleşme esaslarını Kurul belirler.

Sözleşmenin bir örneğinin, yapıldığı tarihten itibaren 6 işgünü içinde Kurul'a gönderilmesi zorunludur.”²¹⁵

İMKB Takasbank A.Ş. yurtiçi menkul kıymetlerinin saklama merciidir. Yurtdışı menkul kıymetlerin hangi kuruluşlar nezdinde saklanacağı içtüzüğe yazılır. Halka arz sırasında tüm saklama kuruluşları ile yapılmış sözleşmeler Kurul'a ibraz edilir.²¹⁶

²¹³ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 19

²¹⁴ RODOPLU, Gültekin, a.g.e., S. 95

²¹⁵ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md. 14

²¹⁶ ERTAŞ, Vahdetin ve Diğerleri: A.g.e., S. 20

3.1.5 FON YÖNETİM İLKELERİ

Yatırım fonunun yönetiminde uyulması gerekli ve düzenleyici özellikler gösteren bazı hükümler belirtilmiştir. Bu hükümlerin temel amacı, fona katılma belgesi karşılığında fon aktaran yatırımcıları korumaktır.

Fon bir mal varlığı olduğundan fonun yönetim ilkeleri direkt olarak fonun mal varlığıyla ilgilidir. Bu sebepten ötürü öncelikle fonun mal varlığının özelliklerini tekrar belirtmekte yarar bulunmaktadır. Fonun mal varlığını kurucunun Sermaye Piyasası Kanunu'ndan, Tebliğ'den ve fon içtüzüğünden doğan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve sorumluluklarını karşılaması dışında hiçbir amaçla kullanılamaz. Fon mal varlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.

Fon yönetim ilkelerini uyulması zorunlu ilkeler ve fon portföy sınırlamaları olarak iki ana başlık altında inceleyebiliriz.

3.1.5.1 Uyulması Zorunlu İlkeler

Bu ilkelerin temel amacı birikimcinin haklarının korunması ve yönetici kurum veya pay hakimiyeti sahibi bulunanlar ile tepe yöneticilerinin çıkarlarına hizmet etmek üzere kullanılmasını önlemektir. Fon yönetimi basiretli, dürüst, ahlak sahibi bir işadama gibi hareket etmek durumundadır. Kişi mal sahibi olduğunda, malını kendi yararına nasıl yönetiyorsa fon yönetiminin de aynı ilkeyi benimsemesi gerekir. Yönetim bu özeni, öncelikle portföy seçiminde riskin dağıtılması ilkesine sadık kalarak göstermelidir.²¹⁷

Yatırım fonlarının yönetiminde aşağıdaki ilkelere uyulması zorunludur:²¹⁸

- i. Yönetici, yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetmek zorundadır. Yönetimindeki yatırım fonları veya diğer müşterileri arasında müşterilerden biri veya yatırım fonlarından biri lehine diğerleri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde bulunamaz.

²¹⁷ RODOPLU, Gültekin: A.g.e., S. 97

²¹⁸ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 41

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

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

iii. Borsada işlem gören varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. Fon adına katılma belgelerinin alım satımı nedeniyle, İMKB Tahvil ve Bono piyasasından aynı gün valörü ve aynı gün valörlü işlem saatleri dışında fon portföyüne alım veya fon portföyünden satım zorunluluğu bulunuyorsa, İMKB’ce belirlenen işlem kurallarına uyulması şarttır.

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

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

vi. Fon portföyünün önceden saptanmış belirli bir getiri sağlayacağına dair yazılı veya sözlü bir garanti verilemez.

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

3.1.5.2 Fon Portföy Sınırlamaları

Yatırım fonları, inançlı mülkiyet esaslarına göre kurulduklarından yönetim ve yatırımları için kanun koyucu kısıtlamalar getirilmiştir. Bu kısıtlamalar ile yatırım fonlarının belirli ilkelerle yönetilmeleri ana hedeftir. Risk dağılımlarının asgari ilkelerini ve fon mal varlığını korumak, yönetici bankanın veya onun büyük pay sahiplerinin ve önde gelen yöneticilerinin olası suistimallerine engel olmak, fon amacına uygun olmayan işlemleri yasaklamak, fon hesaplarının açıklığını ve fon malvarlığı ile hesaplarının bağımsızlığını sağlamak amaçlanmıştır.²¹⁹

Yatırım fonlarının yönetiminde aşağıda belirtilen portföy sınırlamalarına uyulması şarttır.²²⁰

- a) Yatırım fonlarının portföy değerinin %10'undan fazlası bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmaz.
- b) Yatırım fonu tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin yada tüm oy haklarının %9'undan fazlasına, bir yöneticinin yönetimindeki bir kurucuya ait yatırım fonları ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamazlar.

Bu tip düzenlemelerin amacı yatırım fonlarının menkul kıymetine sahip olduğu ortaklıkları kontrol altına almasını önlemektir. Başka bir ifadeyle holding işlevi vermemektir.²²¹

- c) Fon portföyüne borsaya kote edilmiş varlıkların alınması esastır. Ancak, kurucunun ve yöneticinin borsa dışında halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlerin, borsaya kote edilmesi şartıyla, ihraç miktarlarının azami %10'u ve fon portföyünün azami %5'i oranında yatırım yapılabilir.

²¹⁹ SOYDEMİR, Selim: *Amerika ...*, A.g.e., S. 133

²²⁰ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 42

²²¹ ÖZMEN, Tahsin: "Menkul Kıymet Yatırım Fonları", *SPK Denetleme Dairesi*, Yayımlanmamış Görüş Öneri Raporu, Ankara 1988, S. 2

T.C. Merkez Bankası tarafından düzenlenen ihalelerden ve T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan halka arzlardan ihale veya ihraç fiyatlarıyla fon portföyüne menkul kıymet alınabilir. Bu duruma konu menkul kıymetlerin İMKB'ye kote ettirilmeleriyle birlikte alış fiyatları tescil ettirilir. Bu menkul kıymetler (a) bendinde yer alan sınırlama kapsamında değerlendirilmez.

d) Fon portföyüne kurucunun ve yöneticinin hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetleri satın alınamaz.

e) Kurucunun ve yöneticinin;

- Sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan kamu kuruluşları dışında kalan hissedarlarının,

- Yönetim kurulu başkan ve üyelerinin,

- Genel müdür ve yardımcılarının,

ayrı ayrı ya da birlikte sermayesinin %20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıkların menkul kıymetlerinin toplamı, fon portföyünün %20'sini aşamaz. Ancak iştirak fonları hakkında bu hüküm uygulanmaz.

f) Kurucunun ve yöneticinin doğrudan ve dolaylı iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerin toplamı fon portföyünün %20'sini geçemez. Ancak iştirak fonları hakkında bu hüküm uygulanmaz. Özel fonlarda, içtüzüğünde katılma belgesi yatırımcısı olarak tanımlanmış şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetlerin toplam değeri portföy değerinin azami %25'i, bunlardan tek bir şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin toplam değeri ise fon portföyünün azami %5'i olabilir.

g) Kurucunun, yöneticinin ve bunların doğrudan ve dolaylı iştiraklerinin fonlarının katılma belgeleri ile ortağı oldukları yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç olmak ve içtüzüklerinde belirtilmek koşuluyla, farklı türlerdeki diğer fonların katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının hisse senetleri fon portföyünün %10'una kadar portföye alınabilir. Portföye alınan katılma belgelerinin toplam tutarı, bu belgeleri çıkaran fonun toplam pay sayısının %20'sini aşamaz.

h) Portföydeki varlıkların değerinin fiyat hareketleri ve rüchan haklarının kullanılması nedeniyle, fon içtüzüklerinde ve Tebliğ’de belirtilen asgari sınırların altına inmesi veya azami sınırların üzerine çıkması halinde oranın en geç 30 gün içinde içtüzükte ve Tebliğ’de belirtilen sınırlara getirilmesi zorunludur. Belirtilen süre içinde elden çıkartmanın imkansız olması veya büyük zarar doğuracağıının belirlenmesi halinde süre Kurul tarafından uzatılabilir. Bu süre sonunda Kurul’a başvurmayan veya süre verilmesi Kurul’ca uygun görülmeyen fonların türleri Kurul’ca resen değiştirilir ve ilan ettirilmesi sağlanır.

i) Fon, açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaz.

j) Yatırım fonları, Kurul’un Seri:V, No:18 sayılı “Kredi Menkul Kıymet Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliği”nin 26’ncı maddesinde belirtilen esaslar çerçevesinde yapılacak bir sözleşme ile herhangi bir anda portföylerindeki menkul kıymetlerin piyasa değerlerinin en fazla %25’i tutarındaki menkul kıymetlerini ödünç verebilir veya aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilirler. Ödünç verme ve alma işlemi en fazla 90 işgünü süreyle yapılır. Fon portföyünden ödünç verme işlemi, ödünç verilen menkul kıymetlerin en fazla %100’ü karşılığında nakit veya devlet iç borçlanma senetlerinden oluşabilecek teminatın fon adına saklayıcıda bloke edilmesi şartıyla yapılabilir. Teminat tutarının ödünç verilen menkul kıymetlerin piyasa değerinin %80’inin altına düşmesi halinde fon yönetimi teminatının tamamlanmasını ister. Yatırım fonunun taraf olduğu ödünç verme ve alma sözleşmelerine, fon lehine tek taraflı olarak olarak fesh edilebileceğine ilişkin bir hükmün konulması mecburidir.

k) Özel fonlar için (d), (e) ve (f) bendleri uygulanmaz.

3.1.6 KATILMA BELGELERİ

Yatırım fonlarında yatırımcıların fona kaç pay ile katıldığını gösteren belge katılma belgesidir. Yatırım fonlarının ana ögesi olan katılma belgesinin her an geri dönme olasılığı, katılma belgesini özellikle portföy yönetimi açısından önemli kılmaktadır. Gene bu sebepten ötürü yatırım fonu portföy yönetimini diğer genel portföy yönetimi stratejilerinden farklılıklar göstermektedir. Çalışmamızda yatırım fonu portföy yönetimi stratejilerinin açıklanması esnasında katılma belgeleri, portföy yönetimi açısından detaylı olarak incelenecektir.

Türk Sermaye Piyasası'nda yatırım fonu katılma belgeleri ile ilgili düzenlemeler Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VII, No:10 sayılı Tebliğ'inin 35'inci maddesinde yer almaktadır. Tebliğ'e göre:

“Katılma belgesi, belge sahibinin, kurucu karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup, kaydi değer olarak tutulur. İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonlarının belgeleri menkul kıymet sayılır.”

İçtüzüklerinde hüküm bulunmak şartıyla kurucusunun talebi ve borsanın uygun görmesi üzerine menkul kıymet niteliği verilen katılma belgeleri borsada işlem görebilir.”²²²

Katılma belgelerinde fon içtüzüğünün tam metni, kurucunun yetkili imzaları ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca kayda alınma tarihi ve sayısıyla bu kayda alınmanın kamunun tekellüf ve resmi teminat anlamına gelmeyeceği ibaresi yer alır.²²³ Şekil-2'de bir adet katılma belgesi örneği verilmiştir.

²²² Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 37

²²³ TEVFIK, Gürman: A.g.e., S. 42

ŞEKİL-2: Katılma Belgesi Örneği

100.000
KATILMA
PAYI

KOÇBANK FON - 3

KOÇBANK A.Ş.
ÜÇÜNCÜ YATIRIM FONU, KOÇBANK FON - 3
YÜZ KATILMA PAYINI TEMSİL EDEN HAMILİNE YAZILI
KATILMA BELGESİ

Bu katılma belgesi, belge sahibinin yönetici Banka'ya karşı sahip olduğu hakları tasılamakta ve Fon'a kaç hisse ile katıldığına göstermektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 16.12.1993 tarih ve CEM/1926 sayılı izni ile kurulan KOÇBANK A.Ş. Üçüncü Yatırım Fonu'nun 17.12.1993 tarihinde tescil ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde 23.12.1993 tarih ve 3433 sayılı nüshasında ilan edilen iç tüzüğünün tam metni aşağı sayfada yer almaktadır.

Bu katılma belgesi Sermaye Piyasası Kurulu'na 14.1.1995 tarih ve K.B.1051 sayılı kayda alınmıştır. Ancak bu kayda alınma, katılma belgelerinin ve Fon'un Kurul veya Kamuya teklifi olduğu anlamında değildir.

KOÇBANK A.Ş.
Yönetim Kurulu Başkanı
Tevfik AltınokGenel Müdür
Engin Akçakoca

KOÇBANK

SERİ

YÜZBİN

Katılma belgelerinin itibari değeri yoktur. Fon pay değeri, fon toplam değerinin dolaşımdaki katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesiyle elde edilir.²²⁴

Fona iştiraki sağlayan katılma belgesinin fiyatı kurucu tarafından her işgünü itibariyle hesaplanmakta ve izleyen gün yapılan katılma belgesi alış satışlarında bu fiyat uygulanmaktadır. Hesaplamalarda aşağıdaki prosedür uygulanmaktadır:

- i. Değerleme gününde portföyde bulunan varlıkların işlem gördükleri (alınıp satıldıkları) borsalarda oluşan fiyatları dikkate alınarak fon portföy değeri hesaplanmakta,
- ii. Fon portföy değerine fonun alacakları eklenmekte ve borçları düşülmek suretiyle fonun toplam değeri (net asset value) belirlenmekte,
- iii. Fon toplam değeri, değerleme gününde tedavülde olan pay sayısına bölünerek birim katılma belgesi fiyatına ulaşılmaktadır.

Katılma belgelerinin birim pay fiyatı, her işgünü itibariyle belgelerin alınıp satıldığı adreslerde ve ayrıca günlük gazetelerde ilan edilir. Ancak gazetede ilan edilen fiyatın işlem günündeki değil bir gün öncesinin fiyatı olduğuna dikkat edilmelidir.

Yukarıda belirtilen işlemlerin yapılması esnasında fonun portföyünde bulunan varlıklardan elde edilen faiz, temettü, alım satım kazancı ve günlük değer artışları aynı gün fona gelir olarak kaydedilmekte, dolayısıyla katılma belgelerinin hergün için hesaplanan pay fiyatına yansıtılmaktadır. Bu surette belirli bir tarihte fondan ayrılan yatırımcı o güne kadar fonun kazancından (zararından) kendi payına düşen miktarı almış olacaktır.²²⁵

Yatırımcılar, katılma belgesini bedelini nakden ödemek suretiyle satın alabilir ve belgelerini fona iade etmek suretiyle fondan ayrılabilirler. Ancak bazı fonlarda paraya çevirebilmek için belge sahibinin, bir ya da iki gün (bu süre daha fazla olabilir) öncesinden fona bildirimde bulunması gerekmektedir. Uygulamada katılma belgesi satış ihbar formu olarak bilinen bu husus fonun nakit pozisyonunu ayarlayabilmesi bakımından kurucunun

²²⁴ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 37

²²⁵ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S 16

tercihine bağılı olarak belirlenmekte ve ilan edilen izahname ile yatırımcılara duyurulmaktadır.²²⁶

Katılma belgelerinin bir diğere önemli işlevi, karşılığında çek keşide edilebilmesi olanağıdır. Katılma belgeleri karşılığında çek keşide etme olanağı ile ilgili hüküm Tebliğ Seri:VII, No:10'da belirtilmiştir.²²⁷

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

Fon kuruluşunun bir banka olması halinde, kurucu banka ile katılma belgesi sahipleri arasında yapılacak bir sözleşmede, hesabın hangi fonun katılma belgeleri karşılığında işleyeceği belirtilir ve bankaya keşide edilen çekler için katılma belgelerinin nakde çevrilerek ilgili hesaba mevduat aktarma yetkisi verilir.

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

Katılma belgelerinin halka arz edilmesi veya belirli kişi ve kuruluşlara tahsisli satılması (özel fon) zorunludur.

Yatırım fonlarının değerleri her işgünü itibariyle fon portföyünde bulunan varlıkların değerlerindeki değişimlerden dolayı yeniden hesaplanır. Böylelikle yatırımcılar yatırım fonunun o günkü değeri üzerinden işlem yapabilirler. Yatırım fonu portföyü değerlendirme bazı esaslara tabidir.

²²⁶ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 16

²²⁷ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 38

3.1.7 YATIRIM FONU PORTFÖY DEĞERLEME ESASLARI

Yatırım fonlarının yönetimi esnasında her işgünü itibariyle yapılması zorunlu işlerden bir tanesi portföy değerlemesidir. Bir yatırım fonunun fon portföy değeri, portföydeki varlıkların değerinin toplamını verir. Yapılan bu değerlemeler sonucunda periyodik olarak günlük, aylık ve yıllık raporlar verilmektedir.

Yatırım fonlarında periyodik raporlara ilişkin esaslar Tebliğ'in 46'ncı maddesi ile düzenlenmiştir. Fon portföy ve fon toplam değeri tablolarından oluşan ve katılma belgesi fiyatlarının günlük olarak hesaplanmasını gösteren günlük rapor değerlendirme gününü takip eden işgünü Kurul'a gönderilir.

Ay içerisindeki menkul kıymet ve katılma belgesi hareketleri ile fon performansına ilişkin bilgileri içeren aylık rapor, ilgili ayı izleyen 15 gün içinde Kurul'a gönderilir.

Bir önceki yıla karşılaştırmalı olarak hazırlanmış bağımsız denetimden geçmiş fon bilanço ve gelir tabloları ile fon portföy ve fon toplam değeri tablolarını içeren yıllık rapor hesap döneminin bitimini takip eden 3 ay içinde Kurul'a gönderilir.²²⁸

Yatırım fonlarının fon portföy değeri günlük rapor örneği standartı Tablo-XX'da, fon toplam değeri günlük rapor örneği Tablo XXI'de ve aylık rapor örneği standart ise Tablo-XXII'de verilmiştir. Ayrıca Koçbank A.Ş.'ya ait 5 Haziran 1998 tarihli A ve B Tipi Değişken Fon Portföyleri ile bu fonların gene aynı tarihli günlük raporları Ek-2'de yer almaktadır.

²²⁸ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 29

TABLO-XX: Yatırım Fonu Fon Portföy Değeri Tablosu / Günlük Rapor

.....A.Ş.
YATIRIM FONU/...../..... TARİHLİ GÜNLÜK RAPORUDUR.
 FON PORTFÖY DEĞERİ TABLOSU

Menkul Kıymet	İhraççı Kurum	Vade Tarihi	Menkul Tanımı	Nominal Faiz Oranı	Faiz Ödeme Sayısı	Nominal Değer ¹	Birim Alış Fiyatı ²	Satın Alış Tarihi ³	İç Iskonto Oranı	Borsa Sözleşme No ⁴	Repo Teminat Tutarı ⁵	Günlük Birim Değer	Toplam Değer	Grup (%)	Toplam (%)
A. HİSSE SENEDİ															
" "															
" "															
" "															
" "															
GRUP TOPLAMI															
B. BORÇLANMA SENETLERİ															
DEVLET TAHHÜT															
" "															
HAZİNE BONOSU															
" "															
" "															
C. DİĞER VARLIKLAR															
GRUP TOPLAMI															
FON PORTFÖY DEĞERİ															

¹ Repo işlemleri il ilgili olarak bu sütuna repo dönüş değeri yazılacaktır.

² Bu sütuna sadece alım yapılan günde değeri girilecektir. Eski tarihli alımlarda ilgili menkul kıymetin ağırlıklı orttalama değeri girilecektir.

³ Bu sütuna sadece alım yapılan günde değeri girilecektir.

⁴ Bu sütuna sadece alım yapılan günde değeri girilecektir.

⁵ Bu sütuna repo işlemine konu olan menkul kıymetler ve bunların nominal değerleri girilecektir.

Kaynak: 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" Seri:VII, No:10, Ek-1/A

TABLO-XXI: Yatırım Fonu Fon Toplam Değeri Tablosu – Günlük Rapor

.....A.Ş.

.....YATIRIM FONU/...../..... TARİHLİ GÜNLÜK RAPORUDUR.

FON TOPLAM DEĞERİ TABLOSU

	TUTARI(TL)	GRUP %	TOPLAM %
A. FON PORTFÖY DEĞERİ			
B. HAZIR DEĞERLER			
a) Kasa			
b) Bankalar			
c) Diğer Hazır Değerler			
C. ALACAKLAR			
a) Takastan Alacaklar			
b) Diğer Alacaklar			
D. DİĞER VARLIKLAR			
E. BORÇLAR			
a) Takasa Borçlar			
b) Yönetim Ücreti			
c) Ödenecek Vergi			
d) İhtiyatlar			
e) Krediler			
f) Diğer Borçlar			
FON TOPLAM DEĞERİ			
Toplam Pay Sayısı			
Dolaşımdaki Pay Sayısı			
Kurucunun Elindeki Pay Sayısı			

Kaynak: 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”
Seri: VII, No:10, Ek-1/B

TABLO-XXII: Yatırım Fonu Aylık Rapor Örneği

YATIRIM FONLARI AYLIK RAPOR ÖRNEĞİ**I. FONU TANITICI BİLGİLER**

:

A. FONUN ADI

:

B. KURUCUNUN UNVANI

:

C. YÖNETİCİNİN UNVANI

:

D. FON TUTARI

:

E. FON TOPLAM DEĞERİ

:

F. TEDAVÜLDEKİ PAY SAYISI

:

G. FONUN KURULUŞ TARİHİ

:

H. FONUN SÜRESİ

:

II. FONUN PERFORMANSINA İLİŞKİN BİLGİLER

:

A. AY SONU PAY FİYATI

:

B. ÖNCEKİ AY PAY FİYATI

:

C. AYLIK PAY FİYATI ARTIŞ ORANI

:

E. YILLIK PAY FİYATI ARTIŞ ORANI

:

MENKUL KIYMET YÜZDESİ

:

G. AYLIK ORTALAMA TEDAVÜL ORANI

:

H. AYLIK ORTALAMA PORTFÖY DEVİR HIZI

:

I. PORTFÖYÜN ORTALAMA VADESİ

:

III. FON PORTFÖY DEĞERİ TABLOSU

	Nominal Değeri(1000)	Rayiç Değeri(1000)	%
A. HİSSE SENETLERİ			
1. Banka ve İştirak Hissedarları			
a).....A.Ş.			
b).....A.Ş.			
2. Diğer Ortaklıklar			
a).....A.Ş.			
b).....A.Ş.			
B. DEVLET TAHVİLİ VE HAZİNE BONOLARI			
C. GELİR ORTAKLIĞI SENETLERİ (TL)			
D. GELİR ORTAKLIĞI SENETLERİ (DÖVİZE ENDEKSLİ)			
E. DÖVİZE ENDEKSLİ TAHVİLLER			
F. FİNANSMAN BONOLARI			
1. Banka ve İştirak Hissedarları			
a).....A.Ş.			
b).....A.Ş.			
2. Diğer Ortaklıklar			
a).....A.Ş.			
b).....A.Ş.			
G. ÖZEL SEKTÖR TAHVİLLERİ			
1. Banka ve İştirak Hissedarları			
a).....A.Ş.			
b).....A.Ş.			
2. Diğer Ortaklıklar			
a).....A.Ş.			
b).....A.Ş.			
H. YABANCI MENKUL KIYMETLER			
I. ALTIN VE DİĞER KIYMETLİ MADENLER			
J. DİĞER			
FON PORTFÖY DEĞERİ			
			

IV. FON TOPLAM DEĞERİ TABLOSU

	<u>TUTARI</u>	<u>%</u>
A. FON PORTFÖY DEĞERİ		
B. HAZIR DEĞERLER (+)		
C. ALACAKLAR (+)		
D. DİĞER VARLIKLAR (+)		
E. BORÇLAR (-)		
1)		
2)		
.....		
FON TOPLAM DEĞERİ		

V. AY İÇİNDE YAPILAN GİDERLER**AÇIKLAMA****TUTARI****TOPLAM****VI. A. GEÇEN AY İÇİNDE RŪCHAN HAKKI****KULLANIMI, BEDELSİZ HİSSE SENEDİ ALIM****TEMETTÜ VE ANAPARA TAHSİLATINA****İLİŞKİN AÇIKLAMALAR****B. GEÇEN AY İÇİNDE YATIRIM FONLARINA****İLİŞKİN MEVZUATTA MEYDANA GELEN DEĞİŞME VE****HUKUKİ İHTİLAFLARLA****İLGİLİ AÇIKLAMALAR**

VII. PORTFÖYDEN SATIŞLAR

MEN. KIY.	İHRAÇCI	ALİŞ	NOMİNAL	SATIŞ
<u>TÜRÜ</u>	<u>KURUM</u>	<u>TARİHİ</u>	<u>DEĞERİ</u>	<u>DEĞERİ</u>

VIII. İTFALAR

MEN. KIY	İTFA	NOMİNAL
<u>TÜRÜ</u>	<u>DEĞERİ</u>	<u>DEĞERİ</u>

IX. PORTFÖYE ALIŞLAR

MEN. KIY.	İHRAÇCI	ALİŞ	NOMİNAL	SATIŞ
<u>TÜRÜ</u>	<u>KURUM</u>	<u>TARİHİ</u>	<u>DEĞERİ</u>	<u>DEĞERİ</u>

Kaynak: 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”
Seri:VII, No:10, Ek-2

Daha önce de bahsedildiği üzere yatırım fonlarında fon portföyünü oluşturan varlıkların değeri yatırım fonunun değerini belirler. Bu portföydeki varlıkların değeri ise, Tebliğ Seri:VII, No:10 uyarınca aşağıdaki esaslara göre tespit edilir:²²⁹

- a) Portföye alınan varlıklar alım fiyatlarıyla kayda geçirilir. Yabancı para cinsinden varlıkların alım fiyatı satın alma günündeki yabancı para cinsinden değerinin T.C. merkez Bankası döviz satış kuru ile çarpılması suretiyle bulunur.
- b) Alış tarihinden başlamak üzere portföydeki varlıkların;
 - i. Borsada işlem gören varlıklar değerlendirme gününde borsada oluşan ağırlıklı fiyat ve oranlarla değerlendirilir. İki seans uygulanan borsalarda değerlendirme fiyatı, ikinci seans ağırlıklı ortalama fiyatı veya oranıdır.
 - ii. İMKB Küçük İşlemler Pazarı'nda oluşan fiyatlar değerlendirmede dikkate alınmaz.
 - iii. Borsada işlem görmekle birlikte değerlendirme gününde borsada alım satıma konu olmayan hisse senetleri son işlem tarihindeki borsa fiyatıyla, borçlanma senetleri, ters repo ve repolar son işlem günündeki iç verim oranı (günlük nakit girişlerini nakit çıkışlarına eşitleyen iskonto oranı) ile değerlendirilir.
 - iv. Yukarıdaki şekilde değerleri belirlenemeyen borçlanma senetleri ve repolar ise, son iş günündeki portföy değerlerine, sermaye piyasası aracının iç verim oranı üzerinden günlük bileşik faiz esasına göre hesaplanan faizin anaparaaya eklenmesi suretiyle değerlendirilir.
 - v. Portföye alınan yabancı para birimi üzerinden çıkarılan varlıklar, satın alındıkları borsada değerlendirme günü itibarıyla oluşan fiyatlarının ilgili oldukları yabancı paranın T.C. Merkez Bankası döviz satış kuru ile çarpılması suretiyle değerlendirilir.

²²⁹ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, No:10, Md: 45

- vi. Gelir ortaklığı senetleri, her gelir ortaklığı senedinin bir önceki dönemde gerçekleşen getirisine göre beklenen gelirlerinin işleyen gün sayısına göre anaparaya eklenmesi suretiyle değerlendirir.

Gelir ortaklığı senetlerinin değerlendirilmesinde (3) no'lu eşitlikten faydalanılır.²³⁰

$$DGD = ND + \left(\frac{ND * r * c}{365} \right) \quad (3)$$

Formülde;

DGD :Değerleme günündeki değeri,

ND :Nominal değeri,

r :Beklenen getiri oranını,

c :İhraç tarihinden itibaren ya da son gelir payı ödemesinden itibaren işleyen gün sayısını

ifade etmektedir.

- vii. Döviz endeksli gelir ortaklığı senetleri, anaparanın değerlendirilme günündeki T.C. Merkez Bankası efektif alış kuru ile çarpılması ve beklenen gelirlerin işleyen gün sayısına göre hesaplanacak tutarının, Türk Lirası cinsinden anaparaya eklenmesi suretiyle değerlendirir.

Döviz endeksli gelir ortaklığı senetlerinin değerlendirilmesinde (4) no'lu eşitlikten faydalanılır.²³¹

$$DGD = TLCND + \left(\frac{TLCND * r * c}{365} \right) \quad (4)$$

$$TLCND = ND * MBAEK$$

Burada;

DGD :Değerleme günündeki değeri,

TLCND :TL cinsinden nominal değeri,

²³⁰ UZAY (ERKİLİNÇ), Tülin: A.g.e., S. 64

²³¹ UZAY (ERKİLİNÇ), Tülin: A.g.e., S. 65

ND :Nominal değeri,
 $MBEAK$:T.C. Merkez Bankası efektif alış kurunu,
 r :Beklenen getiri oranını,
 c :İhraç tarihinden ya da son gelir payı ödemesinden itibaren işleten gün sayısını
 ifade etmektedir.

viii. Döviz endeksli tahvillerin değerlemesi, satın alma günü itibariyle yabancı para cinsi esas alınarak bulunacak iç verim oranı üzerinden, günlük bileşik faiz esasına göre belirlenen değerinin T.C. Merkez Bankası döviz satış kuruyla çarpılması suretiyle yapılır.

ix. Diğerleri, alış değerleri veya en son borsa fiyatları ile değerlendirilir.

Özel sektör ve devlet tahvili, finansman bonoları ve hazine bonolarının değerlemesinde bazı yöntemler ve formüller kullanılmaktadır. Bu menkul kıymetler hakkında sermaye piyasası araçları incelenirken detaylı bilgi verildiğinden burada yalnızca değerlendirme yöntemleri üzerinde durulacaktır. Bu menkul kıymetler dışında kalanlar, son işgünündeki portföy değerleri ile değerlendirileceklerdir. Menkul kıymet cinslerine göre değerlendirme yöntemleri aşağıda açıklanmıştır.²³²

Özel Sektör ve Devlet Tahvilleri Değerleme

Bir tahvilin değeri, diğer finansal varlıklar içinde kullanılan bugünkü değer yöntemi ile bulunur. Bu yöntemde tahvilin değeri, yatırımcıya gelecekte sağlanması beklenen net nakit akımlarının (5) no'lu eşitlikle hesaplanan bugüne indirgenmiş değerleri toplamına eşittir.

Faiz ödeme dönemi başında değerlemede yılda bir kez faiz ödemesi durumunda (5) no'lu eşitlik kullanılır:

²³² UZAY (ERKİLİNÇ), Tülin: A.g.e., SS. 66-69

$$DGD = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+r)^t} + \frac{ND}{(1+r)^n} \quad (5)$$

Formülde;

n : Tahvilin vadesini,

F_t : Dönemsel net kupon faiz ödemelerini,

ND : Tahvilin nominal değerini,

r : İskonto oranını (Beklenen getiri oranını),

DGD : Tahvilin değerlendirme günündeki değerini ifade etmektedir.

Faiz ödeme dönemi başında değerlemede altı aylık dönemlerde faiz ödenmesi durumunda ise (6) no'lu eşitlik kullanılır:

$$DGD = \sum_{t=1}^{2n} \frac{F_t/2}{(1+r/2)^t} + \frac{ND}{(1+r/2)^{2n}} \quad (6)$$

Faiz ödeme dönemleri arasında değerlemede, yılda bir kez faiz ödemesi durumunda günlük bileşik faiz yaklaşımıyla faiz tahakkuk ettirilerek yapılan değerlendirmelerde ise (7) no'lu eşitlik kullanılmaktadır:

$$DGD = \frac{F_1}{(1+r)^{t/365}} + \frac{1}{(1+r)^{t/365}} \left[\sum_{t=2}^n \frac{F_t}{(1+r)^{t-1}} \right] + \frac{ND_t}{(1+r)^{t-1}} \quad (7)$$

Burada;

F_1 : Değerlemeden sonraki ilk net faiz ödemesi,

c : İlk kupon ödemesine kalan gün sayısını

ifade etmektedir.

Vadesine bir yıldan az kalanlar ile vadesi bir yıldan fazla olan ancak birinci yıldan sonraki faiz oranı belli olmayan (değişken faizli) devlet ve özel sektör tahvillerinin değerlendirilmesinde (8) no'lu eşitlik kullanılmaktadır:

$$DGD = \frac{F_1 + ND}{(1 + r)^{a/b}} \quad (8)$$

Burada;

F_1 : Net faiz tutarını,

ND : Nominal değeri,

r : Net iskonto oranını,

a : Vadeye kalan gün sayısını,

b : Vadesini (gün sayısı olarak – 365)

ifade etmektedir.

Finansman ve Hazine Bonolarının Değerlemesi:

Finansman ve hazine bonolarının değerlemesinde (9) no'lu eşitlikten yararlanılır:

$$DGD = \frac{ND}{(1 + r)^{a/b}} \quad (9)$$

Formülde;

r : İskonto oranını (Finansman bonoları için net iskonto oranı kullanılmaktadır.)

a : Vadesine kalan gün sayısını

b : Vadesini (gün sayısı olarak)

ifade etmektedir.

3.1.8 FONUN SONA ERMESİ

Kurucunun iflası veya tasfiyesi halinde Kurul, fonu uygun göreceği başka bir kuruluşa tasfiye amacıyla devreder. Saklayıcı kurumun iflası halinde, kurucu fon varlığını Kurul'ca uygun görülecek başka bir kuruluşa devreder.

Fon, yukarıda belirtilen durumdan başka aşağıda belirtilen nedenlerden dolayı sona erer.²³³

- i. Fon içtüzüğünde bir süre öngörülmüş ise bu sürenin sona ermesi durumunda,
- ii. Fon süresiz ise kurucunun Kurul'un uygun görüşünü aldıktan sonra 6 ay öncesinden feshi ihbar etmesi durumunda,
- iii. Kurucunun fon kurma koşullarını kaybetmesi durumunda.

Fonun son 3 aylık dönem itibariyle dolaşımdaki pay sayısının ortalama olarak, toplam pay sayısının %10'unun altına düşmesi halinde, Kurul Fonun tasviyesini isteyebilir. Fon denetçisi bu durumun oluşmasını takiben 6 işgünü içinde Kurul'a bildirmek zorundadır.

Fon mal varlığı, fon içtüzüğündeki ilkelere göre tasfiye edilir ve tasfiye bakiyesi katılma belgesi sahiplerine payları oranında dağıtılır. Fesih anından itibaren hiç bir katılma belgesi ihraç edilemez ve geri alınamaz.

²³³ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri:VII, NO:10, Md: 52-53

3.1.9 YATIRIM FONLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 2'inci maddesinde, Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan yatırım fonlarının Kurumlar Vergisi Kanunu ve Gelir Vergisi Kanunu uygulamasında sermaye şirketi addolunanacağı hükme bağlanmıştır. Diğer taraftan, aynı maddede 20.02.1930 tarihli ve 1567 sayılı Kanun'a göre, ilgili mercilerden izin almak suretiyle Türkiye'de münhasıran portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan dar mükellefiyete tabi yatırım fonlarının, Kurumlar Vergisi Kanunu ve Gelir Vergisi Kanunu uygulamasında Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulmuş yatırım fonları addolunacağı belirtilmiştir.

Yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarının vergilendirilmesini;

- i. Tam Mükellefiyete Tabi Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi,
- ii. Yatırım Fonları Katılma Belgelerinden Sağlanan Kar Paylarının Vergilendirilmesi,
- iii. Dar Mükellefiyete Sahip Yatırım Fonlarının Portföy İşletmeciliği Kazançlarının Vergilendirilmesi

başlıkları altında inceleyebiliriz.²³⁴

3.1.9.1 Tam Mükellefiyete Tabi Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi

Tam mükellef yatırım fonları açısından olaya baktığımızda Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 1. Maddesi uyarınca sermaye şirketleri, kooperatifler, iktisadi kamu müesseseleri, dernek ve vakıflara ait işletmeler ve iş ortaklıklarının kazançları kurumlar vergisine tabi tutulmaktadır. Belirtilen bu kuruluşlardan kanuni veya iş merkezleri Türkiye'de bulunanlar, gerek Türkiye'de gerek yabancı ülkelerde elde ettikleri kazançlar üzerinden vergilendirilir ki bu uygulama vergilendirme açısından tam mükellefiyetin varlığını ortaya koyar.

²³⁴ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 187

Sermaye Piyasası Kurulu ile hukuk sistemimize giren yatırım fonlarının Kurumlar Vergisi Kanunun 35. Maddesi uyarınca tüzel kişiliğinin bulunmaması vergilendirmenin ne şekilde yapılacağı konusunda tereddütlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu tereddütlerin giderilmesi ve vergilendirme açısından sorun çıkmasının önlenmesi için yatırım fonları açısından özel bir düzenlemeye gidilmiştir. Bu düzenleme sonucunda Sermaye Piyasası Kurulu'na göre kurulmuş bulunan yatırım fonları, gelir ve kurumlar vergi uygulamasında sermaye şirketleri gibi kabul edilmişlerdir.²³⁵

5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 3946 sayılı değişik 8'inci maddesinin 4 numaralı bendinde şu kazançlar kurumlar vergisinden müstesna tutulmuştur:

- i. Portföyünün en az %25'i hisse senetlerinden oluşan yatırım fonları (döviz yatırım fonları hariç) ile aynı nitelikte yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,
- ii. İlk maddede belirtilenler dışında kalan yatırım fonları (döviz yatırım fonları hariç) ile yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları,
- iii. Risk sermayesi yatırım fonları veya ortaklıkları kazançları,
- iv. Gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları.

Yabancı para ve altın alım satımı yapan yatırım fonlarının ise söz konusu istisnadan yararlanmaları mümkün değildir.

Yatırım fonları kurumlar vergisinden müstesna tutulan söz konusu kazançları üzerinden, Gelir Vergisi Kanunu'nun 3946 sayılı Kanunla değişen 94'üncü maddesinin 6 numaralı bendinin (a) alt bendine göre, bu kazançların dağıtılıp dağıtılmadığına bakılmaksızın gelir vergisi tevkifatı yapacaklardır. Bu tevkifat 93/5148 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yeniden tespit edilmiş bulunmayacaktır. Buna göre kurumlar vergisinden müstesna tutulan bu kazançlar üzerinden yapılacak vergi tevkifatı, portföyünde %25'den daha az hisse senedi bulunduran yatırım fonlarında %10, diğer menkul kıymet yatırım fonlarında ise "0" sıfır olarak uygulanacaktır. Hesaplanan stopajın ertesi yılın Nisan ayına ilişkin

²³⁵ KIRMAN, Ahmet: *Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ve Vergilendirme*, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, İstanbul, 1990, S. 12

muhtasar beyanname ile Mayıs ayının 20'sine kadar beyan edilmesi gerekmektedir. Bu uygulama sırasında, yatırım fonları portföyünde bulunan yabancı borsalara kayıtlı dövizli hisse senetleri, %25 oranının tespitinde dikkate alınmayacaktır.

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 3946 sayılı Kanunla değişik 25'inci maddesinde, kurumlar vergisi oranı %25 olarak tespit edilmiş, ancak bu orana göre hesaplanan verginin, indirim ve istisnalardan önceki kurum kazancının %20'sinden az olamayacağı hükme bağlanmıştır. Öte yandan aynı maddede, bu hesaplamalarda iştirak kazançları ile yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarının dikkate alınmayacağı belirtilmiştir. Bu durumda, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8'inci maddesinin 4 numaralı bendinin (a), (b), (c) ve (d) alt bentlerinde yer alan yatırım fon ve ortaklıklarının kurumlar vergisinden müstesna tutulan portföy işletmeciliği kazançları, %20 kurumlar vergisinin matrahına dahil edilmeyecektir.²³⁶

3.1.9.2 Yatırım Fonları Katılma Belgelerinden Sağlanan Kar Paylarının Vergilendirilmesi

Belge sahibinin yönetici bankaya –fon idaresine- karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç hisse ile katıldığını gösteren senet olarak tanımlanan katılma belgelerinin sağladığı gelirin niteliği vergilendirme açısından büyük önem taşımaktadır.²³⁷

Yatırım fonları katılma belgelerinden sağlanan kar paylarının vergilendirilmesi, yatırım fonunun durumuna ve bunlardan gelir elde edenlerin gerçek kişi ve kurum olmasına göre farklılıklar göstermektedir. Bu vergilendirme esaslarını iki şekilde inceleyebiliriz:²³⁸

- i. Katılma belgesi karşılığı sağlanan kar payının tam veya dar mükellefiyete tabi gerçek kişilerce elde edilmesi,
- ii. Yatırım fonu katılma belgelerinden elde edilen kar payının ticari işletme veya kurumlar tarafından elde edilmesi.

²³⁶ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., SS. 187-188

²³⁷ KIRMAN, Ahmet: A.g.e., S. 31

²³⁸ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 188

3.1.9.2.1 Katılma Belgesi Karşılığı Sağlanan Kar Payının Tam veya Dar Mükellefiyete Tabi Gerçek Kişilerce Elde Edilmesi

Menkul sermaye iradını tanımlayan Gelir Vergisi Kanunu'nun 75'inci maddesinin 1 numaralı bendinde kar paylarının kaynağına bakılmaksızın menkul sermaye iradı olacağı, yatırım fonları katılma belgelerine ödenen kar paylarının da buna dahil olduğu hüküm altına alınmıştır. Diğer bir ifadeyle katılma belgesi geliri kar payı hükmündedir.²³⁹

Öte yandan, aynı Kanun'un geçici 27'inci maddesinin sonuna 3946 sayılı Kanunla eklenen bir fıkra ile yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım fonları ve ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım fonları ve ortaklıklarından sağlanan kar payları, 31.12.1999 tarihine kadar gelir vergisinden müstesna tutulmuştur.

Gelir Vergisi Kanunu'nun 85'inci maddesinin 3926 sayılı Kanun'la değişen ikinci fıkrasında, istisna hadleri içinde kalan kazanç ve iratlar için yıllık beyanname verilmeyeceği hükme bağlanmıştır. Bu durumda, gelir vergisinden müstesna tutulan yatırım fonu katılma belgelerinden sağlanan kar payları için 31.12.1999 tarihine kadar yıllık gelir beyannamesi verilmeyecek, başka gelirler dolayısıyla verilecek beyannamelere dahil edilmeyecektir.²⁴⁰

3.1.9.2.2 Yatırım Fonu Katılma Belgelerinden Elde Edilen Kar Payının Ticari İşletme veya Kurumlar Tarafından Elde Edilmesi

Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 27'inci maddesinde, "Türkiye'de veya yabancı memlekette kurulmuş bir ticari işletmeye dahil menkul kıymetlerin elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar istisna kapsamında değildir" hükmü yer almaktadır. Buna göre, yatırım fonlarına ait katılma belgelerinin ticari işletmeye dahil olması halinde, bu menkul kıymet gelirlerinin geçici 27'inci maddedeki istisnadan yararlandırılmaması gerekir.

İşletmelerin aktiflerine kayıtlı olan yatırım fonları katılma belgelerinin fona geri verilmesinden kar elde edilebileceği gibi zarar da doğması mümkündür. İlgili yılda yatırım

²³⁹ KIRMAN, Ahmet: A.g.e., S.31

²⁴⁰ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 188-189

fonu katılma belgelerinden sağlanan kar payının hesaplanmasında, bu katılma belgelerinin fona geri verilmesinden doğan zararların da dikkate alınması gerekecektir. Diğer taraftan yatırım fonu katılma belgelerinden sağlanan kar veya zarar, bu belgelerin yatırım fonuna geri verilmesi sırasında ortaya çıkacağından, bu belgelerin fona geri verilmemesi halinde hesap dönemi sonunda kar veya zararın hesaplanması söz konusu olmayacaktır. Ancak, katılma belgelerinin bir üçüncü kişiye satışı halinde de bu satıştan doğan kar veya zarar ilgili yılın hesaplarında gösterilecektir.²⁴¹

Öte yandan, yatırım fonu katılma belgelerinin kurumların aktiflerinde yer alması halinde aşağıdaki işlemler söz konusu olacaktır:

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 3946 sayılı kanunla yeniden düzenlenen 8'inci maddesinin 6 numaralı bendinde, bu maddenin 4 numaralı bendinin (a), (c) ve (d) alt bentlerinde belirtilen portföyün en az %25'i hisse senetlerinden oluşan yatırım fonları ile aynı nitelikte yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım fonları veya ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonları ve ortaklıklarının katılma belgeleri veya hisse senetlerinden elde edilen kar payları kurumlar vergisinden müstesna tutulmuştur.

Portföyünün en az %25'i hisse senetlerinden oluşan yatırım fonları (portföyünde döviz, altın ve diğer kıymetli madenler bulunanlar hariç) ile aynı nitelikteki yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım fonları veya ortaklıkları ile gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarına ait katılma belgeleri veya hisse senetlerinden elde edilen kar payları üzerinden Gelir Vergisi Kanunu'nun 94'üncü maddesinin 6 numaralı bendinin (b) alt bendine göre vergi tevkifatı yapılmaması gerekir. Bu gelirler Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 3946 sayılı Kanun'la değişen 25'inci maddesinin ikinci fıkrasında öngörülen %20 kurumlar vergisinin matrahına dahil edilecektir.

Ancak portföyünde en az %25 oranında hisse senedi bulundurmayan yatırım fonları veya ortaklıklarına ait katılma belgesi veya hisse senetlerinden elde edilen kar payları ise kurumlar vergisine ve bu verginin indiriminden sonra kalan kısım söz konusu gelir vergisi tevkifatına tabi bulunmaktadır. Bu tevkifatın yapılmasında, anılan gelirlerin ortaklara

²⁴¹ ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 189

dağıtılıp dağıtılmaması önem arz etmemektedir. Bu nedenle kar dağıtılsın dağıtılmasın bu tevkifatın yapılması gerekir.

Söz konusu katılma belgelerinin Türkiye’de işyeri veya daimi temsilcisi bulunan dar mükellef kurumların işletmelerine dahil olması halinde, yukarıda yapılan açıklamalar dar mükellefiyet esasında vergilendirilen bu kurumlar için de geçerlidir.²⁴²

3.1.9.3 Dar Mükellefiyete Tabi Yatırım Fonlarının Portföy İşletmeciliği Kazançlarının Vergilendirilmesi

Dar mükellef Yatırım fonları açısından olaya yaklaştığımızda, kanuni ve iş merkezleri Türkiye’de bulunmayan kuruluşlar sadece Türkiye’de elde ettikleri kazançlar üzerinden vergilendirilmektedir. Bu çerçevede yabancı yatırım fonları da, dar mükellefiyet esasına göre Türkiye’de elde ettikleri kazançlar üzerinden vergilendirilecektir.

Kurumlar Vergisi Kanunu’nun 12/1. Maddesinde yer alan hüküm, dar mükellef kurumların elde edecekleri ticari kazançların vergilendirilmesi için Türkiye’de işyerlerinin olması ya da daimi temsilcilerinin bulunması gerektiğini belirtmektedir. Yabancı yatırım fonlarının işyeri açmak suretiyle faaliyet göstermeleri uzak bir ihtimal olarak görülmektedir. Buna karşılık daimi temsilci vasıtasıyla portföy işletmeciliğinde bulunmaları ihtimali de kuvvetlidir. Bu nedenle daimi temsilciliğin varlığının hangi çerçevede belirleneceği hususu önem kazanmaktadır.²⁴³

Sermaye Piyasası Kurulu’nun 18.11.1993 tarihli ve 21762 mükerrer sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 1 Numaralı Sirkülerinde “Yabancı yatırım fonları ve ortaklıkları kendi ülkelerinde hukuki yapıları nedeniyle birbirlerinden kesin hudutlarla ayrılmamakta ve Sermaye Piyasası Mevzuatımızdaki tarifleri tam olarak karşılamamaktadır. Bu sebeple, Sermaye Piyasası Kurulu uygulamaları açısından portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan, emeklilik ve sigorta şirketleri ile bunlar tarafından kurulan fonlar ve ortaklıklar, ülke fonları, yatırım kuruluşları, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi pek çok çeşitte

²⁴² ERTAŞ, Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 190

²⁴³ KIRMAN, Ahmet: A.g.e., S. 13

olan yabancı kurumsal portföy işletmecilerinin tümünün (Türk yatırım fonlarından mahiyet farklılıkları söz konusu olsa dahi, sorunu yabancı mevzuata göre de çözümllemek zorunlu olduğundan) mali mevzuat uygulamaları açısından, “Sermaye Piyasası Kanunu’na göre kurulan yatırım fonları gibi addedilmesi uygun görülmüştür.” denilmiştir.

Buna göre, yurt dışında kurulup, Türkiye ‘de işyeri veya daimi temsilcisi vasıtasıyla faaliyette bulunan dar mükellef yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları tam mükellef yatırım fonlarında olduğu gibi kurumlar vergisinden müstesna tutulacaktır.

Türkiye’de işyeri veya daimi temsilci vasıtasıyla faaliyette bulunan dar mükellef yatırım fonları da, tam mükellef yatırım fonlarında olduğu gibi kurumlar vergisinden müstesna tutulan portföy işletmeciliği kazançları üzerinden, Gelir Vergisi Kanunu’nun 94’üncü maddesinin 6 numaralı bendinin (a) alt bendine göre gelir vergisi tevkifatı yapacaktır. Bu tevkifat fonların portföylerinde %25 oranında hisse senedi bulunup bulunmamasına göre farklı oranlarda yapılmaktadır. Bu %25 oranın hesabında, sadece Türkiye’de yerleşik kurumların hisse senetleri dikkate alınacaktır.

Türkiye’de bu şartlara uygun olarak faaliyet göstermeyen ve Türkiye’deki faaliyetleri bir işyeri veya daimi temsilci tarafından yürütülmeyen dar mükellef yatırım fonları, iktisap ettikleri menkul kıymetlerini ve iştirak hisselerini Gelir Vergisi Kanunu’nun mükerrer 81’inci maddesinde yer alan şartlar çerçevesinde elden çıkarmaları halinde, elde ettikleri kazançlar değer artışı olarak vergilendirilecektir. Ancak, kur farkından doğan değer artışı kazançları vergilendirilmeyecektir.²⁴⁴

3.1.9.4 Fon Gelirlerinin Stopaj Yoluyla Vergilendirilmesi

Fon gelirlerinin stopaj yoluyla vergilendirilmesinde, Kurumlar Vergisi Kanunu’na göre yapılan tam ve dar mükellefiyet yatırım fonları ayrımı göz önünde bulundurulur.

²⁴⁴ ERTAŞ. Vahdettin ve Diğerleri: A.g.e., S. 190

3.1.9.4.1 Tam Mükellefiyet Yatırım Fonlarının Stopaj Yoluyla Vergilendirilmesi

Kazançların vergilendirilmesi kural olarak mükellefiyetin yıllık beyanları üzerine gerçekleştirilmektedir. Ancak faaliyet kazancı içerisinde yer alan gelir unsurlarından bazıları, ileride yapılacak vergi ödemesine mahsuben gelirin elde edilmesi sırasında stopaj yoluyla vergilendirilmektedir. Bazı hallerde ise stopaj yoluyla vergilendirme kesin ve nihai vergilendirme olma özelliği kazanır.

Tam mükellef yatırım fonlarının gelirlerinden bir bölümü de, ileride yapılacak vergi ödemelerine mahsuben stopaj yoluyla vergilendirilmektedir. Fonun faaliyetleri dikkate alınarak stopaja tabi tutulacak gelirleri; devlet tahvili, hazine bonosu, nama ve hamiline yazılı özel sektör tahvilleri, finansman bonoları ve mevduattan elde edilecek faizler olarak belirlemek mümkündür.²⁴⁵

3.1.9.4.2 Dar Mükellef Yatırım Fonlarının Stopaj Yoluyla Vergilendirilmesi

Dar mükellef yatırım fonlarının bir bölüm gelirleri de tam mükellef yatırım fonlarında olduğu gibi stopaj yoluyla vergilendirilmektedir. Ancak dar mükellef yatırım fonları açısından stopaj yoluyla vergilendirme, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 24. maddesine göre yapılmaktadır.

Dar mükellef yatırım fonlarının elde edeceği;

- | | |
|--|------|
| - Devlet tahvili ve faizlerinden | “0”, |
| - Gelir ortaklığı senedi gelirlerinden | “0”, |
| - Nama yazılı tahvil faizlerinden | %10, |
| - Hamiline yazılı tahvil faizlerinden | %10, |
| - Mevduat faizlerinden | %10 |

oranında stopaj yapılması gerekmektedir.²⁴⁶

²⁴⁵ KIRMAN, Ahmet: A.g.e., S. 20

²⁴⁶ KIRMAN, Ahmet: A.g.e., S. 22

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

YATIRIM FONLARINDA PORTFÖY YÖNETİMİ TEKNİK VE STRATEJİLERİ

4.1 PORTFÖY VE PORTFÖY YÖNETİMİ KAVRAMI

Çalışmanın bu bölümünde yatırım fonlarında katılma belgeleri karşılığında toplanan fonlar ile portföy oluşturulurken dikkat edilmesi gereken matematiksel, istatistiksel ve psikolojik yöntemlere değinilecek ve portföy yönetimi stratejileri yatırım fonları açısından ele alınacaktır. Yatırım fonlarında söz konusu olan portföy ve portföy yönetimi kavramları genel anlamdaki portföy yönetimi ile (hisse senedi veya tahvil portföyü yönetimi gibi) aynı ilkelere sahiptir; ancak aradaki temel farklılık, yatırım fonlarının kendine ve mevzuata özgü portföy yapılarından ve katılma belgelerinden dolayı ortaya çıkmaktadır. Bu farklılık bazı portföy yönetim stratejilerinin yatırım fonları portföy yönetiminde kullanılmasını imkansız hale getirmesine rağmen portföyü oluşturan sermaye piyasası araçları ve temel portföy yönetim stratejisi aynı olduğundan (riskin çeşitlendirme yoluyla azaltılması gibi) genel portföy yönetimi ve yatırım fonları portföy yönetimi teknik ve stratejileri eşzamanlı olarak incelenecektir.

Portföy yönetimi esaslarına geçmeden önce ilk olarak “portföy” kavramı üzerinde durmakta yarar bulunmaktadır.

4.1.1 PORTFÖY TANIMI

Portföyle ilgili olarak çeşitli kaynaklardan farklı tanımlara rastlamak mümkündür. Portföy kelime anlamı olarak “cüzdan” demektir. Menkul kıymetler açısından portföy, menkul kıymetlerden oluşan bir topluluğu ifade etmektedir. Başka bir deyişle portföy, çeşitli menkul kıymetlerden meydana gelen, ağırlıklı olarak hisse senedi, tahviller ve türevlerden oluşan, belirli bir kişi ya da grubun elinde olan finansal nitelikteki kıymetler olarak tanımlanabilir.²⁴⁷

²⁴⁷ CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 7

Yatırım yöneticiliğinin temel yaklaşımlarından birisi, yatırım olayını genel bir yatırım planının bir parçası olarak değerlendirme gereğidir. Sermaye piyasasında son zamanlarda ortaya çıkan ve süratle yaygınlaşan yatırım fonlarının temelinde bu yaklaşım yatar. Böylece, yatırıma yönlendirilecek fonlar ne kadar küçük olursa olsun, ortak bir hesapta toplanarak, riskin dağıtılması esasına göre farklı menkul kıymetlere plase edilir. İşte bu şekilde, aralarında herhangi bir sınırlama yapılmaksızın, çeşitli menkul kıymetlerden oluşan genel yatırım planına portföy denilmektedir. Bu çerçevede her menkul kıymet, yatırım portföyünün bir parçasını oluşturur.²⁴⁸

Bir portföyü oluşturmak ve devamlılığını sağlamak için gerekli menkul kıymetlerin seçiminden başlayarak portföyün takip edilmesi ve performansının değerlendirilmesi gibi aşamalar ise portföy yönetimi sürecini oluşturur.

4.1.2 PORTFÖY YÖNETİMİ VE YASAL DÜZENLEMELER

Genel olarak portföy yönetimi, portföyün yatırımcılara göre planlanması, yatırımların seçimi için yatırım analizi, portföye dahil edilecek kıymetlerin seçimi, portföyün performansının değerlendirilmesi, portföyün belirli aralıklarla gözden geçirilmesi olarak tanımlanabilir.²⁴⁹

Portföy yönetimi dinamik ve esnek bir süreç olup, sürekli olarak elde ettiği sonuçlardan kendini besleyen, devamlı gözlem ve düzeltmelerin yapıldığı eylemler dizisinden oluşmaktadır. Bu süreç disiplinli veya gevşek, kantitatif veya kişisel yargılara dayanan ya da karmaşık veya basit olabilir. Bu sürecin aşamaları şöyledir:²⁵⁰

- i Yatırımcıların amaçları, tercihleri ve sınırlamaları belirlenerek, uygun yatırım politikaları belirlenir.
- ii Yatırım stratejileri en uygun finansal varlık kombinasyonlarına göre geliştirilir ve

²⁴⁸ UĞUZ, Murat: *Menkul Kıymet Seçimi ve Yatırım Yönetimi*, Töbank Hazine Bölümü, İstanbul 1990, S. 129

²⁴⁹ ÜNAL, Targan: *Gelişen ...*, A.g.e., S. 2

²⁵⁰ KARAN, Mehmet Baha: "Portföy Yatırım Stratejileri ve Yatırım Performanslarının Değerlendirilmesi", *Türkiye Bankalar Birliği, Yayımlanmamış Eğitim ve Seminer Notları*, Ankara, 17-19 Şubat 1997, S. 4

uygulanır.

- iii Piyasa koşulları, varlıkların göreceli fiyatları ve yatırımcıların koşulları izlenir.
- iv İlgili değişkenlerdeki önemli değişiklikleri yansıtmak amacıyla portföy düzeltmeleri yapılır.

Yatırım fonları bu süreçlerde belirtilen şartlardan biraz farklılık göstermektedir. Öncelikle yatırım fonu yatırımcıya risk ve getiri açısından tercih edebileceği alternatifi önceden sunar. Yatırımcı isteği doğrultusunda belirli bir portföyü olan yatırım fonuna ek fon sağlayarak, hali hazırda bir portföye ortak olur. Ve yatırım fonlarının mevzuat gereği uymak zorunda olduğu ilkeler doğrultusunda, yatırımcı önceden bilgilendirilerek korunmuş olur.

Türkiye’de yatırım fonlarının yönetiminde yönetici, fon portföyünü Sermaye Piyasası Kanun’u, Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliğ ve Fon İçtüzük hükümlerine göre yönetmekle yükümlüdür. Alınacak portföy yönetimi hizmetine ilişkin esaslar bu konuda kurucu ile yönetici arasında yapılacak bir sözleşme çerçevesinde belirlenir. Bu sözleşmede yer alması gereken hususlar çalışmamızın üçüncü bölümünde “Yatırım Fonlarının Yönetim Yapısı” işlenirken belirtilmiştir.

Daha öncede bahsedildiği üzere yatırım fonları, yatırımcılara portföy yönetim süreci aşamasında belirli bir risk ve getiri aralığından yatırım imkanı sunar. Bir yatırım fonunun katılma belgesini satın alan yatırımcı, fonun tür ve tipine göre beklenen getiri ve riski tahmin edebilmektedir. Bu yüzden yatırım fonları kuruluş aşamasında hangi karakteristik özelliklere sahip yatırımcılara yönelik portföy oluşturacaklarını belirlemek zorundadırlar. Portföy yönetiminin temel unsuru olarak karşımıza çıkan risk kavramına değinmeden önce yatırımcıların genelde gösterdikleri karakteristik özellikleri belirtmekte yarar vardır.²⁵¹

- i. Yatırımcı riskden kaçır. Tipik bir yatırımcı riski sevmez. Bireysel ya da kurumsal yatırımcı, yatırım kararı alırken, en düşük risk düzeyinde en yüksek getiriyi

²⁵¹ KARAOĞLU, Emine: A.g.e, S. 5

sağlayacak yatırımı seçer.

- ii Yatırımcılar sermayelerini muhafaza etmek, gelirlerini ya da sermayelerini arttırmak ya da risk düzeylerini azaltmak suretiyle, hayatları boyunca getirilerini ve refah düzeylerini maksimize etmeye çalışırlar.
- iii Yatırımcılar yüksek getirinin, yüksek risk düzeyi ile birlikte olacağını varsayarlar. Getiri ne kadar yüksek olursa, risk de o kadar yüksek olacaktır. Yatırımcı daha yüksek bir getiriye kabul ediyorsa, aynı anda daha yüksek bir risk düzeyini de kabul ediyor demektir.
- iv Yatırımcılar daha fazla getiriye ve refahı daha azına tercih ederler.

Yatırımcılarla ilgili bu varsayımlar, tek bir varlığa yatırım yapmaktansa çeşitlendirmeye gitmenin de mantığını açıklamaktadır. Çünkü çeşitlendirme, riskten kaçan, daha çok getiriye daha azına, daha az riski daha çoğuna tercih eden ve aynı zamanda gelir ve refahını yükseltmeye çalışan bireyler için başvurulan bir yöntemdir.

4.2 RİSK KAVRAMI

Genel olarak risk denildiğinde, olumsuz bir durumun ortaya çıkması ve bunun sonucunda maddi bir kayba uğrama olasılığı anlaşılır. Menkul kıymet analizi açısından ele alındığında ise risk kavramının taşıdığı anlam belirtilen genel tanımdan biraz farklıdır. Beklenenden farklı her sonuç, bu çerçevede içinde risk sayılır. Ancak riskin bu şekilde beklenilenden farklı bir sonuçla karşılaşma ihtimali şeklinde tanımı, risk kavramının bütün niteliklerini kapsamaktan uzaktır. Risk kavramının en önemli niteliklerinden birisi, beklenilenden farklı bir sonuç ile karşılaşma ihtimali ise, diğeri de bu farklılığın değer olarak büyüklüğüdür.²⁵²

Yatırım fonu yöneticilerinin yatırım kararını etkileyen en önemli iki faktörden birisi risk diğeri getiridir. Portföy yönetiminin kuramsal temelini oluşturan varsayımlardan birisi risk ve getiri arasında doğru orantılı yani aynı yönlü bir ilişkinin söz konusu olduğudur. Bunun anlamı portföyün getiri olasılığı arttıkça riskinde arttığıdır. İkinci temel varsayım portföyün süresi yani vadesi arttıkça riskin de artacağıdır.²⁵³

Riske neden olan etkenleri yani riskin kaynaklarını iki grupta ele almak mümkündür:

- i. Sistematiik risk,
- ii. Sistematiik olmayan risk.

4.2.1 SİSTEMATİK RİSK

Getirilerdeki toplam değışmenin bütün menkul kıymetlerin getirilerini etkileyen ekonomik, politik ve sosyal değışmelere atfedilen kısmı sistematiik riskin kaynaklarını oluşturur. Sistematiik risk; tüm menkul kıymetleri etkileyen ve bu nedenle de çeşitlendirme yoluyla azaltılamayan riskdir.²⁵⁴ Sistematiik riskler piyasa riski, faiz oranı riski ve satınalma (enflasyon) riskidir.

²⁵² UĞUZ, Murat: A.g.e., S. 115

²⁵³ ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları", Türkiye Bankalar Birliğı, Yayınlanmış Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları, Ankara, 13-14 kasım 1997

²⁵⁴ KARAŞİN, Gültekin: A.g.e., S. 105

4.2.1.1 Piyasa Riski

Piyasa riski yatırımcıların beklentilerindeki değişmelerin, sermaye piyasasında ve dolayısıyla menkul kıymetlerin fiyatlarında dalgalanmalara yol açarak zarar olasılığı ortaya çıkarmasıdır. Başka bir deyişle ise, genel ekonomik nedenlerle hisse senetlerinin gerçekleşen getirilerinin beklenen getirilerinden düşük olma riskidir. Örneğin 1929 ekonomik krizinden sonra hisse senetleri fiyatları önemli ölçüde düşmüş ve pek çok yatırımcının intiharına neden olmuştur. Benzer durum 19 Ekim 1991’de (kara pazartesi) tekrar etmiş ve ülkemizde de 1988, 1991 ve 1994 yıllarında İMKB endeksinde önemli düşüşler yaşanmış , pek çok yatırımcı beklenmedik zararlar karşısında kalmıştır. Finansal piyasaların globalleşmesi ile bu tür bir riskin ortaya çıkma olasılığı artmıştır.

Ülkemizde A tipi ve Hisse Senedi Yatırım Fonu yöneticilerinin bu tür bir risk olasılığını her zaman için göz önünde bulundurmaları gerekmektedir.²⁵⁵

Pazar riski öncelikle adi hisse senetlerini etkiler. Tahvil ve öteki menkul kıymetler pazardaki dalgalanmalarla daha az karşı karşıyadır, çünkü bunların doğru değeri hisse senedi değerinden daha gerçeğe yakın olarak tahmin edilebilir.²⁵⁶

4.2.1.2 Faiz Oranı Riski

Gelecekte piyasa faiz oranlarında olabilecek değişmelerin menkul kıymet fiyatlarını ve getirilerini olumsuz yönde etkilemesidir.²⁵⁷ Bu risk, sabit getirili borçlanma araçlarına yatırım yapan fonların karşı karşıya kaldığı bir risk türüdür. Piyasa faiz hadlerindeki değişmeler, menkul kıymetlerin değerini ve getiri oranını doğrudan etkiler. Piyasa faiz hadlerindeki herhangi bir yükselme, sabit gelirli menkul kıymetlerin değerlerinin düşmesine sebep olur. Tersine faiz hadlerinin düşmesi, menkul kıymetlerin değerlerinin artmasına yol açar.²⁵⁸ Bunun nedeni ise fon portföyünde yer alan borçlanma senetlerinin değerinin her gün Borsa’da oluşan ağırlıklı ortalama oran üzerinden hesaplanmasıdır.

²⁵⁵ ERTAŞ, Vahdettin: “Yatırım Fonları”, A.g.e.

²⁵⁶ SEVİL, Güven: “Portföy Yatırımlarında Risk Analizi”, Anadolu Üniversitesi Kütahya İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yıllığı, 1991, S. 227

²⁵⁷ KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., S. 105

²⁵⁸ UĞUZ, Murat: A.g.e., S. 123

4.2.2 SİSTEMATİK OLMAYAN RİSK

Genel olarak tüm piyasayı etkileyen sistematik riskin dışında, toplam riskin bir ortaklığa ya da endüstriye özgü kısmına sistematik olmayan risk denir. Bu risk, menkul kıymetin kendisi veya onu çıkartan kuruluştan kaynaklandığından, portföy çeşitlendirilmesi yoluyla ortadan kaldırılabilecek bir risk türüdür.²⁶²

Sistematik olmayan riskler iş riski, finansal risk, yönetim, likidite ve kur riskidir.

4.2.2.1 İş Riski

Bir şirketin kazancının ya da büyümesinin geçici ya da sürekli olarak durması veya gerilemesi iş riski olarak adlandırılır. Şirketin kazanma gücünün değişmesi, yatırımcının sermaye ya da gelir kazancını, temettü gelirlerinin veya hisse senedinin değerinin değişmesi suretiyle etkileyecektir. Bir firmanın satışları ve faaliyet geliri üzerinde olumsuz yönde etki yapabilecek grevler, zevklerin değişmesi, yoğun rekabet, hammadde teminindeki güçlükler gibi gelişmeler iş riskini oluşturur.²⁶³

4.2.2.2 Finansal Risk

Bir şirketin faaliyetlerinin finansmanında kullandığı yöntemlerdeki değişimlerden kaynaklanan risktir. Yatırımcı açısından yatırım yapılan menkul kıymeti ihraç eden şirket, kurum veya devletin faiz, kupon ve anapara ödemeleri gibi mali yükümlülükleri karşılayamama veya bu tür ödemelerde gecikme olasılığıdır. Borçlanma araçlarında vade arttıkça bu tür riskinde arttığı kabul edilmektedir. Finansal risk hem kamu, hem de özel sektör kuruluşlarının çıkardığı menkul kıymetler için söz konusu olmakla birlikte kamu kuruluşlarının menkul kıymetlerinde bu tür riskin daha az olduğu kabul edilmektedir.²⁶⁴

Şirketin borçlanması, sabit faiz giderlerinin olacağının ve hisse senetlerinin temettü ödemelerinin, borçlanma giderlerinin karşılanmasından sonraya ertelenebileceği anlamına

²⁶² KARAOĞLU, Emine: A.g.e., S. 21

²⁶³ KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 534

²⁶⁴ ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları", A.g.e.

gelebilecektir. Dış kaynaklardan borçlanmayan bir şirketin finansal riski olmayacaktır.

4.2.2.3 Yönetim Riski

Şirketin mamüllerine ve finansal durumuna bakılmaksızın şirket yönetimi yatırımcıların gelirlerinde önemli değişmelere yol açabilir. Bu etkilemeye yönetim riski denilmektedir.²⁶⁵

Firmaların satışları ve karlılıkları konusunda aldıkları sonuçlar yönetimin başarılarıyla ve hatalarıyla yakından ilgili olduğuna göre, yönetici kadrolarının yetenekleri hisse senetlerinin yatırım riskini etkilemektedir.²⁶⁶

4.2.2.4 Likidite Riski

Portföyde yer alan bir menkul kıymetin istenildiğinde nakde dönüştürülememesi veya bu işlem gerçekleştirilirken varlığın cari piyasa değerinin altında bir değerle satışını ifade eder. Yatırım fonu katılma belgesini satın alan yatırımcılar her an ellerindeki katılma belgelerini paraya çevirmek isteyebileceklerinden fon portföy yöneticilerinin ikincil piyasası etkin ve derin olan varlıkları fon portföyüne dahil etmeleri gerekecektir. Bu tür risk likit varlıklara yatırım yapmak suretiyle önlenabilir ancak aşırı derecede likit varlıklarda kalmak fonun verimini düşüreceğinden, fon yöneticilerinin günlük ortalama katılma belgesi geri dönüş hızını hesaplayarak bu oran civarından likit varlıklara yatırım yapmaları uygun bir strateji olabilir.

Acil ve olağanüstü durumlarda ise mevzuatın izin verdiği tutarda borçlanma bir seçenek olarak dikkate alınmalıdır. Uzun vadeli menkul kıymetlerle hisse senetlerinin kısa vadeli varlıklara göre daha yüksek likidite riski taşıdıkları kabul edilmektedir.²⁶⁷

4.2.2.5 Kur Riski

Fon yöneticilerinin portföylerine yabancı paralar üzerinden ihraç edilmiş menkul kıymetleri dahil etmeleri halinde ortaya çıkabilecek bir risk türüdür. Ülkemizde özellikle

²⁶⁵ FRANCIS, J. Clark: *Investment: Analysis and Management*, Mc Graw Hill Series in Finance, 1972, S. 264

²⁶⁶ KARLI, Muharrem: A.g.e., S. 534

²⁶⁷ ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları", A.g.e.

yabancı menkul kıymetlerden oluşan yatırım fonları ile yabancı para birimi üzerinden ihraç edilen menkul kıymetleri portföylerine dahil eden fonlar bu tür bir riskle karşı karşıyadır. Portföyde yer alan varlıkların para birimlerinin çeşitlendirilmesi yoluyla bu tür risklerin azaltılması mümkündür.²⁶⁸

Risk kavramı bütün portföy teorilerinin çıkış noktasını oluşturduğundan portföy yönetiminin en önemli unsurlarından biridir. Risk kavramına da değindikten sonra portföy yönetimi incelemesine baz olmak üzere aşağıda kısaca menkul kıymetlerde riskin hesaplanmasında kullanılan kriterlere değinilecektir.

4.2.3 RİSKİN HESAPLANMASINDA KULLANILAN KRİTERLER

Riskin hesaplanmasında öncelikle risk ile beklenen getiri arasındaki ilişki göz önüne alınır. Bu bölümde genel olarak menkul kıymetlerin risk ve getiri ilişkileri ana kavramlarla ele alınacak, portföyün risk ve getirisi ise portföy teorilerinden modern portföy teorisi incelenirken işlenecektir.

4.2.3.1 Beklenen Getiri

Dünya belirsiz olduğu için, menkul kıymetlerin getirisi olasılığa dayanır. Bir (i) menkul kıymetin beklenen getirisini hesaplamak için yatırımcının, o menkul kıymetin gerçeğe uygun getirilerinin tahminine ve bu getirilerin olma olasılığına ihtiyacı vardır.

Buradan hareketle bir yatırımda önemli olan faktörün, uygun veya uygun olmayan farklı gelir oranlarını ortaya koyup, bir yatırımdaki muhtemel her gelirin bir olasılığının verilmesi olduğunu söyleyebiliriz.²⁶⁹

Bir menkul kıymetin getirisi kar payı, faiz getirisi veya menkul kıymetin fiyatındaki artıştan meydana gelir. Yatırımcılar da genellikle risklerini minimize edebilmek için fiyatları ve getirisi istikrarlı olan menkul kıymetleri tercih ederler.²⁷⁰

²⁶⁸ ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları", A.g.e.

²⁶⁹ SEVİL, Güven: A.g.e., S. 230

²⁷⁰ AMBLING, Frederick: *Investment-An Introduction to Analysis and Management*, Prentice Hall Inc., 1965, S. 136

Yatırımlardan beklenen getiri de menkul kıymetin çeşidine göre farklılık gösterir. Örneğin devlet tahvili ve özel sektör tahvillerinden beklenen getiri farklıdır. Devlet tahvilleri, riski en az menkul kıymet kabul edildiğinden, beklenen getiri risksiz faiz oranı olarak kabul edilir, çünkü sağladığı getiri kesindir, devlet garantisi altındadır. Ancak yatırımcılar devlet tahvili yada hazine bonusu dışında yapacakları yatırımlardan, risksiz faiz oranının üzerinde bir getiri beklerler. Çünkü bu yatırımların geri dönmeme veya ödenmeme riski vardır. Bu nedenle, beklenen getiri, risksiz faiz oranı ve bir risk priminden meydana gelir. Sonuç olarak yatırımcıların elde etmek istedikleri getiri, riskin büyüklüğüne bağlı olarak belirlenmektedir.²⁷¹

Beklenen getiri, belli bir dönem getirileri ile bu getirilerin gerçekleşme olasılığının çarpımının toplamıdır ve (10) no'lu eşitlik ile ifade edilir:

$$ER_i = \sum_{k=1}^m (P_k) \cdot PR_k \quad (10)$$

Formülde;

ER_i : Menkul kıymet i'nin beklenen getirisini,

P_k : Her bir getirinin gerçekleşme olasılığını,

PR_k : Bir menkul kıymet için potansiyel getirini,

M : Her bir menkul kıymet için potansiyel getiri sayısını

ifade etmektedir.

Örnek:

Değişik ekonomik şartlar altında alınacak hisse senedinin tüm getirilerinin aşağıda belirtilen şekilde olacağını tahmin ediliyor.²⁷²

²⁷¹ CEYLAN, Ali ; Korkmaz, Turhan: A.g.e., S. 73

²⁷² GARDNER, D.C.: "Portfolio Management Techniques and Strategies", International Training Consultant, 1996, S. 6

İş Şartları	Gerçekleşme Olasılığı	Beklenen Getiri
Normal ekonomik şartlarda	3'de 1 şans	10%
Hızlı reel büyümede	3'de 1 şans	30%
Enflasyon(stagflasyon) ile durgunluk	3'de 1 şans	-10%

Eğer ortalama olarak geçmiş yılın üçte biri normal ekonomik şartlarda, üçte biri hızlı gelişme şeklinde ve kalanıda stagflasyonla geçtiyse, geçmişteki bu göreceli sıklıkları dikkate almak ve gelecekte oluşması mümkün iş koşullarına göre en iyi tahminler (olasılıklar) ile davranmak mantıklı bir yaklaşım olacaktır. Yukarıdaki verilere göre yatırımcı yılın üçte birinde %30 (yüzde otuz), diğer üçte birlik dilimde %10 (yüzde on) kazandıysa ve kalan zamanda ise %10 (yüzde on) kaybettiye, yıllık beklenen getirisi %10 (yüzde on)'dur diyebiliriz.

$$\begin{aligned}
 \text{Beklenen Getiri} &= 1/3(\%30) + 1/3(\%10) + 1/3(\%-10) \\
 &= \%10
 \end{aligned}$$

4.2.3.2 Varyans ve Standart Sapma

Standart sapma ve varyans, olasılık dağılımının sıklığını gösterir ve portföy yönetiminde risk ölçüsü olarak kullanılmaktadır. Optimal bir portföy için, yalnızca beklenen getiri ölçüsüne sahip olmak yeterli değildir. Ayrıca her bir olası getirinin, beklenen getiriden ne kadar saptığına ilişkin bir ölçü de gereklidir. Bu ölçüye standart sapma veya varyans denir.²⁷³

Standart sapma ya da varyansın küçüklüğü, riskin az olduğunu belirtir. Varyansı olası her getirinin ortalama (beklenen) değerden ortalama sapma karesi, standart sapmayı ise varyansın kare kökü olarak da tanımlayabiliriz. Varyansı hesaplama yöntemi (11) no'lu eşitlik ile formüle edilmiştir.²⁷⁴

²⁷³ CEYLAN, Ali ;Korkmaz, Turhan: A.g.e., S. 76

²⁷⁴ KARAOĞLU, Emine: A.g.e., S. 23

$$Var(R_i) = \sum_{k=1}^m (PR_k - ER_i)^2 \cdot P_k \quad (11)$$

Burada $Var(R_i)$ Bir menkul kıymetin getirisinin varyansını ifade etmektedir.

Portföy yönetimi süreçlerinde beklenen getiri ve varyans ilişkisi modern portföy teorisi ile kullanılmaya başlamıştır. Ondan önce kullanılan teknik olan geleneksel portföy teorisi ise yalnızca portföy çeşitlendirmeye dayanmaktadır.



4.3 GELENEKSEL PORTFÖY TEORİSİ

Geleneksel portföy teorisi ya da başka deyişle geleneksel portföy analizi yaklaşımı, portföy içindeki varlıkların sayısının artırılması yani çeşitlendirilmesi ilkesine dayanır. Bu yaklaşımı “bütün yumurtaları aynı sepete koymamak” şeklinde tanımlamak da mümkündür. Yatırımcılar basit çeşitlendirmeye gitseler yani tesadüfi olarak çeşitli farklı finansal varlıklara yatırım yapsalar, bu varlıkların birbirlerini telafi edici yöndeki fiyat hareketleri nedeniyle risklerini azaltabileceklerdir. Buna göre örneğin 200 farklı finansal varlıktan oluşan bir portföy, 20 farklı finansal varlıktan oluşan bir portföye göre 10 kere daha iyi çeşitlendirilmiş olarak kabul edilir.²⁷⁵

Geleneksel portföy analizinde menkul kıymetlerin birbirleriyle ilgisi olmayan endüstrilerden seçilmesiyle iyi bir çeşitlendirme yapılabileceğine, bir ortaklık yada bir endüstriye ait menkul kıymetlere, tahvil portföylerinde ise aynı vadeye sahip tahvillere portföy içinde aşırı ağırlık verilmemesi gerektiğine, yalın çeşitlendirilmiş bir portföyde menkul kıymet sayısının 10-15’e çıkarılmasıyla portföy riskinin büyük ölçüde düşerek piyasadaki sistematik risk düzeyine yaklaşacağına inanılır. Aşırı çeşitlendirmenin ise şu sakıncaları olabilir:²⁷⁶

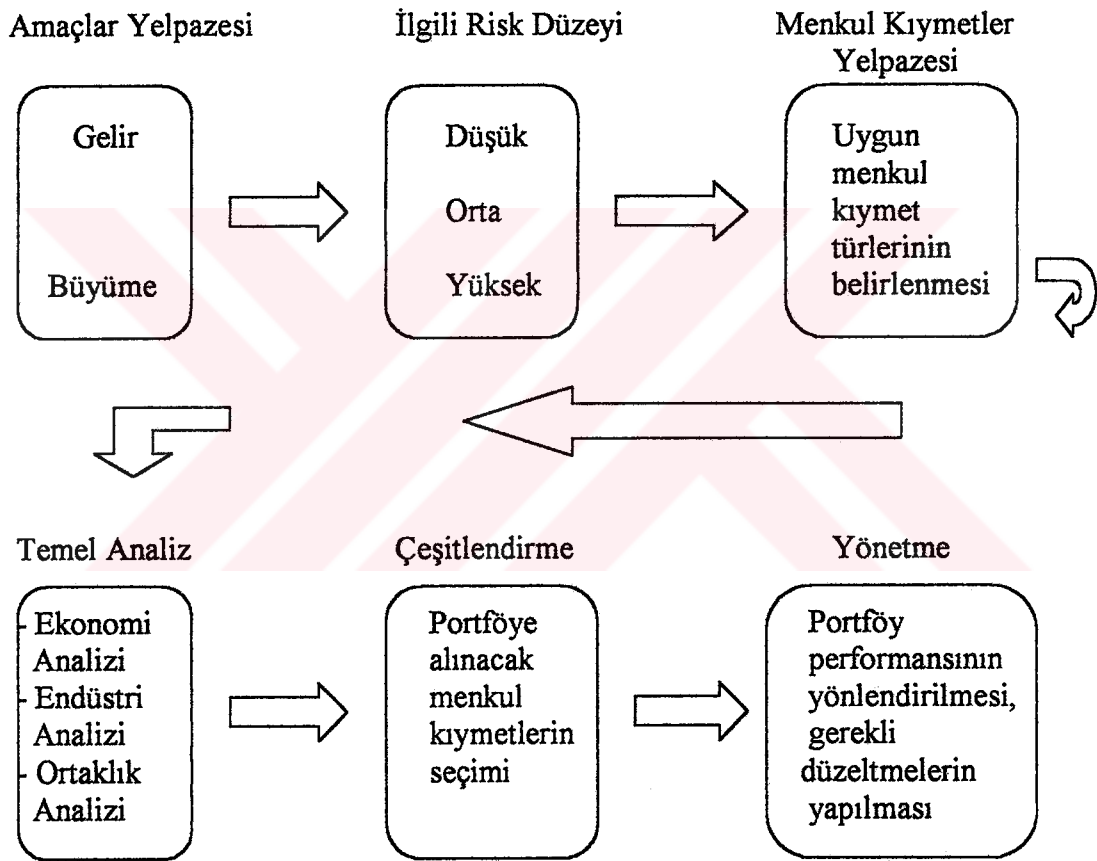
- i. Satın alınacak menkul kıymetler araştırılırken taşıdığı riske katlanılması için gerekli getiriye sağlamayan menkul kıymetlerin de satın alınabilmesi,
- ii. Değişik ortaklıklara ait çok sayıda menkul kıymeti içeren bir portföyün iyi bir şekilde yönetilmesinin güçlüğü,
- iii. Çok sayıda menkul kıymetle ilgili araştırma yapma maliyetinin yüksek olması,
- iv. Yüksek alım-satım gideri; portföye dahil edilen menkul kıymet sayısının artmasıyla, aynı menkul kıymetin alınan ya da satılan miktarı azaldıkça alım-satım giderlerinin toplam maliyet içindeki payının artmasıdır.

²⁷⁵ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 195

²⁷⁶ KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., S. 102

Geleneksel yaklaşım, yatırımcının amacının belirlenmesi (yatırımcının amacı; sabit ve istikrarlı gelir elde etme, sermayesini koruma, gelecekte yüksek sermaye kazancı elde etme vb. gibi olabilir), portföy alınacak menkul kıymetlerin seçilmesi, portföyü yönetmek ve yatırım amaçlarındaki değişme üzerine gerekli düzeltmeleri yapmak gibi aşamaları kapsar. Geleneksel portföy yönetim sürecinin şema halinde gösterimi Şekil-3'de verilmiştir.

ŞEKİL-3: Geleneksek Portföy Yönetim Süreci



Kaynak: KARAŞİN, Gültekin: Sermaye Piyasası Analizleri, İkinci Baskı, Özkan Matbaacılık, Ankara, 1987, S. 104

1952 yılında Harry M. Markowitz'in yazdığı ve modern portföy yaklaşımının açıklandığı makaleden sonra geleneksel portföy teorisi yerini zamanla modern portföy teorisine bırakmıştır.

4.4 MODERN PORTFÖY TEORİSİ

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde, 1950’li yıllara gelinceye kadar, yatırımcılar, portföyde yer alan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkileri göz önünde bulundurmadan, sadece portföydeki menkul kıymetlerin sayılarını arttırarak riski azaltabileceklerini düşünmüşlerdir.²⁷⁷ Geleneksel portföy teorisine dayanan bu yaklaşım, Markowitz’in 1952 yılında yazdığı makale ile finansal anlamda çok büyük değişikliklere uğramıştır. Bu yeni teoride, yatırımcı tarafından “beklenen getiri-getiri varyansı” kuralına göre elde edilecek portföy seçimi ile yatırımcı beklentileri ve davranış arasında ilişki kurulmaktadır.²⁷⁸

Modern portföy teorisini öncelikle teorinin başlangıcı olarak kabul edilen “Markowitz Modeli”, daha sonrada Markowitz Modeli’nden sonra ortaya çıkan ve modeli geliştirerek yeni bazı kavramlar ekleyen “İndeks Modeller”, “Finansal Varlık Fiyatlama Modeli” ve “Arbitraj Fiyatlama Modeli” olarak inceleyebiliriz. Optimal portföy seçimi ve etkin pazar hipotezleri de modern portföy teorisinin temelini teşkil etmektedir.

4.4.1 MARKOWITZ MODELİ

Modern portföy yaklaşımının yaratıcısı kabul edilen Harry M. Markowitz, finansal varlık getirileri arasındaki ilişkilerin dikkate alınması ve tam pozitif ilişki içinde bulunmayan varlıkların aynı portföyde birleştirilmesiyle beklenen getiriden feragat etmeden riskin azaltılabileceğini göstermiştir.²⁷⁹

Modern portföy yaklaşımında sadece portföydeki varlıkları çeşitlendirerek riskin azaltılamayacağı, portföy dahil edilen varlıklar arasındaki ilişkinin yönünün ve derecesinin de riskin azaltılması yönünde önemli faktörler olduğu ileri sürülmüştür. Markowitz makalesinde portföyde yer alan menkul kıymetlerin belirli risk seviyelerinde mümkün olan maksimum getiri oranının nasıl sağlanabileceğini araştırmış ve geleneksel kurama şu iki

²⁷⁷ CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 135

²⁷⁸ ERDOĞAN, Oral: *Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve Fiyatlama Modeli*, İMKB Araştırma Yayınları, No.:2, Kasım 1994, S. 3

²⁷⁹ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 195

önemli katkıyı sağlamıştır. Bunlar:²⁸⁰

- i. Portföy yönetiminde kısımların veya parçaların toplamının eşit olmadığına kanıtlanması. Bir başka deyişle Markowitz portföy riskinin portföyü oluşturan menkul kıymetlerin riskinden daha az olabileceğini ve belirli koşullar altında portföy riskinin sıfıra indirilebileceğini göstermiştir.
- ii. İkinci olarak ise mali yatırımcıların bazı portföyleri aynı verimi sağlamakla birlikte daha riskli oldukları için, bazı portföyleride aynı risk düzeyinde olmakla birlikte daha az getiri sağladıkları için tercih etmeyeceklerini ve etkin bir sınır bulunduğu fikrini ortaya atmasıdır.

Markowitz'in geliştirdiği ve çok sayıda hesaplamayı gerektiren yöntem, 1963 yılında Markowitz'in öğrencisi olan William Sharp tarafından geliştirilen Tekli İndeks Modeli ile daha basitleştirilmiştir. Tekli İndeks Modeli daha çok alternatif hisse senetlerine yapılan yatırımların getirilerinin maksimizasyonu için kullanılırken, Markowitz'in geliştirdiği model tahvil, hisse senedi ve diğer araçlara yapılan yatırımların analizinde kullanılmaktadır. Ancak indeks modelleri anlatılmadan önce modern portföy teorisi yaklaşımının ve Markowitz Modeli'nin ana unsurları olan ve diğer modellere temel teşkil eden portföy riskinin ölçülmesi, kovaryans ve korelasyon katsayılarının açıklanmasında yarar bulunmaktadır.

4.4.1.1 Portföy Riskinin Ölçülmesi

Yatırım fonlarına yatırım yapan tasarruf sahiplerinin sağlıklı bir seçim yapabilmeleri için fonun getiri oranını ve taşıdığı riski bilmeleri gerekir. Tek başına getiri oranı ya da tek başına fonun taşıdığı riskin ölçülmesi yeterli değildir.

Bir portföyün beklenen getirisi, portföyü oluşturan menkul kıymetlerin beklenen getirilerinin ağırlıklı ortalaması olarak bulunur. Genelde N adet menkul kıymetten oluşan portföyün beklenen getirisi (12) no'lu eşitlikte formüle edildiği gibidir.²⁸¹

²⁸⁰ ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları", A.g.e.

²⁸¹ ALEXANDER, Gordon J.; SHARPE, F. William ; BAILEY, Jeffrey V.: **Fundamentals of Investments**, Prince Hall Inc., 1993, S. 155

$$ER_p = \sum_{i=1}^N X_i \cdot ER_i \quad (12)$$

Burada;

ER_p : Portföyün beklenen getirisini,

X_i : Menkul kıymet i'nin portföy içindeki oranını,

ER_i : Menkul kıymet i'nin beklenen getirisini,

N : Portföydeki menkul kıymet sayısını

ifade etmektedir.

Bir portföyün beklenen getirisi, portföyü meydana getiren menkul kıymetlerin en yüksek ve en düşük beklenen getirileri arasında bir değerdir.

Örnek:

A ve B senetlerinden oluşan bir portföy düşünelim ve beklenen getirileri %12 ve %8 olsun. Senet A ve B'nin ağırlıklı ortalamalara göre beklenen getirileri şöyle bulunur:²⁸²

$$ER_p = X_1 ER_1 + X_2 ER_2$$

Burada ER_1 ve ER_2 , A ve B senetlerinden beklenen getiriler olup $X_1 + X_2$ toplamı 1'e eşittir ve bütün fonların senet A ve B'ye yatırıldığını göstermektedir. Portföyün oluşumundan beklenen getiri oranı %12 ile %8 arasında değişmektedir. Portföy yapısının %30'unu A senedi, %70'ini B senedi oluşturmaktadır. Bu duruma göre portföyden beklenen getiri

$$ER_p = 0.3(\%12) + 0.7(\%8) = \%9.2$$

şeklinde hesaplanır.

Portföy getirilerinin varyansı ise (13) no'lu eşitlikle verilmiştir:²⁸³

²⁸² SEVİL, Güven: A.g.e., S. 235

²⁸³ KARAŞIN Gültekin. A.g.e., S. 108

$$S_p^2 = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i \cdot X_j \text{Cov}_{ij} = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i \cdot X_j R_{ij} \cdot S_i \cdot S_j \quad (13)$$

Formülde;

X_i ve X_j : i ve j'inci menkul kıymetlerin portföy içindeki payını,

S_p^2 : Portföyün getirilerinin varyansını,

S_i ve S_j : i ve j'inci menkul kıymetlerin getirilerinin standart sapmalarını ifade etmektedir.

Burada N, portföye alınan menkul kıymet sayısıdır ve çift toplama işareti, N^2 sayıda terimin toplanacağını ifade etmektedir. Örneğin, $N=2$ için 4 terim

$$S_p = X_1 X_1 \text{Cov}_{11} + X_1 X_2 \text{Cov}_{12} + X_2 X_2 \text{Cov}_{22} + X_2 X_1 \text{Cov}_{21}$$

$$\text{yada} \quad S_p^2 = X_1^2 S_1^2 + X_2^2 S_2^2 + 2 X_1 X_2 \text{Cov}_{12} \quad \text{olmaktadır.}$$

Beklenen getiri ve varyans bir tek hisse senedi veya portföydeki değişik hisse senetlerinin ortalama verimleri ve riskleri hakkında bize bir bilgi verir, fakat portföydeki hisse senetlerinin kendi aralarındaki ilişkiyi açıklamaz. Bu ilişki iki hisse senedi arasındaki kovaryansa bağlıdır.

4.4.1.2 Kovaryans (Birlikte Değişim)

Kovaryans, birlikte hareket eden herhangi iki tesadüfi değişkenler grubunun eğilimini ölçer. Örneğin uzun boylu insanların kısa boylulardan daha fazla ağır olmaları bir eğilim olduğundan uzunluk ve ağırlık arasında pozitif bir kovaryans vardır. Finansta, faiz oranları beklenmeyen bir şekilde yükseldiğinde hisse senedi endeksi düşme eğilimindedir. Bu negatif kovaryansı olan iki değişkene bir örnektir. Kovaryans hesabı yoluyla elde edilen tesadüfi bir değişkenin davranışına ilişkin bilgi, diğerinin davranışını tahmin etmemize yardımcı olur. Bağımsız değişkenler çifti için (örneğin paranın yazı tura gelmesinin sonuçları) bu değişkenler birbirleriyle ilgili olmadığından kovaryansın sıfır

olması beklenmelidir.²⁸⁴

Kovaryans (14) no'lu eşitlikte formül olarak ifade edilmiştir.²⁸⁵

$$Cov_{ij} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n [(ER_{it} - ER_i)(ER_{jt} - ER_j)] \quad (14)$$

Burada

Cov_{ij} : İki menkul kıymet getirilerinin kovaryansını,

ER_i ve ER_j : i ve j menkul kıymetlerinin beklenen getirilerini,

N : Zaman dönemi (gözlem dönemi) sayısını

ifade etmektedir.

4.4.1.3 Korelasyon Katsayısı

Kovaryans, iki tesadüfi değişken arasındaki ilişkinin miktarının yararlı bir ölçüsüdür. Ancak iki önemi sakıncası vardır. Birincisi kovaryansın sınırları yoktur ve büyük veya küçük herhangi bir sayı olabilir. İkincisi, kovaryansın sayısal değeri tesadüfi değişkenleri ölçmek için kullanılan birimlerin sayısına dayanır. Örneğin, yükseklik ve ağırlık arasındaki kovaryansın sayısal değeri değişkenin inch pound veya santimetre ve kilo olarak ölçülmelerine dayanarak değişir. Bu sorunlar farklı kovaryansların mukayesini güçleştirir.²⁸⁶

Bu sorun, iki tesadüfi değişkenin kovaryansının bunların standart sapmalarının çarpımına bölünerek çözülebilmektedir, bu katsayı bize korelasyon katsayısını verir. Korelasyon katsayısının belirlenmesi, iki değişken arasındaki büyüklüğün belirlenmesidir. Korelasyon katsayısı değeri +1 ile -1 arasında değişir. İki yatırım negatif ilişkili olduğunda, yani iki değişken aksi yönde hareket etme eğiliminde ise, risk azaltımının maksimum yararı çeşitlendirme ile azaltılabilir. Bütün menkul kıymetlerden elde edilen gelirler pozitif ilişkilidir, çünkü gelirler faiz oranları, hükümet politikaları gibi ortak faktörlerden

²⁸⁴ ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları", A.g.e.

²⁸⁵ KARAŞİN, Gültekin: A.g.e., S. 108

²⁸⁶ ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları", A.g.e.

etkilenirler.²⁸⁷

i ve j gibi iki değişkenli menkul kıymetlerinin korelasyon katsayısı (15) no'lu eşitliklere göre hesaplanır.²⁸⁸

$$R_{ij} = \frac{Cov_{ij}}{S_i \cdot S_j} \quad yada \quad Cov_{ij} = R_{ij} \cdot S_i \cdot S_j \quad (15)$$

Burada;

R_{ij} : i ve j menkul kıymetlerinin getirileri arasındaki korelasyonu,

Cov_{ij} : İki menkul kıymetlerinin getirilerinin kovaryansını,

S_i : i'inci menkul kıymetin standart sapmasını,

S_j : j'inci menkul kıymetin standart sapmasını

ifade etmektedir.

4.4.2 INDEKS MODELLERİ

Optimal bir portföy oluşturabilmek için, bazı bilgilere gereksinim vardır. Bu bilgiler aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

- i Portföye alınacak her bir menkul kıymetin beklenen getirisinin hesaplanması,
- ii Portföye alınacak her bir menkul kıymetin varyans veya standart sapmasının hesaplanması,
- iii Portföye girebilecek bütün menkul kıymetlerin ikişer ikişer ele alındığında, kovaryansları veya aralarındaki korelasyon katsayılarının hesaplanması gerekmektedir.

Oysa portföyü oluşturan menkul kıymetlerin sayısı N adet olduğunda, hesaplanacak korelasyon katsayısı $(N^2 - N)/2$ 'dir. Bu durumda borsada işlem gören hisse senetlerinin aralarındaki kovaryans sayısı onbinlerle ifade edilen rakamlara ulaşır. İşte Markowitz çeşitlendirmesinin büyük zaman ve maliyet unsurları taşıması nedeni ile ortaya çıkan sakınca, William Sharpe'ın basit indeks modeli ile giderilmeye çalışılmıştır. Daha sonra,

²⁸⁷ SEVİL, Güven: A.g.e., S. 234

²⁸⁸ KARAŞİN, Gültekin: A.g.e., S. 108

Sharpe'ın basit indeks modelini geliştiren çoklu indeks modelleri finansman alanında geniş bir yer tutmuştur.²⁸⁹

4.4.2.1 Tekli İndeks Modeli

William Sharpe tarafından geliştirilen bu model, menkul kıymetlerin getirilerini tek bir değişkenle ilişkilendirir. Her menkul kıymetin az ya da çok tek bir endekse, pazar portföyüne reaksiyon göstereceği varsayımına dayanır. Bir menkul kıymetin getirisinin, piyasaya karşı duyarlılığı β şeklinde dizayn edilen bir faktörle ifade edilir, yani menkul kıymetin markete olan duyarlılığını ölçen bir risk ölçütüdür ve aynı zamanda sistematik risk ölçütü olarak da anılır.²⁹⁰ β faktörü, menkul kıymetin getirisindeki değişmelerin, piyasanın getirisindeki değişikliklere ne kadar duyarlı olduğunu gösteren bir endeks olarak da yorumlanabilir.²⁹¹

Sharpe, bütün menkul kıymetlerle piyasa arasında doğrusal bir ilişki olduğunu ve bu ilişkinin karakteristik doğru (basit doğrusal regresyon modeli) ile ifade edilebileceğini öne sürmüştür:

$$ER_i = a_i + \beta_i ER_m + e_i$$

Burada;

ER_m : Piyasa indeksinin getirisini (Yada GSMH, kişi başına gelir gibi bir genel ekonomik göstergedeki değişme),

E : Hata terimi, menkul kıymetin piyasayla olan ilişkili olmayan (sistematik olmayan) riskini

ifade etmektedir.²⁹²

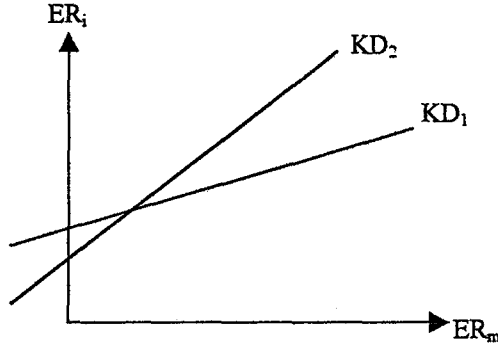
²⁸⁹ CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., SS. 164-165

²⁹⁰ SEYHUN, Ali: "Beta Katsayılarına Ne Kadar Güvenilir?", *Finans Dünyası*, Sayı 75, Mart 1996, S. 86

²⁹¹ KARAOĞLU, Emine: A.g.e., S. 24

²⁹² KARASIN, Gültekin: A.g.e., S. 117

ŞEKİL-4: Menkul Kıymet Piyasa Arasındaki Karakteristik Doğru



Kaynak: KARAOĞLU, Emine: “Portföy Teorisi, Yatırım Fonları, Türk Yatırım Fonlarının Değerlendirilmesi”, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi, Ankara, Şubat, 1995, S. 25

Şekil-4’de görüldüğü üzere, yatay eksen, piyasanın getiri oranını, dikey eksen ise incelenen fonun getiri oranını göstermektedir. *KD* (Karakteristik Doğru)’nun eğimi, incelenen fonun volatilitesi (β) yani riskini ölçmektedir.

Geniş açılı bir doğru, fonun piyasaya karşı çok hassas olduğunu gösterirken, dar açılı bir doğru, piyasadaki dalgalanmalara karşı kayıtsız olduğunu işaret eder. *KD*, istatistiksel olarak basit regresyon analiziyle elde edilebileceği gibi, elle de çizilebilir.²⁹³

Model, menkul kıymetlerin piyasa ile olan ilişkileri çerçevesinde birbirleriyle de ilişkili olduklarını (bütün menkul kıymetlerin piyasayla ilişkilerinin aynı zamanda birbirleriyle olan ilişkilerinin bir tahmin edicisi olduğunu) varsaymaktadır.

Portföyün getirisi, regresyon doğrusuyla hesaplanan menkul kıymetlerin getirilerinin ağırlıklı ortalamasıdır:

$$ER_p = \sum_{i=1}^N x_i \cdot (a_i + \beta_i \cdot ER_m) \quad (16)$$

Bir menkul kıymetin sistematik olmayan riski regresyon doğrusunun hata terimlerinin varyansı (e^2) ile ölçüldüğünden; menkul kıymetler portföyünün sistematik olmayan riski

²⁹³ KARAOĞLU, Emine: A.g.e., SS. 25-26

(UR_p) de hata terimlerinin varyanslarının ağırlıklı ortalamasıdır:

$$UR_p = \sum_{i=1}^N x_i^2 e_i^2 \quad (17)$$

Bir menkul kıymetin sistematik riski, onun beta katsayısının karesinin piyasa indeksinin varyansı ile çarpılmasıyla hesaplanabilir. Menkul kıymetler portföyünün sistematik riski (SR_p) ise portföyü oluşturan hisse senetlerinin betalarının ağırlıklı ortalamasının karesinin piyasa indeksinin varyansı ile çarpılmasıyla elde edilir:

$$SR_p = \left(\sum_{i=1}^N x_i \beta_i \right)^2 . S_m^2 \quad (18)$$

Portföyün toplam riski (TR_p) sistematik ve sistematik olmayan risklerin toplamına eşit olduğundan (20) no'lu eşitlikten yararlanılarak hesaplanır.²⁹⁴

$$S_p^2 = \left(\sum_{i=1}^N x_i \beta_i \right)^2 . S_m^2 + \sum_{i=1}^N x_i^2 e_i^2 \quad (19)$$

$$TR_p = SR_p + UR_p \quad (20)$$

Sharpe'ın Modeli'nde bir menkul kıymetin portföyünün getirisi ve sistematik riskine katkısı bu menkul kıymetin beta katsayısıyla ölçüldüğünden, bu katsayıyla ilgili şu gözlemlere yer verilebilir:

- i. Eğer $\beta > 1$ ise portföyün getirisinde piyasanın getirisindeki değişme ile aynı yönde ve ondan büyük değişme olacaktır.
- ii. Eğer $+1 > \beta > -1$ ise portföyün getirisinde, piyasanın getirisindeki değişmeden daha küçük bir değişme olacaktır.
- iii. Eğer $\beta < -1$ ise, portföyün getirisinde, piyasanın getirisindeki değişmeyle ters yönlü ve ondan büyük bir değişme olacaktır.

²⁹⁴ KARAŞİN, Gültekin: A.g.e., SS. 117-118

Piyasadaki değişmeye ilişkin beklentiler paralelinde, menkul kıymet seçiminde de beta katsayısından yararlanılması önerilmektedir. Eğer gelecek dönem piyasada bir yükselme bekleniyorsa, en yüksek beta değerlerini taşıyan menkul kıymetler (bunlar aynı zamanda büyük risk taşımaktadır), piyasada bir düşme bekleniyorsa en küçük (negatif) beta değerlerini taşıyan menkul kıymetler seçilmelidir.²⁹⁵

4.4.2.2 Çoklu İndeks Modeli

Çoklu indeks modelleri, esasen menkul kıymetlerin getirisini bağımlı değişken, piyasa indeksinin veya daha fazla sayıda endüstriyel indeksin getirilerini bağımsız değişkenler olarak alan çoklu regresyon modelleridir. Burada menkul kıymetlerin getirilerinin yalnızca piyasa endeksine bağlı olmayıp, daha başka değişkenlerinde etkisi altında olduğu kabul edilmektedir. Çoklu indeks modellerinden bir kısmı, sanayi dalı indeksleri, faizler, enflasyon gibi makro değişkenler olabilir. Bu endekslerde kullanılan değişkenlerin birbirlerinden bağımsız olması tercih edilir, aksi halde, faktör analizi benzeri tekniklerle, değişkenlerin bağımsız değişken gruplarına dönüştürülmesi gerekir.²⁹⁶

Bir çoklu endeks modelinin gösterimi (21) no'lu eşitlikte verilmiştir:

$$ER_i = a_i + \beta_i ER_m + c_i PD + e_i \quad (21)$$

Burada PD, pazar dışı faktörü göstermektedir. Eşitlik, üç, dört veya daha fazla sayıda indeksi içerecek şekilde genişletilebilir. Modelin geçmiş korelasyonları tekli indeks modelinden daha iyi saptadığı fakat gelecekle ilgili tahminlerde daha iyi sonuç vermediği endüstri faktörünü kullanan çoklu indeks modelinin test edildiği bir çalışmada tespit edilmiştir. Ancak literatürde tekli indeksin çokluya karşı bir üstünlüğünün olduğu açıkça çözümlenmemiştir.²⁹⁷

²⁹⁵ KARAŞİN, Gültekin: A.g.e., S. 120

²⁹⁶ CEYLAN, Ali; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 168

²⁹⁷ FISCHER, Donald; JORDAN, Ronald J.: *Security Analysis and Portfolio Management*, Prentice Hall, New Jersey, 1991, S. 654

Bütün diğer modellerde olduğu gibi indeks modellerinde amacı, etkin pazar içinde optimal portföyü oluşturmaktır. Bu yüzden sırasıyla optimal portföy seçimi ve etkin pazar hipotezleri, “Finansal Varlık Fiyatlama Modeli” ve “Arbitraj Fiyatlama Modeli”nden önce incelenecektir.

4.4.3 OPTİMAL PORTFÖY SEÇİMİ

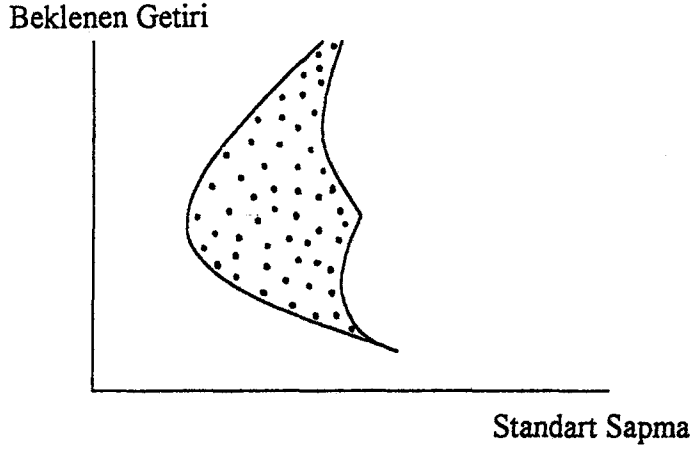
Markowitz optimal portföy seçiminde, riskin ele alındığı sistematik bir yaklaşım ortaya koymuştur. Bu yaklaşımın temel dayanağı, rasyonel yatırımcının aynı beklenen getiri düzeyinde beklenen getirilerinin standart sapması daha düşük olan (daha az riskli) yatırımı tercih etmesidir. Bunun yanı sıra riskden korunmanın rastgele yapılacak bir yatırım çeşitlemesi ile de mümkün olamayacağı belirtilmiştir. Birden fazla menkul kıymetten oluşan bir portföyün riskini veren bu menkul kıymetler arasındaki korelasyon katsayısıdır.²⁹⁸

Getiriler arasında korelasyon -1 ile +1 arasında herhangi bir değer alabildiğine göre fon yöneticisinin önünde teorik olarak sonsuz sayıda portföy seçeneği vardır. Şekil-5’de her nokta portföy yöneticisinin değişik ağırlıklarla yaptığı yatırım sonucu değişik getiri ve risk oranlarına sahip portföyleri göstermektedir. Bu noktaları içine alan yay minimum varyans seti olarak ifade edilmektedir. Ancak, portföyde yer alabilecek seçeneklerin çokluğu ve varlıkların portföydeki ağırlıklarının sınırsız olabilmesi nedeniyle varyansı değişik olan çok sayıda portföy vardır. Minimum varyans seti üzerinde yer alan her nokta diğer noktalar gibi ayrı bir portföyü temsil eder. Belirli bir getiri sağlayan değişik portföylerden minimum varyans seti üzerinde yer alan o getiri oranında en düşük risk oranına sahip olan portföydür. Bu nedenle öteki portföy seçeneklerine tercih edilen portföylerin meydana getirdiği bu sınıra etkin set veya etkin sınır denir.²⁹⁹

²⁹⁸ ÖZÇAM, Mustafa: Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi, SPK Yayın No:104, Ekim, 1997

²⁹⁹ ERTAŞ, Vahdettin: “Yatırım Fonları”, A.g.e.

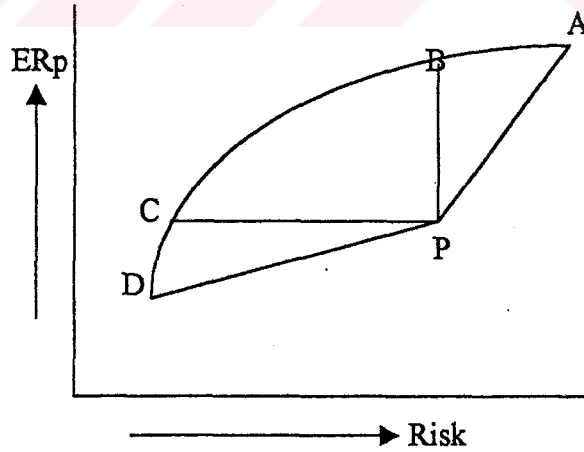
ŞEKİL-5: Minimum Varyans Seti



Kaynak: ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları", Türkiye Bankalar Birliği, Yayımlanmamış Eğitim ve Seminer Notları, Ankara, 13-14 Kasım 1997

Şekil-6'da etkin sınır üzerinde bulunan P noktasında etkin portföy bulunmamaktadır. Ancak portföy yöneticisi bu noktadan etkin sınırdaki bulunan A, B, C ve D noktalarından herhangi birine geçilebilmesi için ne gibi hareketlerin gerekli olduğu tespit edilebilir.

ŞEKİL-6: Risk-Getiri İlişkisi ve Etkin Sınır



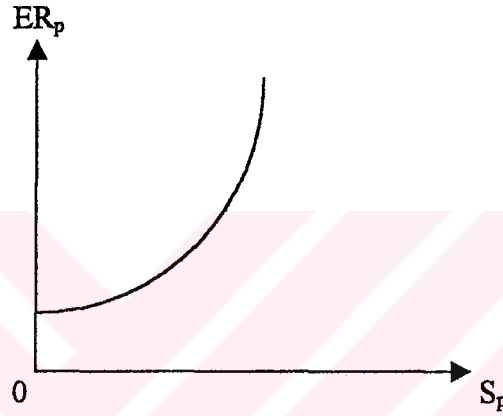
Kaynak: GARDNER, D.C.: Portfolio Management Techniques and Strategies, International Trading Consultants, 1996, S. 23

Portföy yöneticisi A noktasında, menkul kıymetlerin sağlayabileceği portföyün riskini azami beklenen getiri seviyesinde asgariye indirecektir.

B noktasında, portföyün beklenen getirisini mevcut risk seviyesinde azamiye çıkaracaktır. C noktasında, portföyün riskini mevcut beklenen getiri seviyesinde asgariye indirecektir. D noktasında ise, menkul kıymetlerin sağlayabileceği portföyün beklenen getirisini asgari risk seviyesinde azamiye çıkaracaktır.³⁰⁰

Ancak en uygun portföyün seçilebilmesi için, yatırımcının da tercihinin bilinmesi gereklidir. Tipik bir yatırımcının farksızlık eğrisi Şekil-7’de gösterilmiştir:

ŞEKİL-7: Tipik Bir Yatırımcının Farksızlık Eğrisi



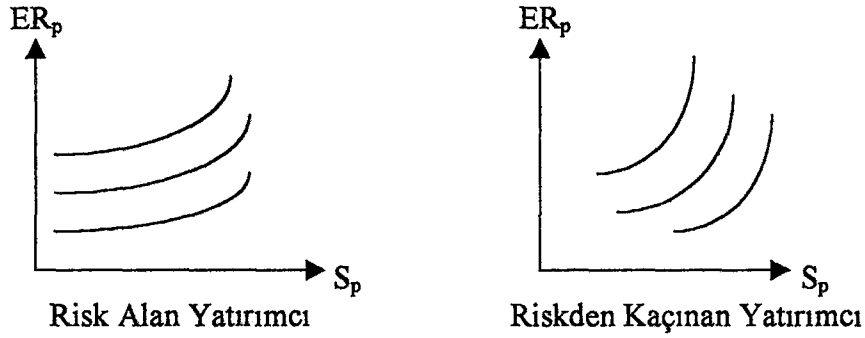
Kaynak: KARAŞIN, Gültekin: Sermaye Piyasası Analizleri, İkinci Baskı, Özkan Matbaacılık, Ankara, 1987, S. 121

Aynı yatırımcının değişik koşullardaki davranış biçimi ise; yatırımcıya değişik getiri-risk bileşimlerinde eşit tatmin (fayda) sağlayan noktaları birleştiren çok sayıda birbirine paralel farksızlık eğrileri ile belirlenebilir. Her yatırımcının fayda fonksiyonu (bu kavram değişik tüketicilerin farklı istekleri olduğuna ve değişik şekillerdeki bireysel tatmin elde edilebildiğine dayanır) ve dolayısıyla farksızlık eğrilerini birleştiren farksızlık paftası birbirinden farklıdır. Risk alan yatırımcı getirideki küçük bir artış için riskdeki büyük bir artışa katlanabilmekte, riskden kaçınan yatırımcı ise riskdeki küçük bir artış için getiride büyük bir artış arzulamaktadır.³⁰¹

³⁰⁰ GARDNER, D.C.: A.g.e., S. 23

³⁰¹ KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., SS.121-122

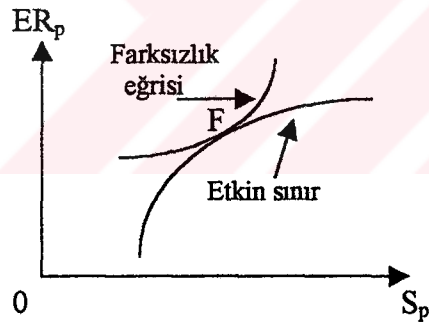
ŞEKİL-8: Risk Alan ve Riskden Kaçınan Yatırımcıların Farksızlık Eğrileri



Kaynak: KARAŞIN, Gültekin: *Sermaye Piyasası Analizleri*, İkinci Baskı, Özkan Matbaacılık, Ankara, 1987, S. 122

Etkin sınır üzerinde bulunan bütün portföyler optimum olduğundan, yatırımcının hangi portföyü seçeceği, risk tercihini gösteren farksızlık eğrisi tarafından belirlenir:

ŞEKİL-9: Farksızlık Eğrisi ve Etkin Sınır



Kaynak: KARAŞIN, Gültekin: *Sermaye Piyasası Analizleri*, İkinci Baskı, Özkan Matbaacılık, Ankara, 1987, S. 122

Farksızlık eğrisinin etkin sınıra teğet olduğu nokta (F) yatırımcıya en uygun portföydür.³⁰²

Yatırım fonlarında portföy seçimi de, her yatırım sınıfında yapılacak yatırım tutarı ile bu sınıf içindeki menkul kıymetlere yapılacak yatırım tutarının belirlenmesi işlemidir. Öncelikle, portföydeki hisse senedi, sabit getirili menkul kıymet, repo ve nakit oranları

³⁰² ÖZÇAM, Mustafa: A.g.e., S. 17

belirlenir. Bu oranlar belirlendikten sonra, hisse senetlerinin, sabit getirili menkul kıymetlerin neler olacağı saptanır. Portföy seçimi yapılırken portföyün vadesi de dikkate alınır. Bu vadeye uygun olarak sabit getirili menkul kıymetlerin ve repoya yatırılacak kıymetlerin vadesi piyasa koşulları da dikkate alınarak belirlenir.³⁰³

Türkiye’de yatırım fonları oluşturulurken öncelikle mevzuatın izin verdiği şekil ve şartlara uyulması zorunludur. Çalışmanın Türkiye’de Yatırım Fonları kısmında incelendiği üzere, yatırım fonlarına portföy seçimi, ilgili Tebliğ’e göre (Seri:VII, No:10) portföy içeriklerinin oluşturulmasını öngörmektedir. İlgili Tebliğ’in (Seri:VII, No:10) portföy sınıflandırılması ile ilgili maddelerinde fon oluşturulurken portföyün en az %51’inin devamlı olarak belli tip menkul kıymetlere yatırılması gibi konulan bazı zorunluluklar bu tip fonlara optimal portföyü oluşturmada kısıtlamalar getirmektedir. Bu zorunluluklar ise, yatırımcının uzman eliyle daha önceden oluşturulmuş bir yatırım fonuna yatırım yaparken fonun içeriğini, getirisini ve riskini tahmin edebilmesi ve dolayısıyla karar vermesini kolaylaştıran bir öge olmuştur. Riski seven veya riskden kaçınan yatırımcıların seçtikleri yatırım fonlarının portföy yapıları, genel optimal portföy oluşturulması stratejilerinde olduğu gibi risk-getiri ilişkisinden kaynaklanır. Örnek olarak risk düzeyi her zaman daha düşük olan “Tahvil ve Bono Yatırım Fonu”na yatırım yapan bir yatırımcı, bu fonun portföyünün en az %51’inin sabit getirili tahvil ve bonolardan oluştuğunu bilmektedir. Burada yatırım fonu yöneticisine düşen, optimal portföyü bu kurallar doğrultusunda, yani fonun %51’ini en yüksek sabit getirili ve düşük riskli menkul kıymetlerden oluşturmak, ve fonun geri kalan kısmını günün şartları ve analizlere uygun olarak tamamlamaktır.

Ancak yatırım fonlarının bazı özellikleri her zaman göz önüne alınmalıdır; mesela katılma belgesinin vadesinin olmaması ve her an paraya çevrilebilme olasılığı, yatırım fonlarının likiditesini önemli kılmıştır. Bu yüzden bir kısım yatırım likit olarak bekletilecek ya da mevzuatın öngördüğü ölçüde borç alınabilecektir. Burada dikkat edilmesi gereken husus, likiditenin atıl hale gelmemesidir.

³⁰³ TEVFİK, Gürman: A.g.e., SS.73-74

Türkiye’deki yatırım fonları içinde fon portföy değeri en yüksek olan yatırım fonlarının B Tipi Tahvil ve Bono Yatırım Fonu olduğunu belirtmiştik. Türkiye’de gerek “Tahvil ve Bono Yatırım Fonu” gerekse “Hisse Senedi Yatırım Fonu” oluşturulurken yatırım fonu yöneticilerinin dikkat ettiği bazı hususlar bulunmaktadır. Öncelikle yatırım fonları yönetilirken piyasanın durumuna göre stratejiyi belirleyen bir komite kurulur. Yatırım komitesi denen bu komite, araştırma uzmanları, bankanın veya aracı kurumun hazine fon yönetimi, yabancı işlem ve iç piyasa yetkilileri gibi personelden oluşur. Bu komite öncelikle makro göstergeleri dikkate alarak (para arzı, faiz oranları, enflasyon oranı, Türkiye’nin büyüme hızı gibi) gelecekle ilgili tahminlerde bulunur. Portföy oluşturulmasına yatırım fonunun türüne göre bu işlemten sonra başlanır. Tahvil ve bono satın alınacaksa faiz oranları, hisse senedi satın alınacaksa teknik analiz doğrultusunda hisse senedi oranı göstergeleri göz önüne alınır. (Teknik analiz konusu çalışmanın portföy yönetimi stratejileri bölümünde detaylı olarak incelenecektir.) Türkiye’de hisse senedi yatırımı yapılırken dikkat edilen kriterler çoğunlukla hisse senedinin İMKB-30 endeksinde bulunması ve sektördür. Hisse senedinin İMKB-30 endeksinde bulunması işlem hacminin yüksek olduğunu gösterir, bu da fonun likiditesi ile doğrudan ilgilidir. Sektör seçiminde ise genellikle gelişmekte olan (büyüyen) sektörler tercih edilir, çünkü bu sektörler fona hareketlilik getirir.

Yatırım komitesi komiteyi oluşturan uzmanların görüşleri doğrultusunda bir tutanak hazırlar. Bu tutanakta uzmanların görüşleri ve ekonomi düzeyi doğrultusunda hangi menkul kıymetlere yatırım yapılacağı, portföydeki menkul kıymet oranlarını mevzuatın izin verdiği oranda nasıl değiştirecekleri bulunur. Yatırım fonu piyasada olağanüstü bir değişiklik olmadığı takdirde bu tutanak doğrultusunda yönetilir.

4.4.4 ETKİN PAZAR HİPOTEZİ

Markowitz 1952’de yazdığı makalesinde modelini kurmak için dayandığı temel varsayımlarından biri ve en önemlisi etkin pazar kavramıdır. Etkin bir pazarda elindeki menkul varlıkları mümkün olan en uygun biçimde çeşitlendirerek riski en az düzeyde tutabilen bir portföyün sahibi beklenen getirisini maksimize edebilecektir. Burada Markowitz’in en önemle üzerinde durduğu nokta, çeşitlendirmenin beklenen getiriye ençoklamak için yeterli olmadığı; bu muhtemel portföyün, riski muhtemel en düşük düzeyde tutması gerektiğidir.³⁰⁴

Etkin bir pazar, pazara rastlantısal aralıklarla ulaşan bilginin menkul kıymet fiyatına anında yansıdığı, bir başka deyişle hisse senedi fiyatının ilgili tüm mevcut bilgiyi yansıttığı bir pazar olarak açıklanabilir. Menkul kıymete ilişkin elde edilebilir tüm bilginin fiyata tamamen yansması ya da fiyatın tüm elde edilebilir bilgiyi tamamen yansıtması, etkin pazar hipotezini oluşturur.³⁰⁵

Etkin bir sermaye piyasasında, fiyat değişimleri tamamen rassal (tesadüfi) olur. Piyasaya gelen haberin niteliğine göre fiyatlarda olumlu veya olumsuz bir gelişme olması mümkündür ve herhangi bir yöndeki fiyat hareketi bir sonraki fiyat hareketini etkilemez. Bu yaklaşım benimsendiği takdirde, teknik analiz yöntemlerinin geçerliliği kalmamaktadır. Zira, rassal yürüyüş varsayımına göre, “fiyatların hafızasının olmadığı” kabul edilmekte, geçmiş verilerden yararlanarak gelecek hakkında öngörülerde bulunulabileceği hipotezi reddedilmektedir.³⁰⁶

Rassal yürüyüş teorisinin geçerli olması için sermaye piyasasının etkin olması gerekmektedir. Etkin bir sermaye piyasasının özellikleri ise şunlardır:³⁰⁷

³⁰⁴ KOCAMAN, Berna: Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İMKB’de Bazı Değerlendirme ve Gözlemler, İMKB Araştırma Yayınları, No: 5, Haziran 1995, S. 57

³⁰⁵ KIYILAR, Murat: Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi-Test Edilmesi-, SPK Yayın No: 86, Ağustos 1997, S. 12

³⁰⁶ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 182

³⁰⁷ KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., S 95

- i. Piyasaya çok sayıda katılan vardır ve bunlardan hiçbiri piyasayı etkileyecek bir paya sahip değildir.
- ii. Menkul kıymetlerle ilgili bilgiler oldukça düşük bir maliyetle sağlanabilir, ekonomik, politik ve sosyal yapıdaki değişiklikler piyasaya derhal yayılır.
- iii. Piyasalarda likidite yüksek, alım satım giderleri düşüktür, böylece menkul kıymet fiyatları genel değişmelere kolayca uyum sağlayabilirler.
- iv. Piyasaların kurumsal yapısı çok gelişmiştir ve düzenleyici mevzuat piyasaların istikrarlı çalışmasını sağlamaktadır.

Etkin pazar hipotezinin geçerli olabilmesi için gerekli olan beş varsayım aynı zamanda modern portföy teorisinin ve onun bir türevi olan finansal varlık fiyatlama modelinin de temel varsayımlarıdır. Bunlar.³⁰⁸

- Yatırımcıların temel amacı nihai zenginliğin faydasını maksimize etmektir.
- Yatırımcıların risk ve getiri temeline dayalı seçimler yaparlar.
- Yatırımcıların risk ve getiri beklentileri homojendir.
- Yatırımcılar birbirinin aynı zamanda ufkuna sahiptir.
- Bilgi serbestçe elde edilebilir.

4.4.4.1 Etkinlik Araştırmaları

Görünürde gayet basit olan etkin pazar hipotezinin doğru olması halinde yatırım analizi konusunda çok önemli olacağını düşünen araştırmacılar 1900'li yıllardan başlayarak pazar etkinliği üzerine pek çok araştırma yapmışlardır. Bu araştırmalar içinde Fama'nın araştırması özel bir yere sahiptir. Ünlü araştırmasında Fama pazarı etkinlik bakımından üçe ayırır.³⁰⁹

- i. Zayıf tip etkinlik,
- ii. Yanılgüçlü tip etkinlik,
- iii. Güçlü tip etkinlik.

³⁰⁸ KOCAMAN, Berna: A.g.e., S. 9

³⁰⁹ KOCAMAN, Berna: A.g.e., S. 15

4.4.4.1.1 Zayıf Tip Etkinlik

Zayıf tip etkinlik hipotezi, geçmişe ait tüm bilginin menkul kıymet fiyatına yansımış olduğu, bu nedenle geçmişe ait fiyat hareketlerini inceleyerek belirli dönemsel tekrarları saptamaya çalışmak gibi çabaların, gelecekteki fiyatları belirlemek açısından hiçbir değeri olmadığını ifade eder.³¹⁰

Piyanın zayıf formda etkin olması halinde, hisse senetlerinin geçmiş fiyat ve bilgilerinden yararlanılarak basit bir “satın al ve elde tut” stratejisinden daha fazla kar edilemeyeceği kabul edilmektedir.³¹¹

Şayet zayıf formda piyasa etkinliği geçerliyse, teknik analiz yöntemlerinin geçerliliğinin olmadığı, yatırımcıların bu yöntemlerden yararlanarak piyanın ortalama getirisinin üzerinde bir kazanç elde edemeyecekleri sonucu ortaya çıkacaktır. Bu varsayımın geçerliliğini test etmek için, günlük fiyat hareketleri ya da günlük getiri oranları gibi değişkenlerin oluşturduğu serilerin tesadüfi hareketler izledikleri gibi hipotezler, belirli anlamlılık derecelerinde araştırılmaktadır. Amerikan sermaye piyasaları için yapılan araştırmalar bu varsayımın geçerliliğini doğrulayıcı niteliktedir.³¹²

4.4.4.1.2 Yarı Güçlü Tip Etkinlik

Finansal varlık fiyatlarının her yeni bilgi girişine hızlı bir biçimde uyum sağladığını öngörmektedir. Bu hipotez, zayıf tip hipotezide kapsamaktadır. Çünkü pazarda cereyan eden tüm bilgi kamuya açıktır.³¹³

Burada zayıf etkin piyasa hipotezine göre daha geniş bir bilgi kümesi tanımı mevcuttur. Sözkonusu bilgi kümesi sermaye piyasasına ilişkin yayınlar yapan günlük, haftalık ya da aylık gazete ve dergilerden, yatırım uzmanlarının değerlendirmelerinden ve şirket haberlerinden oluşmaktadır. Hipotez, tanımlanmış olduğumuz bu bilgi setinin yatırımcı

³¹⁰ KIYILAR, Murat: A.g.e., S. 19

³¹¹ FRANCIS, Jack Clark: *Investment: Analysis and Management*, McGraw-Hill Series in Finance, 1972, S. 406

³¹² BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 183

³¹³ KOCAMAN, Berna: A.g.e., S. 18

açısından herhangi bir değeri olmadığını ileri sürmektedir.³¹⁴

Bu varsayım, şayet halka hisse senetleri ile ilgili bir bilgi açıklandığında fiyatlarda süratli ve açıklanan bilgiyi değerlendiren bir ayarlama meydana geliyorsa geçerlidir. Bu koşullar altında temel analiz yöntemleri işe yaramaz. Zira fiyatlar zaten temel analize girdi teşkil edebilecek bütün bilgileri yansıtacak düzeyde yani gerçek değere eşit biçimde oluşacaklardır. Piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olması halinde ancak, içerden bilgi edinebilen bazı kişiler kısa dönemli fiyat hareketlerinden yararlanarak diğer yatırımcıların elde edebileceği ortalama piyasa getirisinin üzerinde getiri elde etme imkanı bulabilirler. Temel ve teknik analiz yöntemlerini kullananlar herhangi bir üstünlük sağlayamayacaklardır.³¹⁵

4.4.4.1.3 Güçlü Tip Etkinlik

Kamuya açık veya kişilere özel her türlü bilginin hisse senedi fiyatına yansımış olduğu pazarlar güçlü etkin pazarlar olarak değerlendirilir. Güçlü tip etkinlik testleri kamuya açık olmayan bilgiler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Ancak bu bilgileri tam olarak tanımlamak ya da bu gibi bilgilere erişebilen yatırımcıları tanımlamak ve belirlemek kolay değildir. Bu gruba dahil edilebilecek yatırımcılar şirket içindekilerdir. Bunlar ya şirketin hisselerinin belirli bir yüzdesinden fazlasını elinde bulunduran ortaklar ya da şirket yöneticileridir.³¹⁶

Sonuç olarak, etkin pazarlar teorisini savunanlara göre yatırımcıların pazarı yenme şansı azdır ya da yoktur. Hisse senedi fiyatları uzun dönemde belirli eğilimler taşıyabilir, kısa dönemli fiyat hareketleri rassal oluşmaktadır. Bu durumda, yatırımcıların yapabileceği en iyi şey, herbirinin fiyatı gerçek değerini yansıtan hisse senetleri arasında basit çeşitlendirmeye giderek riski azaltmaya çalışmak ve “satın al ve tut” politikasıyla uzun dönemde kar elde etmeye çalışmaktır. Ancak, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın etkin bir piyasa olduğundan söz etmek henüz mümkün değildir.³¹⁷

³¹⁴ KIYILAR, Murat: A.g.e., SS. 40-41

³¹⁵ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 184

³¹⁶ KIYILAR, Murat: A.g.e., S. 55

³¹⁷ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 184

Uluslararasılaşma, pazarların etkinliğinin artması ve bilgisayarlaşma neticesinde artık modern portföy teorisi aracılığıyla yapılabilecek fazla bir şey kalmadığını düşünmek doğru olmaz. Pazarın etkinliğinin artması sonucunda yatırım uzmanlığı kavramı gerçek anlamını bulurken, arzu edilen rekabetçi ortam da yaratılmaktadır. Şüphesiz rekabet edebilen, başarılı her uzmanın en önemli yardımcısı yine de modern portföy teorisi ve Finansal Varlık Fiyatlama ve Arbitraj Fiyatlama Modeli gibi modeller olmayı sürdürecektir.³¹⁸

4.4.5 FİNANSAL VARLIK FİYATLAMA MODELİ

Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model) CAPM, herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisi ve risk arasında ilişki kuran, bir denge modelidir. Bir menkul kıymetin beklenen getirisinin, o menkul kıymetin sistematik riski ile pozitif ilişkili ve herhangi bir menkul kıymetten beklenen risk priminin de bütün piyasada beklenen risk primine oransal olması gerekir.³¹⁹

CAPM modern portföy teorisinin üzerine inşa edilmiştir. Bu modelde risk ve getiri kavramları etkin pazar hipotezinin varsayımları altında geliştirilmiştir. Model basit, açıklayıcı gücü yüksek ve pratiğe kolayca uygulanabilir bir yapıya sahiptir. 1964 yılında William Sharpe tarafından ilk kez ortaya konan model daha sonra 1965 yılında John Lintner ve 1966 yılında J. Mossin'in teorik katkılarıyla gelişmiştir ve literatürde Sharpe-Lintner-Mossin modeli olarak anılmaktadır. CAPM Markowitz'in etkin sınırının (efficient frontier) bittiği yerde başlamaktadır. Modelde varsayılan yatırımcı Markowitz'in etkin yatırımcısıdır.³²⁰

Modelin gerektirdiği varsayımları şöyle sıralayabiliriz:³²¹

- i. Birinci varsayım, bütün yatırımcılar dönem sonundaki servetlerinden bekledikleri faydayı ençoklaştırmaya çalışmaları ve bütün yatırımcıların riskden kaçınmalarıdır. Aynı

³¹⁸ KOCAMAN, Berna: A.g.e., S. 42

³¹⁹ ÜNVAN, Hayal: *Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Deneme 1978-1986*, SPK Yayınları, No: 11, Ankara 1989, S. 4

³²⁰ KOCAMAN, Berna: A.g.e., S.57

³²¹ ÜNVAN, Hayal: A.g.e., SS. 4-5

beklenen getiriye sahip iki yatırım seçeneği varsa, yatırımcılar getirisinin varyansı küçük olan yatırım seçeneğini tercih edeceklerdir.

ii. İkinci varsayım, bütün yatırımcıların yatırım kararlarını getirilerin olasılık dağılımına dayanarak almalarıdır. Getirilerin olasılık dağılımının da, normal dağılıma yaklaştığı varsayılmıştır. Yatırımcılar bir yatırımın olabilirliğini, bütün yatırım seçeneklerinin beklenen getirisi ve getirilerin varyanslarını gözönünde bulundurarak değerlendirirler. Bütün yatırımcıların bu iki gösterge, beklenen gelir ve varyans hakkında beklentileri homojendir. Çünkü, hepsi hiçbir giderle karşılaşmaksızın tüm bilgileri elde edebilme olanağına sahiptir.

iii. Üçüncü varsayım, piyasada çok sayıda alıcı ve satıcının bulunmasıdır. Bu nedenle, menkul kıymetlerin piyasa fiyatı bireysel davranışlardan etkilenmemektedir.

iv. Dördüncü varsayım, risksiz bir varlığın olmasıdır. Bütün yatırımcılar risksiz faiz oranından borç verebilmekte ve alabilmektedirler. Bu varsayım çalışmanın ileriki bölümünde incelenecek doğrusal bir sermaye piyasası doğrusu üretilmesine olanak sağlamaktadır.

v. Bütün varlıklar pazarlanabilir ve bölünebilir. Bir varlığın herhangi bir parçasını satmak ya da almak olasıdır. Bu varsayım yoluyla çeşitli yatırım seçenekleri kesintisiz bir eğri olarak düşünülebilir.

vi. İşlem giderleri yoktur. Aynı zamanda, gelir, değer artış ve muamele vergilerinin sıfır olduğu varsayılmıştır. Bir menkul kıymetin getirisi, işlem giderlerine ve vergilerine bağlıdır. Bu varsayım bizi, yatırımcıların davranışlarının işlem giderleri ve vergilerden bağımsız olduğu sonucuna götürür.

vii. Her bir yatırımcı için yatırım dönemi aynıdır ve menkul kıymetler aynı dönem süresince elde tutulur.

viii. Yatırımcı, fiyatların düşeceği beklentisi altında, henüz sahip olmadığı menkul kıymetleri satar. Daha sonra satın aldığı menkul kıymetleri teslim ederek işlemi tamamlar.

ix. Getirinin olasılık dağılımı, birleşik normal dağılımdır.

Bu modelin en önemli varsayımı risksiz bir finansal varlığın varlığıdır. Piyasada belli bir getiriye hiç bir risk taşımaksızın yani %100 kesinlikle sağlayacak bir finansal varlık

bulunabilir. Örneğin, devlet tahvillerinin böyle bir finansal varlık olduğunu, hatta bir adım daha ileri giderek, devlet tahvili faiz oranı üzerinden tüm borç verme ve borç alma işlemlerinin, risksiz bir finansal varlıkla yapılacak işlemlere eşdeğer olduğunu kabul etmek mümkündür. Risksiz bir finansal varlığın getirisini ER_F ile gösterecek olursak, risksiz finansal varlıkla riskli finansal varlıktan oluşan bir portföyün beklenen getirisi (22) no'lu eşitlikle ve riski (23) no'lu eşitlikle ifade edilebilir.³²²

$$ER_P = X_F \cdot ER_F + X_i \cdot ER_i \quad (22)$$

$$S_P = (X_F^2 \cdot S_F^2 + X_i^2 \cdot S_i^2 + 2 \cdot X_F \cdot X_i \cdot Cov_{Fi})^{1/2} \quad (23)$$

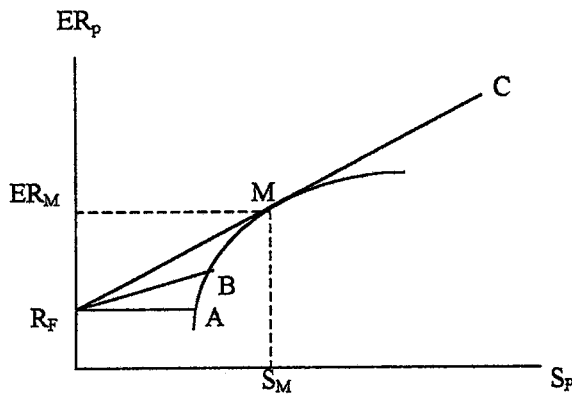
F varlığının getirisi sabit olduğundan; $S_F = 0$ ve $Cov_{Fi} = 0$ olacak , dolayısıyla

$$S_P = X_i S_i$$

haline gelecektir.

Bu bileşimin risk ve getiri ilişkisini, risksiz varlık ile riskli bir portföy arasındaki bir doğru ile göstermek mümkündür:

ŞEKİL-10: Sermaye Piyasası Doğrusu



Kaynak: ÜNVAN, Hayal: Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Deneme, SPK Yayınları No:11, Ankara, 1989, S. 8

³²² BOLAK, Mehmet: A.g.e, SS 205-206

Daha önce de belirtildiği gibi, yatırımcıların risksiz bir varlığın getiri oranına eşit olan, risksiz faiz oranından borç alabilme ve verebilme olanağına sahip oldukları varsayılmıştır. Bir yatırımcı servetinin bir kısmını risksiz bir varlığa yatırırsa yani risksiz faiz oranından borç verirse ve servetinin kalanının riskli varlıklardan oluşan A portföyüne yatırırsa, $R_F A$ doğrusu üzerinde beklenen getiri ve standart sapma ikililerinin elde edilmesi mümkündür. R_A doğrusu üzerinde bulunan bileşimler, A portföyünün altında yer alan etkin sınır üzerindeki riskli portföylerin hepsinden daha üstün olacaktır. Çünkü, aynı risk düzeyinde, içinde varlıkların yanısıra risksiz bir varlık da bulunan bir portföy, sadece riskli menkul kıymetlerden oluşan bir portföyün getirisine göre daha yüksek getiri sağlayacaktır. R_F noktasından çizilen doğrunun, etkin sınıra teğet olduğu noktadaki M portföyü diğer portföylerden üstün olacaktır. Borçlanma olanağı göz önüne alındığında, yatırımcılar risksiz oranından ödünç aldıkları paranın bir kısmını riskli menkul kıymetleri içeren bir portföye yatırabilirler. Borçlanma yoluyla yatırım yapılabilecek portföyler $R_F M$ doğrusunun uzantısı üzerinde yer alacaktır. Bu portföyler, içbükey eğrinin üst kısmında bulunan diğer bütün portföylerden daha üstün olacaktır. Dolayısıyla, aynı risksiz faiz oranından borç verilebilmesi ve alınabilmesi koşulu altında, M portföyü diğer bütün portföylerden üstün olacaktır. Böylece, aynı risksiz faiz oranından borç verilebilmesi ve alınabilmesi varsayımı sonucu, yeni etkin sınır R_F 'den C'ye doğru uzanan bir doğru olacaktır. Bu doğru "Sermaye Piyasa Doğrusu" olarak isimlendirilmektedir ve sermaye piyasası doğrusu ile etkin sınırın birbirine teğet olduğu noktadaki M portföyü piyasa portföyü olarak bilinmektedir. Piyasa portföyü diğer bütün portföylerden üstündür.³²³

Sermaye piyasası doğrusunun denklemi (24) no'lu eşitlikteki gibidir.³²⁴

$$ER_p = R_f + \frac{(ER_m - R_f)}{S_m} * S_p \quad (24)$$

Doğrunun eğimini temsil eden ;

$$\frac{(ER_m - R_f)}{S_m} \quad (25)$$

³²³ ÜNVAN, Hayal: A.g.e., SS. 8-9

³²⁴ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 206

(25) no'lu eşitlik ifadesi, standart sapmadaki, diğer bir deyişle riskteki bir birim artış için ne kadar ek getiri istendiğini, ya da riskteki bir birim azalma için ne kadar getiriden vazgeçilebileceğini gösterir ve “riskin pazar fiyatı” olarak adlandırılır.

Sermaye piyasası doğrusu üzerinde bulunan etkin portföylerin beklenen getiri ve risk ilişkisinin benzeri tek bir menkul kıymet veya etkin olmayan portföyler için de türetilebilir. Sharpe, çeşitlendirilmemiş portföylerin beklenen getirisi ve toplam riski arasında tutarlı bir ilişki bulunmadığını belirtmektedir. Bu çeşit ilişki, anılan portföylerin beklenen getirileri ve sistematik riskler için sözkonusudur.

Beta katsayısının piyasa modelindeki tanımı gereği, i menkul kıymetinin beklenen getirisi;

$$E(R_i) = R_F + \beta_i [E(R_M) - R_F] \quad (26)$$

şeklinde yazılabilir. Bu ilişki, Finansal Varlık Fiyatlama Modeli olarak tanımlanmaktadır.

(i) varlığının beklenen getirisi, risksiz faiz oranı ile risk priminin toplamına eşittir. Risk primi ise, piyasada oluşan risk primi (piyasa portföyünün beklenen getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki fark) ile o varlığın risk derecesini gösteren beta katsayısının çarpımı olarak elde edilmektedir.

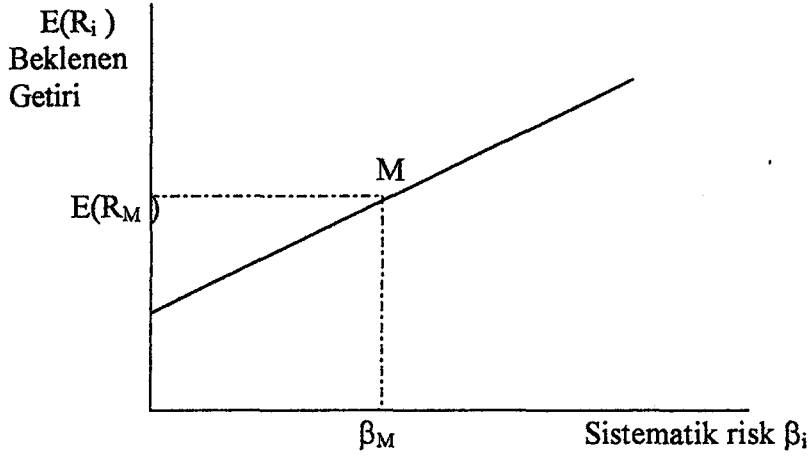
Herhangi bir varlığın beklenen getirisi ve sistematik riski arasındaki pozitif doğrusal ilişki şekil olarak gösterilebilir. Bu ilişkiyi gösteren doğru Menkul Kıymet Piyasası Doğrusu olarak isimlendirilir (Şekil-11).³²⁵

Dengede tüm menkul kıymetler bu doğru üzerinde yer alır. Başka bir deyişle, bir portföye risksiz menkul kıymetlerden, yani devlet tahvili ve hazine bonoları ile yatırım yapma veya borçlanma mümkün olduğunda, portföy optimaldir. Yatırımcı böylece en yüksek farksızlık eğrisine ulaşabilir.³²⁶

³²⁵ ÜNVAN, Hayal: A.g.e., S. 11-13

³²⁶ CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 173

ŞEKİL-11: Menkul Kıymet Piyasası Doğrusu



Kaynak: ÜNVAN, Hayal: Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Deneme 1978-1986, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 11, 1989, S. 13

4.4.6 ARBİTRAJ FİYATLAMA TEORİSİ

Arbitraj Fiyatlama Kuramı, tek fiyat yasasına dayanmaktadır. Başka bir deyişle, modelin esasını aynı malın iki ayrı fiyattan satılamayacağı fikri oluşturur. Arbitraj, çeşitli piyasalardaki fiyat farklarından yararlanmak suretiyle, kıymetli maden, senet ve yabancı para satın alarak ve bunları aynı anda diğer piyasalarda satarak kazanç sağlama işlemini ifade etmek için kullanılmaktadır. Çok yeni olan kuram, arbitraj olanakları nedeni ile hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının tek fiyat şeklinde gerçekleşeceğini savunmaktadır. Başka bir deyişle, bu kurama göre piyasa dengesinin kurulması kolayca gerçekleşebilecektir.³²⁷

İlk kez 1976 yılında Stephen A. Ross tarafından formüle edilen Arbitraj Fiyatlama Teorisi alternatif modeller içinde üzerinde en çok tartışılanıdır. Hem tek dönemli hem de çok dönemli olarak uygulanabilir. Üç temel varsayımı bulunmaktadır:³²⁸

- i. Sermaye Pazarları tam rekabet altındadır.
- ii. Yatırımcılar her zaman belirlilik koşulları altında daha fazla getiriye, daha az getiriye tercih ederler.

³²⁷ CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 179

³²⁸ KOCAMAN, Berna: A.g.e., S. 86

iii. Finansal varlıkların beklenen getirilerinin nasıl gerçekleştiğini ortaya koyan süreç K faktör modeliyle gösterilebilir. Yani sistematik riskin Finansal Varlık Fiyatlama Modeli'nde olduğu gibi tek faktör tarafından temsil edilmek zorunda olmadığı, bunun yerine getirilerin doğrusal K faktörlü bir model tarafından belirlendiğini ifade eder.³²⁹

$$R_{it} = ER_i + b_{i1} \cdot \delta_{1t} + b_{i2} \cdot \delta_{2t} + \dots + b_{ik} \cdot \delta_{kt} + \varepsilon_{it} \quad (27)$$

Formülde;

R_{it} : i varlığının gerçekleşen getirisini, $i = 1, 2, \dots, n$

ER_i : i varlığının beklenen getirisini,

δ_j : Bütün varlıklarda getiriyi etkileyen ortak faktörleri, $j = 1, 2, \dots, n$

b_{ij} : i varlığının j ortak faktörüne duyarlılığını,

ε_{it} : i varlığının sistematik olmayan riski (Bu riskin büyük portföylerde tamamen elimine edilebileceği varsayılmaktadır.)

ifade eder.

Ayrıca,

$$E(\delta_j) = 0 \quad j = 1, 2, \dots, k$$

$$E(\varepsilon_i) = 0 \quad i = 1, 2, \dots, n$$

$$E(\varepsilon_i \varepsilon_h) = 0 \quad i \neq h$$

$$E(\varepsilon_i^2) = S_i^2 < \infty \text{ olduğu varsayılmaktadır.}$$

(27) no'lu eşitliğin ifade ettiği, eğer sistematik olmayan risk çeşitlendirme yoluyla tamamen elimine edilebilirse, dengede sıfır sistematik riske sahip portföyün getirisinin sıfır olacağıdır. Bunun yanısıra görüldüğü gibi her bir varlık her bir faktöre (δ_j) karşı tek duyarlılığa (b_{ij}) sahiptir. Fakat risk faktörleri bütün varlıklar için aynı değere sahiptir. Ross eğer varlık sayısı yeterince fazla olursa beklenen getiri-risk ilişkisinin (28) no'lu eşitlikteki gibi olacağını göstermiştir:

³²⁹ ÖZÇAM, Mustafa: A.g.e., S. 28

$$ER_i = \lambda_0 + \lambda_1.b_{i1} + \lambda_2.b_{i2} + \dots + \lambda_k.b_{ik} \quad (28)$$

Burada;

λ_0 : Sıfır sistematik riske sahip varlığın beklenen getirisini,

λ_j : Dengede j faktörünün prim riskini

ifade etmektedir.

Bu risk getiri ilişkisi arbitraj fiyatlama teorisinin temel çıkarımıdır ve varlıkların beklenen getirilerinin risk faktörüne olan duyarlılık katsayılarına (b_{ij}) ve bu katsayıların risk primlerine (λ_j) bağlı olduğunu ifade etmektedir. (Risk primlerinin her varlık için ortak, yani sabit olduğu varsayılmaktadır.) Nihai olarak arbitraj fiyatlama teorisinin ortaya koyduğu ilişkiler çerçevesinde varlık fiyatlarının piyasada arbitraja imkan vermeyecek şekilde dengede olacağını ifade eder. İsmindeki “arbitraj” kelimesi bundan kaynaklanmaktadır.³³⁰

³³⁰ ÖZÇAM, Mustafa: A.g.e., SS. 28-29

4.5 PORTFÖY YÖNETİMİ TEKNİK VE STRATEJİLERİNİN YATIRIM FONLARINDA İNCELENMESİ

Yatırım fonları portföy yönetimi, çalışmanın bu bölümünde anlatılan genel portföy yönetimi stratejilerinden yine çalışmada yeri geldiğinde belirtildiği üzere bazı değişiklikler gösterir. Bunun en önemli nedenlerinden biri, portföylerin mevzuat gereği uyması gereken belirli bir takım ilkelerin bulunmasıdır. Bunun en önemli göstergesi, değişim sonrası fonların isimlerinden de anlaşılabileceği üzere portföyün oluşacağı menkul kıymet türlerinin belirlenmesidir. Bir yatırım fonu portföyü oluşturulurken öncelikle yatırım fonunun çeşidine göre mevzuatta belirtilen oranlara uygun olarak hisse senedi, sabit getirili menkul kıymet, repo ve nakit oranları gibi portföyü oluşturacak yatırım araçları ve toplam portföy içindeki oranları belirlenir. Bu oranlar belirlendikten sonra, hisse senetlerinin ve sabit getirili menkul kıymetlerin neler olacağı saptanır. Ayrıca katılma belgeleride, yatırım fonlarının en önemli ve portföy yönetiminde en etkili unsurlarından biridir. Yatırım fonlarında portföy büyüklüğünün tedavülde bulunan katılma belgesi sayısına bağlı olması ve bu tutarın her gün değişebilme olasılığı, yatırım fonları portföy yönetiminde bazı klasik portföy yönetim metodlarının kullanılmasının imkansız kılar. Ayrıca gene katılma belgelerinin her an geri dönme olasılığı, belirli bir miktar likiditeyi gerekli kılar.

Çalışmanın bu kısmında yukarıda belirtilen esaslar doğrultusunda, portföy yönetimi stratejileri, yatırım fonlarında uygulanabilirlikleri ve bunların yatırım fonlarında uygulama şekilleri üzerinde durulacaktır. Portföy yönetiminin temel esasları olan tahvil ve hisse senedi portföyü yönetimi, önemi itibarıyla ağırlıklı olarak ele alınacağından yatırım fonları portföy yönetiminde de ağırlık “Hisse Senedi Yatırım Fonu” ve “Tahvil ve Bono Yatırım Fonu”nda olacaktır.

4.5.1 SATIN AL VE ELDE TUT STRATEJİSİ

Tahvil yatırımlarında izlenen en basit stratejidir. Adından da anlaşılacağı gibi, tahviller satın alınır ve vadeye kadar elde tutulur. Yatırımcı, başlangıçta kupon faiz oranı, vade,

kalite, geri ödeme, geri çağırma vb. gibi koşullar bakımından tercihine uygun tahvilleri seçmeye çalışır.³³¹

Stratejide amaç, yatırım yapılan kıymetlerin elde tutma sürelerinin istenene eşit olmasıdır. Yatırım yapıldıktan sonra bu sürenin sonuna kadar portföyde bir değişiklik yapılmaması nedeniyle pasif bir portföy yönetim stratejisidir. Katılma belgelerinin vadesinin olmaması, bu nedenle de katılma belgelerini alanların ellerindeki belgelerini her an paraya çevirebilme olasılığı nedeniyle bir pasif tahvil yatırım stratejisi olmasına rağmen yatırım fonları için uygun bir strateji değildir.³³²

4.5.2 ENDEKS İÇERİKLİ FON STRATEJİSİ

Sabit getirili menkul kıymetler ve hisse senetlerine yapılan yatırımlarda uygulanan bir stratejidir.

Tahvil portföyü oluşturmada yarı pasif bir yatırım stratejisi olarak kabul edilmektedir. Amaç piyasadaki tahvillerin bir tür ortalaması olan belirli tahvil indekslerini izleyerek onların verimine benzer verim elde etmektir. Ancak ülkemizde tahvil piyasası yeterince gelişmediği için bu tür endeksler yoktur. Piyasada uygun getiri sağlamak ya da bilinen özellikte bir riske sahip olmak isteyen yatırımcılara uygun bir yöntemdir.³³³

Hisse senedi açısından baktığımızda, en basit pasif yatırım stratejisi endeks fonlardır. Bu stratejide hisse senedi kapsamında bulunan hisse senetlerine endeks içindeki ağırlıkları oranında yatırım yapılır. Endeks bileşiminde bir değişiklik yapılmadıkça portföyde herhangi bir değişiklik yapılmaz. Bütün fonlar yayınlanan S&P 500'dür. İlk defa ABD'de 1970 yılında uygulaması başlamıştır. Bu strateji piyasanın etkin olduğu ve uzun dönemde endeks üzerinde bir kazanç elde edilemeyeceği varsayımına dayanır. Pasif yönetimin savunucularına göre eğer pazar gerçekten etkinse, bir menkul kıymetin en iyi tahmin edilen fiyatı yine kendi fiyatıdır. Hisse senedi seçmenin hiçbir anlamı yoktur. En iyisi

³³¹ TECER, Meral: *Tahvil Yatırımları Yönetimi*, Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları, No:233, Ankara 1989, S. 136

³³² ERTAŞ, Vahdetin: "Yatırım Fonları", A.g.e.

³³³ KARAN, Mehmet Baha: A.g.e., S. 22

çeşitlendirme sağlayarak firma riskini ortadan kaldıran endeks fondur.³³⁴

Geri dönüşü belirli koşullara bağlanan yatırım fonlarında piyasanın etkin olması koşuluyla uygulanabilecek bir stratejidir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" Seri VII, No:10'da endeks fon tanımlanmış ancak uygulama ilkeleri belirtilmemiştir. Halen Türkiye'de endeks fon bulunmadığından gerçek anlamda uygulanmamaktadır, ancak tahvil yönetim stratejisi olarak genel tahvil yönetiminde kullanılır.³³⁵

4.5.3 GÖRELİ GÜÇ STRATEJİSİ

Görelî güç stratejisinin temel ilkesi, belirli piyasa koşulları altında bazı hisse senetlerinin diğerlerinden daha iyi performans göstereceği ve bu durumun uzun dönemler boyunca büyük ölçüde değişmeden süreceğidir. Bu teknik, tek tek ortaklıkların ya da endüstrilerin hisse senetleriyle, hisse senetleri ve tahvillerden oluşan portföylerde kullanılır.

Hisse senetleri için uygulandığında, analist dönemler boyunca hisse senetlerinin getirisine, tüm piyasanın getirisine, o endüstriyi oluşturan tüm ortaklıkların hisse senetlerinin getirisini tüm piyasanın getirisine oranlar. Daha sonra bu oranlar görelî güçleri görebilmek amacıyla grafik üzerine işaretlenir. Görelî güç yaklaşımını kullanan yöneticiler iyi piyasa koşullarında (yükselen piyasa) en büyük görelî güce sahip hisse senetlerinin ve endüstrilerinin kötü piyasa koşullarında (düşen piyasa) en güçsüzler olarak ortaya çıktıklarını gözlemlemişlerdir.³³⁶

Bu yaklaşım portföylere uygulandığında, piyasa yükselmekte ise portföyün daha büyük kısmı, piyasa düşmekte ise daha büyük kısmı hisse senetlerine ayrılır; yani mevcut piyasa koşullarında görelî gücü yüksek olan menkul kıymet türüne ağırlık verilir.³³⁷

Bir teknik analiz yöntemi olarak da tanımlayabileceğimiz görelî güç stratejisi, yatırım fonlarının belirli türlerine uygun bir stratejidir. Türkiye'de kurulan karma ve değişken

³³⁴ KARAN, Mehmet Baha: A.g.e., S. 55

³³⁵ ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları", A.g.e.

³³⁶ KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., S. 93

³³⁷ KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., S. 93

fonlar bu stratejiye uygun fonlardır. Belirli bir endüstrinin menkul kıymetlerine yatırım yapılması ve portföyün en az %51'inin o sektörün menkul kıymetlerinden oluşması durumunda kurulabilen sektör fonları da bu stratejiyle yönetilebilir.

4.5.4 MALİYET ORTALAMA STRATEJİSİ

Yatırımcı tarafından belirlenen aralıklarla (aylık, üç aylık, yıllık gibi) piyasanın durumuna ve hisse senetlerine bakılmaksızın hisse senetlerine uzun bir süre boyunca hep aynı miktarda para yatırma esasına dayanır.³³⁸

Yöntem ne alınması değil, ne zaman alınması gerektiği sorusuna cevap vermektedir.³³⁹

Uzun dönemli bir yatırım stratejisi olan bu yöntemde satın alınan hisse senetlerinin ortalama maliyetlerinden daha yüksek bir fiyatla satılabileceği varsayımına dayanılmaktadır. Bu yöntemde yatırım vadesi boyunca aynı hisse senedinden alınabileceği gibi portföye değişik hisse senetleri de dahil edilebilir. Yükselen bir piyasada satın alınan hisse senetlerinin ortalama maliyetinin piyasa fiyatından düşük olması, taksitli alım gibi küçük meblağlarla büyük bir portföye sahip olma imkanı sağlayarak ortalama maliyetin düşmesine imkan sağlaması bu stratejinin avantajları olarak kabul edilmektedir.³⁴⁰

Bu stratejiyi aşağıda belirtilen sayısal örnekle inceleyebiliriz.³⁴¹

Maliyet ortalama stratejisini uygulayan bir yatırımcının fiyatların dalgalandığı 4 dönemde de 100.000.000,- TL tutarında A senedi aldığını varsayalım. Yatırımcının 4'üncü dönem sonunda portföyünün piyasa değeri ve A hisse senedinin kendisine ortalama maliyeti şöyle hesaplanır:

³³⁸ TEVFIK, Gürman: A.g.e., S. 74

³³⁹ CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 238

³⁴⁰ ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları",A.g.e

³⁴¹ KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., S. 130

s	A Hisse senedinin Piyasa Fiyatı (TL)	Alınan Hisse Sayısı	Yatırım Tutarı (TL)
1	2.500.000,-	40	100.000.000,-
2	1.250.000,-	80	100.000.000,-
3	4.000.000,-	25	100.000.000,-
4	2.500.000,-	40	100.000.000,-
	TOPLAM	185	400.000.000,-

Portföyün dönem sonu değeri: $185 \times 2.500.000,- = 462.000.000,-$ TL

Ortalama piyasa fiyatı = $(2.500.000 + 1.250.000 + 4.000.000,- + 2.500.000,-) / 4$
 $= 2.562.500,-$ TL

A hisse senedinin ortalama maliyeti = $400.000.000,- / 185 = 2.162.162,-$ TL

Bu stratejinin uygulanması düzenli olarak nakit girişi gerektirdiğinden ancak istikrarlı olarak büyüyen yatırım fonları tarafından kullanılabilir, hisse senedi yatırım fonlarının bir çeşidi olan büyüme fonları (growth funds) bu stratejiyle yönetilebilir.³⁴²

4.5.5 SABİT PARA MİKTARI STRATEJİSİ

Bu strateji, portföyün belirli bir kısmının sabit getirili menkul kıymetlere yatırılması ya da nakit olarak tutulmasını öngörür. Portföyün hisse senetlerine ayrılan ve piyasadaki fiyat dalgalanmalarından daha çok etkilenen bölümünün değerinin sabit tutulmasıyla sabit değer planı yapılır.³⁴³

Bu stratejide yatırımcı sahip olduğu portföyün değer olarak bir kısmını hisse senetlerine, diğer kısmını da sabit getirili menkul kıymetlere ayırmalı veya nakit olarak tutmalıdır. Hisse senetleri fiyatları yükseldiğinde hisse senetlerinin değer artışından kazandığı tutarı nakte çevirmeli ya da sabit getirili menkul kıymetlere yöneltmelidir. Hisse senetleri fiyatları düştüğünde ise hisse senetlerinin değer azalışından kaybettiği tutar kadar nakitle yeni hisse senedi almalı ya da sahip olduğu aynı tutardaki menkul kıymetleri satarak hisse senedi almalıdır. Böylece otomatik olarak fiyatlar düştüğünde daha fazla hisse senedi alacak, fiyatlar yükseldiğinde ise daha az hisse senedine sahip olacaktır.³⁴⁴

³⁴² ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları", A.g.e.

³⁴³ KARAŞİN, Gültekin: A.g.e., S. 131

³⁴⁴ KARAN, Mehmet Baha: A.g.e., S. 61

Yatırım fonlarında portföy büyüklüğü tedavülde bulunan katılma belgelerinin sayısına bağlı olduğundan ve bu tutarın her gün değişebilme olasılığı nedeniyle bu hisse senedi portföy stratejisinin yatırım fonlarında uygulanması zordur.³⁴⁵

4.5.6 DEĞİŞKEN ORAN STRATEJİSİ

Bir karma portföy yönetim stratejisi olan değişken oran stratejisinde, portföy içindeki hisse senetlerinin değeri arttıkça, hisse senetleri oranı portföy içindeki sabit getirili menkul kıymetlerin oranının altına düşürülür; hisse senetlerinin değeri düştükçe, hisse senetlerinin portföy içindeki sabit getirili menkul kıymetlere oranı yükseltilir. Böylece hisse senetleri fiyatları yükseldikçe sabit getirili menkul kıymetler satın alınmakta, hisse senetleri fiyatları düştükçe de hisse senetleri satın alınmaktadır.

Değişken oran stratejisi, hisse senetleri piyasasında fiyatların belli bir ortalama dolayında iniş ve çıkışlar gösterdiği durumlarda Bölüm 4.5.7.'de incelediğimiz diğer oran stratejisi olan sabit oran stratejisinden daha başarılı sonuçlar alınmasını sağlar.³⁴⁶

Değişken oran stratejisi, Türkiye’de mevzuat gereği karma ve değişken yatırım fonlarında uygulanabilecek bir stratejidir; orandaki esneklik dolayısıyla bu strateji “Hisse Senedi” ve “Tahvil ve Bono” yatırım fonlarına uygulanamaz.

4.5.7 SABİT ORAN STRATEJİSİ

Sabit oran stratejisinde, portföyün hisse senetlerinden oluşan kısmının, sabit getirili menkul kıymetlerden oluşan kısmına oranı sabit tutulur. Böylece yatırımcı hisse senedi fiyatları yükseldiğinde hisse senetlerini satmaya, hisse senetleri fiyatları düştüğünde ise hisse senetlerini satın almaya zorlanmaktadır.³⁴⁷

Sabit oran stratejisi, piyasanın yükseldiği ya da düştüğü zamanlarda yüksek getiri sağlar, çünkü sabit oran, piyasanın yükseldiği dönemde yatırımcının daha büyük yatırıma, piyasanın düştüğü dönemlerde ise daha küçük yatırıma sahip olmasına yol açmaktadır.

³⁴⁵ ERTAŞ, Vahdettin: “Yatırım Fonları”, A.g.e.

³⁴⁶ KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., S. 134

³⁴⁷ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 232

Bu stratejiyi sayısal olarak aşağıdaki gibi örnekleyebiliriz:³⁴⁸

200.000,- TL'sı olan bir yatırımcı bu fonu eşit portföylere bölmüştür.

Hisse senetleri portföyünün değeri / Tahviller portföyünün değeri = 1,00

Hisse senetleri portföyünün değerinin tahviller portföyünün değerine oranı 1,00 +/- %10 farklılaştığında portföyler yeniden değerlendirilecektir.

Hisse senetleri fiyat endeksinin aşağıda verilen değerleri karşısında, sabit oran planı ile maliyet ortalama stratejisinin karşılaştırılması Tablo-XXIII'de verilmiştir:

Tablo-XXIII: Sabit Oran Planı ile Maliyet Ortalama Stratejisinin Karşılaştırılması

Sabit Oran Planı						
İndeks Değerleri	Maliyet Ortalama Stratejisi	Tahvil Portföy Değeri (1)	Hisse Senedi Değeri (2)	Portföyün Toplam Değeri (1)+(2)	Oran (2) / (1)	Portföyde Bulunan Hisse Sayısı
25,00	200.000,-	100.000,-	100.000,-	200.000,-	1,00	40
23,00	184.000,-	100.000,-	92.000,-	192.000,-	0,92	40
22,50	180.000,-	100.000,-	90.000,-	190.000,-	0,90	40
22,50	180.000,-	95.000,-	95.000,-	190.000,-	1,00	42,22 (a)
20,25	162.000,-	95.000,-	85.400,-	180.400,-	0,90	42,22
20,25	162.000,-	90.200,-	90.200,-	180.400,-	1,00	44,59 (b)
22,30	178.000,-	90.200,-	99.400,-	189.600,-	1,10	44,59
22,30	178.000,-	94.800,-	94.800,-	189.600,-	1,00	42,53 (c)
24,50	196.000,-	94.800,-	104.200,-	199.000,-	1,10	42,53
24,50	196.000,-	99.500,-	99.500,-	199.000,-	1,00	40,61 (d)
27,00	216.000,-	99.500,-	109.700,-	209.200,-	1,10	40,61
27,00	216.000,-	104.600,-	104.600,-	209.200,-	1,00	38,72 (e)
28,80	230.000,-	104.600,-	111.500,-	216.100,-	1,07	38,72
25,00	200.000,-	104.600,-	96.800,-	201.400,-	0,93	38,72

(a) 2.250,- TL birim fiyatla 2,22 hisse alınmıştır.

(b) 2.025,- TL birim fiyatla 2,32 hisse alınmıştır.

(c) 2.230,- TL birim fiyatla 2,06 hisse satılmıştır.

(d) 2.450,- TL birim fiyatla 1,92 hisse satılmıştır.

(e) 2.700,- TL birim fiyatla 1,09 hisse satılmıştır.

³⁴⁸ KARAŞIN, Gültekin: Ag.e., S. 133

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliği'de bir anlamda oran stratejisini benimsemiştir. Örnek olarak hisse senedi fonlarının portföylerinin en az %51'ini devamlı olarak hisse senedine yatırmaları, tahvil ve bono fonlarının yine portföylerinin en az %51'ini tahvil ve bonolara yatırması gerekmektedir.³⁴⁹ Yani genel anlamda hisse senedi ve tahvil ve bono yatırım fonları bu stratejiyi izlemek zorundadır.

4.5.8 BASAMAKLI VADE (LADDERED) STRATEJİSİ

Bir aktif tahvil yatırım stratejisi olan basamaklı vade yaklaşımında, portföyü elde tutma dönemine kadar bütün vadelerde (örneğin 1 yıldan 5 yıla kadar düzenli aralıklarla) itfa edilecek tahvilleri kapsayacak şekilde bölümlere ayırır.³⁵⁰

Yani bu yaklaşımda fonlar 1 yıldan 5 yıla kadar vadeli tahvillere bir merdivenin eşit basamakları gibi eşit miktarlarda ya da oranlarla dağıtılırlar. Başlıca avantajı yönetimin kolay oluşudur. Her yılın sonunda vadesi dolan kısa vadeli tahvillerden geri alınan paralar uzun vadeli tahvillere yatırılır. Böylece, çok az işlem gideri karşılığında portföyün aynı vade yapısı korunur. Ancak portföyün vade birleşiminin değiştirilmesi güçtür.³⁵¹ Piyasa şartlarına göre portföyün yapısının değiştirilmesindeki zorluk yüzünden sürekli likidite ihtiyacı olan ve piyasa şartlarına göre portföy yapısını değiştirmekle yükümlü profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen yatırım fonlarında bu stratejinin kullanılması uygun değildir.

4.5.9 PİYASA ZAMANLAMA STRATEJİSİ

Piyasa zamanlama stratejisi (market timing strategy), tahvil portföylerinin yönetimindeki en yaygın aktif stratejidir. Bu strateji faiz oranlarının tahmin edilmesi üzerine kurulu olup, faiz oranlarını etkileyen ekonomik ve parasal olayların yakından izlenmesinin yanı sıra tahvilin kalitesinin ve sektör seçiminin de faiz oranlarındaki değişme beklentileriyle uyumlu olmasını gerektirir.³⁵²

³⁴⁹ ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları", A.g.e.

³⁵⁰ KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., S. 63

³⁵¹ TECER, Meral: A.g.e., SS. 137-138

³⁵² KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., S. 62

Faiz oranlarındaki değişmeler, makro göstergelere bağlı olup ekonominin de bir göstergedir. Yatırım fonları da ülke ekonomisi ve dolayısıyla makro göstergelere bağlı olarak yönetilmek durumundadır. Piyasa zamanlama stratejisi, en uygun vadeli, en az riskle en fazla getiriye sağlayacak tahvillerin belirlenmesinde ilk basamak olarak düşünölebilir. Mevzuata göre Türkiye’de kurulan Tahvil ve Bono Yatırım Fonları’nın fon portfölerinin en az %51’ini kamu veya özel sektör borçlanma senetlerine yatırdıklarından bu tip fonlarda piyasa zamanlama stratejisi diğer fonlara oranla daha çok kullanım alanı bulur.

4.5.10 ANALİZ YÖNTEMLERİNE DAYANAN STRATEJİLER

Bilindięi gibi bazı yatırımcılar, yatırım yaparken veya portföy yönetirken temel ve teknik analiz yöntemlerini kullanmaktadırlar. Kantitatif analiz yöntemleri matematik ve istatistiğe dayalı tekniklerle hangi kıymete ne oranda yatırım yapılacağını belirleyen yöntemlerdir. Bu teknikte varlıkların tek tek performansı ile tüm portföyün ve ayrıca diğer yatırım araçlarının getirisi karşılaştırılır.

4.5.10.1 Temel Analiz

Temel analizciler, satın almayı düşündükleri işletmelerin menkul kıymetlerinin gerçek değerini hesaplayıp, piyasada oluşan fiyatlarla karşılaştırmaktadırlar. Elde edilen sonuca göre, alım-satım kararı vermektedirler. Bilindięi gibi, bir işletmenin menkul kıymetlerinin gerçek değeri, mali tablolarından, gelecekteki kar ve temettü rakamlarıyla, çeşitli risklerinin yorumlanmasından elde edilir.³⁵³

Bir çeşit hisse senedi değerleme yöntemi olarak nitelendirebileceğimiz temel analiz yönteminde genel olarak üç çeşit analiz yöntemi sözkonusudur:

- i. Ekonominin Analizi,
- ii. Endüstri Analizi,
- iii. Firma Analizi.

³⁵³ CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 241

4.5.10.1.1 Ekonominin Analizi

Bir firmanın hisse senetlerinin değerini etkileyen faktörlerden birincisi, genel ekonominin durumuyla ilgilidir. Firmalar içinde bulundukları ekonominin dalgalanmalarından kendilerini soyutlayamayacaklarından ekonominin durumundan hangi yönde ve ne derecede etkileneceklerinin analiz edilmesi gereklidir.³⁵⁴

Ekonomik durumlarla ilgili olarak şu göstergeler ve bunlardaki değişimler fikir verebilir:

- i. Gayri safi milli hasıla,
- ii. Kişi başına harcanabilir gelir,
- iii. Para arzı,
- iv. Faiz oranları,
- v. Dış ticaret ve ödemeler dengesi açığı,
- vi. Kamu kesimi harcamaları,
- vii. Enflasyon,
- viii. İşsizlik,
- ix. Sabit yatırım harcamaları,
- x. İnşaat endüstrisindeki gelişmeler,
- xi. Para ve maliyet politikaları.

Yukarıda belirtilen ekonomik veriler yorumlanarak ekonominin genişleme ya da daralma dönemlerine girişe ait göstergeler elde edilerek firma faaliyetleri üzerinde yapacağı etkiler araştırılır.³⁵⁵

4.5.10.1.2 Endüstri Analizi

Genel ekonomik faktörler kadar, şirketlerin faaliyette bulunduğu sektörün konjonktüre karşı duyarlılığı da önemlidir. Ekonominin geneli durgunluk içindeyken, belli bir sektör canlılığı koruyor olabilir. Ya da aksine, genel ekonomi canlı iken bazı sektörler

³⁵⁴ AKSOY, Ahmet: *Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi*, Yayınevi belirtilmemiş, Ankara, 1987, S. 142

³⁵⁵ KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., S. 4

kendilerine ait sebeplerle durgunluk veya doygunluk içinde bulunabilir.³⁵⁶

Endüstriler, benzer ürünler üreten, benzer üretim teknolojileri kullanan, aynı piyasaya birbirini teknik olarak ikame eden ürünler arz eden, benzer girdiler kullanan, görece olarak büyük sermaye ve işgücüne sahip üretici ya da ticari birimlerdir.³⁵⁷

Bazı endüstriler, konjonktürel dalgalanmalardan bağımsız olarak sürekli gelişme içinde (bilgisayar, elektronik), bazıları kararlı bir dengede (gıda) bulunurken, bazıları da ekonominin gelişme döneminde kar, durgunluk dönemlerinde ise zarar ederler. İlgilenilen endüstrinin bu endüstrilerden hangisine dahil olduğunu bilmek, ekonominin gidişatı hakkındaki tahminlerini yapmış olan yatırımcı için yararlı olacaktır.

Endüstrilerin bazıları kuruluş ve tanınma aşamasında, bazıları büyüme ve gelişme aşamasında, bazıları ise olgunluk ve doyuma ulaşma aşamasındadır. Endüstrinin hayat evreleri olarak adlandırılan bu üç aşamada, koşullar ve yatırım stratejilerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:³⁵⁸

- i. Kuruluş ve Tanınma Aşaması: Kuruluş aşamasında ürünler yeni yeni tanınmakta, yeterli talep bulunmamaktadır. Ürünün tanınmaya başlamasıyla talep artar ve yeni firmalar rekabete katılır. Bu aşamada endüstrinin ne yönde gelişme göstereceğini ya da rekabet halindeki firmaların ne yönde gelişme göstereceğini kestirmek güç olduğundan, bu endüstrideki şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmak oldukça risklidir.
- ii. Büyüme ve Gelişme Aşaması: Büyüme ve gelişme aşamasında, mali yapıları, yönetimleri ve pazarlama organizasyonu daha güçlü olan işletmeler piyasaya hakim olur. Bunların arasındaki rekabet kalitenin yükselmesine, fiyatların düşmesine yol açabilir. Endüstrinin gelişme aşaması uzun yıllar sürebilir ve bu aşamada endüstrideki işletmelerin hisse senetleri arzulanır yatırımlar niteliğindedir.

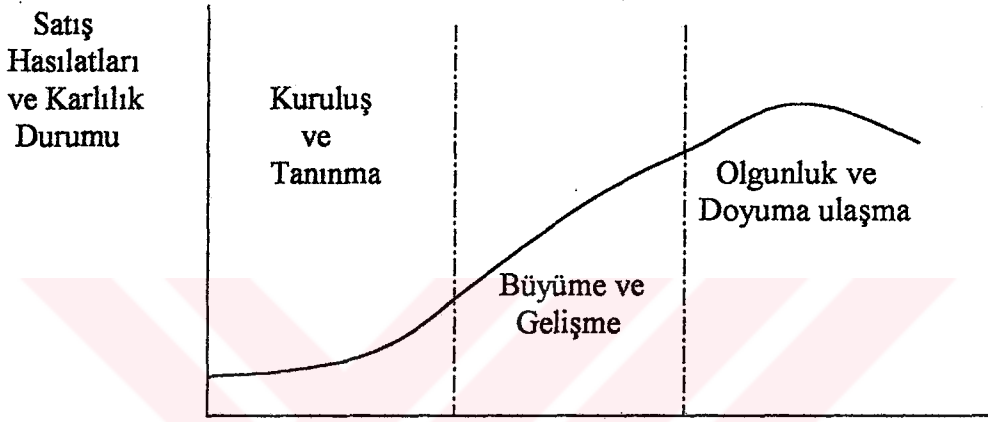
³⁵⁶ KARSILI, Muharrem: A.g.e., S. 432

³⁵⁷ KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., S. 8

³⁵⁸ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 154

iii. Olgunluk ve Doyuma Ulaşma Aşaması: Olgunluk ve doyuma ulaşma aşamasında büyüme artık durur, satışlar diğer endüstrilere ya da ekonominin geneline oranla daha yavaş artar. Bu aşamada, işletmeler yeni ürün ya da teknolojilere yönelip kendilerini yenileyemedikleri takdirde çöküş ve gerileme aşamasına girerler. Bu nedenle bu aşamadaki endüstrilere dahil işletmelerin hisse senetleri artık arzulanır yatırımlar değildir.

ŞEKİL-12: Endüstri Hayat Eğrisi



Kaynak: BOLAK, Mehmet: Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, 2. Bası, Beta Basım Yayın, İstanbul, 1994, S. 154

Amaç, büyüyen ve gelişme aşamasındaki endüstrilere yatırım yapmak olarak belirlendikten sonra, analistin endüstri analizinde dikkate alacağı anahtar özellikler şunlardır:³⁵⁹

- i. Geçmiş dönemlerdeki satış hasılatı ve karlar,
- ii. Süreklilik,
- iii. Rekabet koşulları,
- iv. İşgücü durumu,
- v. Hükümet politikaları,
- vi. O endüstriye dahil ortaklıkların hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının endüstrinin kazançlarına oranı.

³⁵⁹ KARAŞIN, Gültekin: A.g.e., S. 11

4.5.10.1.3 Firma Analizi

Analizci, genel ekonomik durum ile endüstrinin durumunu inceledikten ve karşılıklı ilişkilerini analiz ettikten sonra değerlendireceği hisse senetlerinin ait olduğu firmanın analizini yapacaktır. Bazı firmaların faaliyetleri birden fazla değişik türdeki endüstrilerde olup, bu tür firmalar kendi içerisinde çeşitlendirme yaptıklarından analizleri daha güç olmaktadır.

Firma analizi ile kuruluşun faaliyet gösterdiği endüstri içindeki yeri ele alınarak, firmayla ilgili tüm bilgilerin değerlendirilmesine çalışılır. Firma ile ilgili bilgiler ve analizleri şunlardır:³⁶⁰

- i. Firma karının incelenmesi,
- ii. Firmanın finansal durumunun incelenmesi,
- iii. Çalışma etkinliğinin incelenmesi,
- iv. Yönetim kadrosunun incelenmesi.

4.5.10.2 Teknik Analiz

Teknik analizde, borsada oluşan fiyatlar esas alınır. Ekonomik verilerden yola çıkılarak fiyatı ya da değeri bulmak yerine, cari ve geçmişteki fiyatlardan hareket ederek gelecekteki fiyatlar tahmine çalışılır. Fiyat hareketleri grafikler haline getirilerek, matematik bir yaklaşımla arz ve talebin yönü belirlenir.³⁶¹

Başka bir deyişle teknik analizciler, geçmişteki piyasa verilerini kullanarak, geleceği tahmin etmeye ve kısa dönem fiyat artışlarından kazanç elde etmeye çalışmaktadırlar.³⁶²

Temel Analiz ana bilgileri verdiği ve uzun vadeli yatırım kararları için vazgeçilmez verileri sağladığı halde, piyasa hareketlerini, makro ve mikro ekonomik faktörlerin dışında kalan psikolojik ve tesadüfi faktörleri ve piyasa mekanizmasının kendi iç dinamiğini içermemektedir. Hesapta olmayan yeni olayları ve bunların sonuçlarını

³⁶⁰ AKSOY, Ahmet: A.g.e., SS. 147-149

³⁶¹ KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 442

³⁶² CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 241

önceden kestirmek mümkün olmadığından ve bu tip olayların daha çok kısa vadeli yatırımcıyı etkimesinden ötürü, kısa vadeli yatırımcı teknik analize daha fazla önem vermektedir. Ayrıca ekonomik faktörlerin yanısıra piyasayı etkileyen psikolojik faktörlerin ne zaman ortaya çıkabileceğini ve fiyatlara yapacağı etkiyi de tam olarak önceden kestirmek mümkün olmamakla beraber, alıcı ve satıcıların geçmişte gösterdikleri tepkilerden hareketle teknik analiz yoluyla önceden kestirmek bir ölçüde mümkün olabilmektedir.³⁶³

Teknik analizin temel varsayımları şunlardır.³⁶⁴

- i. Hisse senetlerinin değeri, tamamen pazar arz ve talebine göre belirlenmektedir.
- ii. Arz ve talebi etkileyen birçok faktör vardır.
- iii. Hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalar, genellikle belirli bir trend şeklinde devam etmektedir.
- iv. Trenddeki değişmelerin nedeni, arz ve talepteki kaymalardır.
- v. Trend, genellikle kendisine ait olan hareketler nedeniyle kesintiye uğrayacaktır.
- vi. Trendin kritik noktalarında hisse senedinin fiyatını hisse senedinin hacmi etkilemektedir.
- vii. Devam eden trendlerdeki değişmeler, arz ve talep arasındaki dengenin bozulduğu şeklinde yorumlanmamalıdır. Bütün değişmeler, pazar tarafından keşfedilecek ve pazar tarafından düzeltilecektir.

Teknik analizde pazarın şartları incelenerek, menkul kıymetlerin zayıflamaya başladığında satılması, pazarın kuvvetlenme işareti verdiği de yatırım yapılmasına çalışılır. Bu inceleme içinde çeşitli analiz araçları kullanılmaktadır. Bunlardan en önemlileri şunlardır.³⁶⁵

³⁶³ KARSILI, Muharrem: A.g.e., S. 442

³⁶⁴ CEYLAN, Ali ;KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 221

³⁶⁵ AKSOY, Ahmet: A.g.e., S. 139

ii. İkincil hareketler: Birincil trendin genel ortalamasından sapmaları düzeltir nitelikteki kısa dönemli (2 haftadan 9 aya kadar) dalgalanmalardır.

iii. Birincil trend: Tüm piyasanın aşağı (bear markets) ya da yukarı (bull market) çekildiği bir kaç yıl sürebilecek uzun dönemli eğilimdir.

Dow teorisi, fiyat ve işlem miktarı hareketlerinin değerlendirilmesiyle trend değişimlerinin önceden tahmin edilebileceğini kabul eder. Dow-Jones Ortalama Endeksleri de bu teoriden hareket eder.³⁶⁸

4.5.10.2.3 Grafikler

Teknik analizde temel araç grafiklerdir. Grafikler geçmiş dönemlere ait fiyat hareketlerinin göze hitap eder hale getirilmesidir. Grafik çizimi için kapanış fiyatı, en düşük, en yüksek fiyatlar, işlem hacmi, işlem miktarı gibi değerler kullanılır. Teknik analistlerin kullanıldığı başlıca üç tür grafik vardır:³⁶⁹

- i. Çizgi grafikler (line chart),
- ii. Çubuk grafikler (bar chart),
- iii. Nokta ve şekil grafikler.

Çizgi ve çubuk grafiklerin ikisinde de yatay eksen zamanı (gün, hafta veya ay), dikey eksen fiyatı gösterir. Çizgi grafiğinde birbirini takip eden dönemlere ait kapanış fiyatları doğru çizgileriyle birleştirilir. Çubuk grafiğinde ise, yüksek ve düşük fiyatları göstermek için dikey çizgiler çizilir. Bu çizgilerin tepesi en yüksek fiyatı, tabanı ise en düşük fiyatı gösterir. Kapanış fiyatı düzeyinde çubuk üzerine yatay küçük bir çizgi çizilir. (Çubuk grafikler, günlük fiyat hareketlerini gösterir. Bu grafikleri çizebilmek için her zaman aralığındaki hisse senedinin açılış ve kapanış fiyatının bilinmesi gerekir.)³⁷⁰

³⁶⁸ KARSLI, Muharrem: A.g.e., S. 444

³⁶⁹ CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 221

³⁷⁰ CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 222

4.6 YATIRIM FONLARINDA PERFORMANS DEĞERLENDİRME

Portföy yönetiminin nihai aşaması, portföy performansının ölçülmesi ve değerlendirilmesidir. Bu şekilde farklı portföy yönetim stratejilerinin mukayesesi yapılabilir ya da yönetilen portföyün, basit “satın al ve tut” politikasına veya pazar portföyüne yapılan yatırıma nazaran avantajlı olup olmadığı değerlendirilebilir. Bu konudaki önemli bir uygulama alanı da, yatırım fonları tarafından yönetilen portföylerin performanslarının değerlendirilmesi ve mukayese edilmesidir. Portföy performansını değerlendirmenin en basit yolu portföyün elde tutma dönemi getirisini pazar portföyünün elde tutma getirisi ile karşılaştırmaktır. Portföyün elde tutma dönemi getirisi (29) no’lu eşitlikle hesaplanabilir.³⁷¹

$$ETDG_p = \frac{(PD_t - PD_{t-1}) + D_t + F_t}{PD_{t-1}} \quad (29)$$

Burada;

PD_t : Dönem sonu portföy değerini,

PD_{t-1} : Dönem başı portföy değerini,

D_t : Dönem içinde alınan kar paylarını,

F_t : Dönem içinde alınan faizleri

ifade etmektedir.

Bu yöntem genellikle dönem içinde nakit girişi ve çıkışı olmayan durağan portföyler için kullanılmaktadır. Ancak yönetilen yatırım fonlarında katılma belgeleri sebebiyle dönem içinde çeşitli tutarlarda nakit girişi ve nakit çıkışı olmaktadır. Bu sorunu çözmek ve portföy performansını daha iyi bir şekilde ölçebilmek için iki ayrı yöntem uygulanmaktadır: Zaman ağırlıklı ve değer ağırlıklı getiri oranı. Yatırım fonlarında portföyün zaman ağırlıklı getiri oranını hesaplamak için tüm portföy piyasadaki katılma belgesi sayısına bölünerek tek bir hissenin zaman boyuncaki getiri oranı bulunur. Değer ağırlıklı getiri oranı yönteminde ise, zaman ağırlıklı getiri oranı yönteminde ihmal edilen

³⁷¹ BOLAK, Mehmet: A.g.e., SS. 233-234

dönem içinde portföye giren veya çıkan fonlar da dikkate alınmaktadır.³⁷²

Ancak portföy performanslarının ölçümünde hem risk ve hemde getiriye hesaba katmak gerekir, fonları sadece sağlamış oldukları getirilere göre değerlendirmek pek anlamlı olmayacaktır. Bu durumda riske karşı düzeltilmiş olan performans ölçütleri kullanılmalıdır.³⁷³

Portföy yöneticilerinin becerilerine dayanarak portföy ölçümünde kullanılan üç tane önemli ölçüt vardır. Bu üç ölçüt de Finansal Varlık Fiyatlama Modeline dayanmaktadır. Sharpe, Treynor ve Jensen olarak bilinen bu ölçütler bazı düzeltmelerle daha da geliştirilmişlerdir. Bu modeller bir ekonometrik model kurularak bir portföyün getirisinin piyasadaki tüm menkul değerlerini temsil eden pazar portföyünün getirisi ile karşılaştırılmaktadır. Tüm menkul değerleri temsil eden pazar portföyü olarak genellikle menkul değerler borsalarına kayıtlı şirket senetleri kullanılmaktadır. Borsa endekslerinin değişimleri bir anlamda borsanın yada pazar portföyünün getirisini vermektedir. İMKB bileşik endeksi de ülkemizde benzer çalışmalarda aynı amaçla kullanılmaktadır.³⁷⁴

Yukarıda da belirtildiği üzere yatırım fonlarına ilişkin çalışmalarda genellikle hisse senedi endeksleri piyasa endeksi olarak kullanılmaktadır. Ancak B tipi fonların portföyleri ağırlıklı olarak hazine bonosu ve tahvillerden oluştuğundan dolayı piyasa endeksi olarak İMKB Bileşik Endeksini kullanmak anlamlı olmamaktadır. Bu yüzden piyasa portföyü olarak çeşitli yatırım alternatiflerinden oluşan eşit ağırlıklı bir sepet oluşturulabilir. Bu sepete altın, ABD doları, Alman Markı, mevduat, hazine bonusu ve İMKB bileşik endeksi dahil edilmelidir ve aritmetik ortalamaları alınmalıdır.³⁷⁵

³⁷² KARAN, Mehmet Baha: A.g.e., S. 65

³⁷³ KIYMAZ, Halil: "Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: B Tipi Fonlar Uygulaması", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Yayın, Sayı: 138, Eylül 1997, S. 28

³⁷⁴ KARAN, Mehmet Baha: A.g.e., S. 68

³⁷⁵ KIYMAZ, Halil: A.g.e., S. 28

4.6.1 SHARPE PERFORMANS ÖLÇÜTÜ

Portföy performanslarını ölçmekte kullanılan çeşitli tek parametrelili risk/getiri ölçütlerinden en çok bilineni Sharpe oranıdır. Risksiz orana göre düzeltilmiş fon getirilerinin, getirilerin standart sapmasına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Sharpe tarafından geliştirilen bu performans ölçütü (30) no'lu eşitlikle formüle edilmiştir.³⁷⁶

$$S_i = (R_i - R_F) / S_p \quad (30)$$

Burada;

S_i : Sharpe performans indeksini,

R_i : Fonun ortalama getirisini,

R_F : Risksiz faiz oranını,

S_p : Fonun getirilerinin standart sapmasını ifade etmektedir.

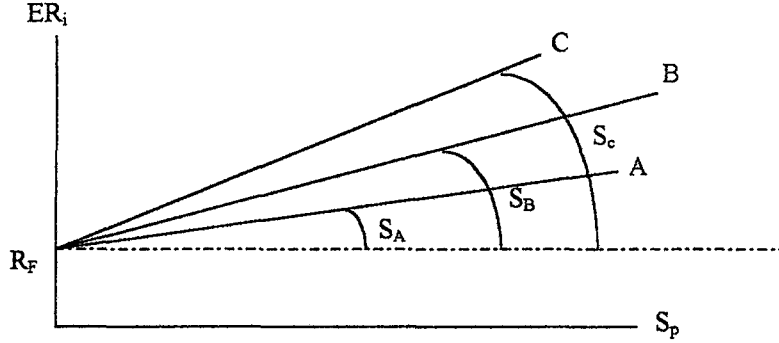
Bu formülü risk priminin toplam riske bölünmesi olarak da ifade edebiliriz. Yani bu performans endeksi esas olarak getiri ve risk tarafından belirlenen bir sayıdır ve birim risk başına elde edilen risksiz getiriden arındırılmış getiriye ifade etmektedir. Buna göre daha yüksek performansa sahip olan veya başka bir deyişle daha yüksek sharpe ölçütüne sahip fonların daha iyi performans gösterdikleri ifade edilebilir.³⁷⁷

Sharpe indeksinin grafik bir açıklaması Şekil-13'de belirtilmiştir.

³⁷⁶ KARAN, Mehmet Baha: A.g.e., SS. 68-69

³⁷⁷ KIYMAZ, Halil: A.g.e., S. 29

ŞEKİL-13: Sharpe indeksinin grafik açıklaması



Kaynak: BOLAK, Mehmet: *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, 2. Bası, Beta Yayınevi, İstanbul, 1994, S. 235

Şekil-13'de görülebileceği gibi, Sharpe indeksi, risk getiri diyagramı üzerinde, risksiz faiz oranını i portföyüne birleştiren doğrunun eğimini göstermektedir. Şekil-13'e göre, C portföyü B'den, B portföyü de A'dan daha iyi performans göstermiştir. Portföylerin farklı ortalama getiri ve riske sahip olmaları, Sharpe indeksi aracılığıyla doğrudan karşılaştırılabilirliklerini engellememektedir.³⁷⁸

4.6.2 TREYNOR PERFORMANS ÖLÇÜTÜ

Jack Treynor'un portföy performanslarını ölçmek için geliştirdiği indeks de temelde Sharpe indeksiyle aynı niteliktedir. Bu indeks çalışmamızın tekli indeks modeli incelenirken belirtilen portföyün karakteristik doğrusu ile ilgili kavramlara dayanmaktadır. Menkul değerlerde olduğu gibi, herhangi bir portföy için de karakteristik doğruyu belirlemek mümkündür. Karakteristik doğrunun eğimi beta katsayısıdır ve beta katsayısı da sistematik risk göstergesidir. Başka bir ifadeyle, beta katsayısı, portföyde yer alan menkul değerlerin basit ağırlıklı ortalamasıdır. Portföyün karakteristik doğrusunun eğimi olan beta, portföy getirilerinin pazara karşı olan değişkenliğinin de göstergesidir. Bu nedenle doğru eğimi ne kadar yüksek olursa, beta o kadar büyük ve portföy o kadar riskli demektir. Fakat bu riskin nisbi olarak ifade edilmesi gerekir. Bu kavramlara

³⁷⁸ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 235

dayanarak Treynor'un performans indeksi (31) no'lu eşitlikle formüle edilebilir:³⁷⁹

$$T_i = (R_i - R_F) / \beta_i \quad (31)$$

Burada,

T_i : Treynor performans indeksini,

R_i : Fonun ortalama getirisini,

R_F : Risksiz faiz oranını,

β_i : Fon'un beta katsayısını

ifade etmektedir.

Bu ölçüt yine bir sayı vermektedir ve birim sistematik risk başına düşen risk primini ifade etmektedir. Bu sayının yüksek olması fon'un iyi performans gösterdiğini ifade etmektedir.³⁸⁰

Sharpe ve Treynor performans ölçütleri ile ilgili olarak Kıymaz'ın İMKB'de yaptığı 1992-1996 dönemlerini kapsayan A ve B tipi yatırım fonlarına ait ölçütler Tablo-XXIV ve Tablo-XXV'de belirtilmiştir. Bu fonların performansları ölçülürken 60 aylık dönemde en az 30 aylık faaliyet süresine sahip olan fonlar değerlendirmeye tabi tutulmuştur. Buna göre 50 B Tipi yatırım fonu sıralamaya tabi tutulmuş olmasına rağmen sadece ilk 20 sırayı alan B Tipi fonlar Tablo-XXIV'de gösterilmiştir.

1992-1996 yılları arasında A tipi yatırım fonlarına uygulanmış performans değerlendirmesi de Tablo-XXV'de verilmiştir.

³⁷⁹ CEYLAN, Ali ;KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 233

³⁸⁰ KIYMAZ, Halil: A.g.e., S. 29

TABLO-XXIV: B Tipi Yatırım Fonları 1992-1996 Performansları

Fon	Ay Sayısı	Aylık Ort. Getiri (%)	Std. Sapma (%)	Beta	Sharpe Ölçütü	Sharpe Sıra	Treynor Ölçütü	Treynor Sıra
ZİRAAT-4	60	6.20	2.60	0.234	0.548	1	0.061	15
ZİR-BAŞAK	60	6.24	2.82	0.156	0.516	2	0.093	9
KOÇBANK-2	39	7.44	4.74	0.541	0.514	3	0.045	24
İŞBANK-6	60	6.15	2.70	0.232	0.508	4	0.059	17
ETİBANK	60	5.94	2.32	0.060	0.498	5	0.192	1
ZİRAAT-2	60	6.23	2.94	0.265	0.492	6	0.055	19
İKTSAT-3	60	6.30	3.18	0.096	0.477	7	0.158	4
YKB-7	60	6.50	3.67	0.347	0.470	8	0.051	21
EMLAK-1	60	5.80	2.27	0.054	0.451	9	0.189	2
YKB-8	60	6.35	3.69	0.323	0.426	10	0.049	22
FINANS-3	60	6.17	3.56	0.307	0.391	11	0.045	23
GARANTİ-1	60	5.96	3.12	0.147	0.377	12	0.080	11
FINANS-3	60	6.14	3.67	0.441	0.370	13	0.031	36
YKB-4	60	6.08	3.65	0.292	0.357	14	0.045	25
KALKINMA-1	60	5.60	2.32	0.080	0.352	15	0.102	6
İKTS ATILIM	60	7.31	7.46	0.667	0.339	16	0.038	27
TEKSTİL-2	36	6.72	5.06	-0.184	0.327	17	-0.090	53
GARANTİ-2	60	5.85	3.29	0.134	0.326	18	0.080	10
DEMİR-2	60	6.09	4.03	0.407	0.324	19	0.032	34
VAKIF-3	60	5.77	3.06	0.105	0.323	20	0.094	8

Kaynak: KIYMAZ, Halil: "Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: B Tipi Fonlar Uygulaması", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 138, Ankara, Eylül 1997, S. 30

Tablo-XXV: A Tipi Fonların 1992-1996 Dönemi Performansları

Fon	Ay sayısı	Ortalama Aylık Getiri (%)	Sharpe Ölçütü	Sharpe Sıra	Treynor Ölçütü	Treynor Sıra
KOÇ-1	42	9.0	0.297	1	0.111	1
GLOBAL	41	8.1	0.226	2	0.072	2
ATA	42	7.9	0.215	3	0.053	5
GARANTİ-5	60	7.2	0.167	4	0.061	3
FİNANS-2	60	6.7	0.127	5	0.056	4
KÖRFEZ-1	39	6.6	0.125	6	0.050	6
TEBİN	39	6.3	0.099	7	0.032	11
FİNANS-4	60	6.1	0.088	8	0.036	10
DIŞ MAVİ	60	6.0	0.086	9	0.045	7
TEKSTİL-3	36	6.2	0.081	10	0.020	16
İKTİSAT-4	60	5.9	0.080	11	0.045	8
CU SİGORTA	37	6.1	0.079	12	0.019	18
DEMİR-1	60	5.8	0.070	13	0.029	13
DIŞ PEMBE	60	5.7	0.066	14	0.029	14
DIŞ BEYAZ	60	5.6	0.061	15	0.026	15
İMKB ENDEKSİ	60	6.3				

Kaynak: KIYMAZ, Halil: "Yatırım Fonları Gerçekten Profesyonellerin Elinde mi?", Dünya Gazetesi, 12.07.1997

4.6.3 JENSEN PERFORMANS ÖLÇÜTÜ

Treynor ve Sharpe'in indeks modelleri portföy risklerine göre nisbi bir performans sıralamasına olanak sağlamaktadır. Michael C. Jensen ise, riski dikkate alarak nisbi performans ölçütü yerine mutlak performans ölçüsü geliştirmeye çalışmıştır. Bir başka deyimle, portföy performansı için bir takım standartlar geliştirmiştir.³⁸¹ Buna göre regresyon eşitliği fonun ve piyasa endeksinin getirileri yerine, risksiz faiz oranı üstündeki getirileri ifade eden (32) no'lu eşitlikte belirtilen risk primi kullanılarak hesaplanmaktadır.³⁸²

$$R_{i,t} - RF_t = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t} - RF) + u_i$$

TC. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

(32)

³⁸¹ CEYLAN, Ali ;KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 235

³⁸² KIYMAZ, Halil: "Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: B Tipi Fonlar Uygulaması", A.g.e., S. 29

Burada;

- $R_{i,t} - RF_t$: Fon'un t dönemindeki risk primini,
 $R_{m,t}$: Piyasanın t dönemindeki risk primini,
 α_i : Regresyon sabit terimini (Jensen Performans Ölçütü),
 β_i : Regresyon Eğim Katsayısını (Beta),
 u_t : Hata terimini

ifade etmektedir.

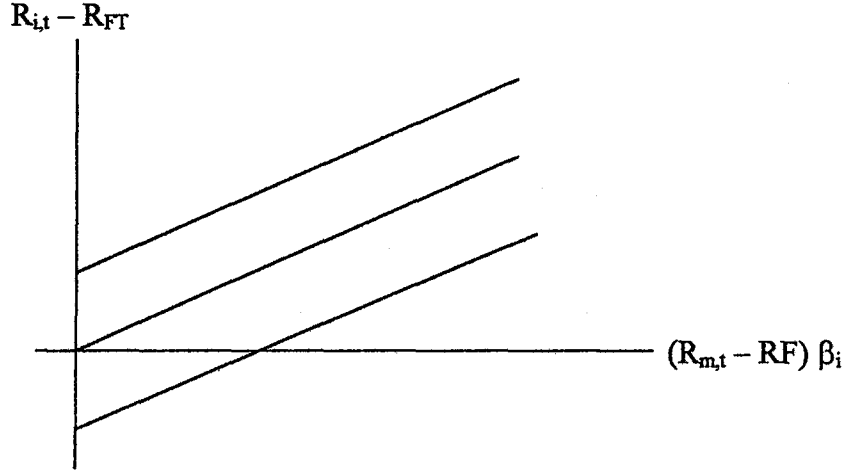
Model, daha önceki iki modele de benzemekle birlikte, diğer modellerden ayrıldığı tarafı, Şekil-14'de görüldüğü üzere karakteristik doğrunun her zaman orijinden geçmemesidir.³⁸³ Buna göre α_i fon'un performansı hakkında bilgi vermektedir. Eğer $\alpha_i=0$ ise bu fon'un getirileri risk seviyesi ile doğru orantılıdır. Yani fon'un fiyatlaması doğru olarak yapılmıştır. Eğer $\alpha_i > 0$ ise, fonun getirileri alınan risk seviyesinin üzerindedir veya piyasaya göre fazla (anormal) getiri söz konusudur. $\alpha_i < 0$ olması durumunda ise, getiriler alınan risk düzeyinin altındadır. Yani fon'un performansının piyasaya göre düşüklüğü söz konusudur.³⁸⁴ Burada hesaplanan portföy performans değeri α , portföyün ortalama getirisinin, menkul kıymet piyasa doğrusundan sapma derecesidir. Jensen'in kriterine göre portföy, menkul kıymet piyasa doğrusunun ne kadar üzerinde yer alıyorsa yani taşıdığı riske göre sağlaması gerekenden ne kadar fazla bir getiri sağlıyorsa, performansı o kadar yüksek demektir.³⁸⁵

³⁸³ CEYLAN, Ali ; KORKMAZ, Turhan: A.g.e., S. 235

³⁸⁴ KIYMAZ, Halil: "Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: B Tipi Fonlar Uygulaması", A.g.e., S. 30

³⁸⁵ BOLAK, Mehmet: A.g.e., S. 236

ŞEKİL-14: Jensen'in Portföy Performansı Ölçütü



Kaynak: CEYLAN, Ali; KORKMAZ, Turhan: *Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi*, Bursa, Ekin Kitapevi Yayınları, 1995, S. 236

Jensen ölçütü fonların performanslarını piyasa risk primine göre değerlendirmektedir. Bu ölçütün fonların başarı sıralamalarında kullanılması için (33) no'lu eşitlikten faydalanılır:

$$J = \alpha_i / \beta_i \quad (33)$$

Formülde;

J_i : Jensen başarı sıralaması ölçütünü,

α_i : Jensen ölçütünü,

β_i : Regresyon eğim katsayısını (beta)

ifade etmektedir.

Esas olarak Jensen ölçütünün başarı sıralamasında kullanımı için risk'e göre düzeltilmesi gerekmektedir. Bu işlemde Jensen başarı sıralaması ölçütünün beta'ya bölünmesi ile gerçekleştirilmektedir.³⁸⁶

³⁸⁶ KIYMAZ, Halil: "Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: B Tipi Fonlar Uygulaması", A.g.e., S. 30

1992-1996 yılları döneminde A ve B Tipi yatırım fonlarının Jensen ölçütü kullanılarak değerlendirilmesi ve sıralandırılması Tablo-XXVI ve Tablo-XXVII’de rapor edilmiştir. Bu ölçüt için en az 30 aylık faaliyet süresine sahip olan fonlar değerlendirmeye tabi alınmış ve B Tipi yatırım fonlarında ilk 20 sırayı alan fonlar Tablo-XXVI’da gösterilmiştir. Buna göre risk düzeyine göre anormal getirileri ifade eden α_i (Jensen Ölçütü) değerleri toplam 54 fonun 45’inde pozitifdir fakat sadece 25’i istatistiki olarak en az %5 seviyesinde anlamlıdır. Yani bu fonlar Finansal Varlık Fiyatlama Modeli çerçevesinde almış oldukları risk düzeylerine göre daha fazla getiri sağlamışlardır. Diğer fonlar ise risk seviyelerine göre yetersiz getiriler sağlamışlardır. Daha sonra bu fonların sistematik risk düzeyine göre sıralanmış değerlendirmesi yapılmıştır.

Gene 1992-1996 yılları döneminde A Tipi yatırım fonlarının Jensen ölçütü kullanılarak değerlendirmesi ve sıralaması yapılmıştır. Bu ölçüt içinde en az 30 aylık faaliyet sürelerine sahip olan fonlar değerlendirmeye tabi tutulmuş ve ilk 20 sırayı alan fonlar Tablo-XXVII’de verilmiştir. Bu risk düzeyine göre, anormal getirileri ifade eden α_i (Jensen Ölçütü) toplam değerleri altı fon için istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Hesaplanan α_i (Jensen Ölçütü) değerleri 35 fonun toplam 18’inde pozitifdir.

Tablo-XXVI: Jensen Ölçütüne Göre B Tipi Yatırım Fonları 1992-1996 Değerlendirilmesi

Fon	Ay Sayısı	Ort. Aylık Getiri	R ²	Jensen Ölçütü α_i	Jensen t-değeri	Beta	Jensen Sıra Ölçütü J_i	Jensen Sıra
ETİBANK	60	5.94	0.0001	0.011	3.89	0.005	2.200	1
EMLAK-1	60	5.80	0.0001	0.010	3.47	0.005	2.000	2
İKTİSAT-3	60	6.30	0.0001	0.015	3.72	0.017	0.882	3
EMLAK 4	60	6.06	0.0010	0.012	1.82	0.017	0.706	4
VAKIF-2	60	5.63	0.0004	0.008	2.21	0.014	0.571	5
VAKIF-3	60	5.77	0.0010	0.009	2.51	0.027	0.333	6
EGE-1	60	5.41	0.0060	0.006	1.61	0.023	0.261	7
KALKINMA-1	60	5.60	0.0020	0.007	2.60	0.027	0.259	8
ZİR-BAŞAK	60	6.24	0.0090	0.014	4.15	0.067	0.209	9
GARANTİ-2	60	5.85	0.0030	0.010	2.51	0.049	0.204	10
GARANTİ-1	60	5.96	0.0070	0.011	2.88	0.068	0.162	11
TARİŞ-1	60	5.52	0.0060	0.007	1.98	0.056	0.125	12
TÜTÜN-2	60	5.38	0.0060	0.006	1.75	0.050	0.112	13
GARANTİ-3	60	5.89	0.0120	0.010	2.40	0.100	0.100	14
ZİRAAT-4	60	6.20	0.0530	0.013	4.58	0.139	0.094	15
TEKSTİL-1	47	5.62	0.0070	0.006	1.49	0.067	0.090	16
İŞBANK-6	60	6.15	0.2250	0.012	4.09	0.145	0.083	17
ZİRAAT-2	60	6.23	0.0670	0.013	3.79	0.188	0.069	18
YKB-8	60	6.35	0.0680	0.014	3.16	0.242	0.058	19
FİNANS-5	60	6.17	0.0590	0.012	2.95	0.213	0.056	20

Kaynak: KIYMAZ, Halil: "Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: B Tipi Fonlar Uygulaması", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Yayın, Sayı: 138, Eylül, 1997, S. 34

TABLO-XXVII: Jensen Ölçütüne Göre A Tipi Yatırım Fonları 1992-1996 Değerlendirilmesi

Fon	Ay Sayısı	Ort. Aylık Getiri	Düz R ²	Jensen Ölçütü α_i	Jensen t-değeri	Beta	Jensen Sıra Ölçütü J _i	Jensen Sıra
KOÇ-1	42	%9.0	0.22	0.0359	2.73***	0.37	0.0970	1
GLOBAL	41	%8.1	0.39	0.0240	2.11**	0.43	0.0558	2
GARANTİ-5	60	%7.2	0.49	0.0183	2.38**	0.39	0.0469	3
KÖRFEZ-1	39	%6.7	0.21	0.0144	1.10	0.34	0.0424	4
FINANS-2	60	%6.6	0.36	0.0135	1.66*	0.33	0.0409	5
ATA	42	%7.9	0.72	0.0220	3.01***	0.56	0.0393	6
DIŞ-MAVİ	60	%6.0	0.46	0.0083	1.45	0.28	0.0296	7
İKTİSAT-4	60	%5.9	0.45	0.0077	1.42	0.26	0.0296	8
TEBİN	39	%6.3	0.71	0.102	1.71*	0.42	0.0243	9
HALK-3	60	%5.4	0.07	0.0041	0.36	0.17	0.0241	9
İMKB	60	%6.3						

***, ** ve * sırasıyla istatistikî olarak yüzde 1, 5 ve yüzde 10 seviyesinde anlamlıdır.

Kaynak: KIYMAZ, Halil: “Yatırım Fonları Gerçekten Profesyonellerin Elinde mi?”, Dünya Gazetesi, 12.07.1997

SONUÇ

“Yatırımcıların fonlarını çeşitlendirilmiş menkul kıymetler portföyüne yatırım yapmak için biraraya getirerek oluşturulan finansal bir yapı” olarak tanımlayabileceğimiz yatırım fonları, günümüzde kurumsal yatırımcılar arasında çok önemli bir yer teşkil etmektedir. Dünya’da ilk olarak 1800’lü yılların son dönemlerinde kurulan bu fonlar, 1920’li yıllardan sonra popüleritesini arttırmış ve günümüze kadar gelişerek gelmiştir. Yatırım fonlarında biriken fon hacmi ile bankaların topladıkları mevduatlar arasındaki farkın her geçen gün biraz daha kapanması, yatırım fonlarının geleceğin yatırım araçları olarak algılandığının bir göstergesidir.

Ülkemizde ise ilk kez 1982 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’nda adından söz edilen yatırım fonlarının kuruluşu 1987 yılını bulmuştur. Ancak kısa bir sürede gelişen yatırım fonlarının sayısı Mart 98 sonu itibarıyla 171’e ulaşmış, aylık toplam fon portföy değeri ise 260 trilyon TL’yi geçmiştir. Sadece 1997 yılının ilk dokuz ayında 16 tanesi A tipi olmak üzere toplam 27 adet yeni yatırım fonunun kurulmuş olması, bu fonlara yönelen yatırımcıların arttığının, pastanın büyüdüğünün ve bu yatırım aracına olan güvenin devamlı arttığının bir göstergesidir.

Yatırım fonları portföy yönetiminde özellikle küçük tasarruf sahipleri arasında yaygın olan genel kanı, yatırım fonlarının da diğer portföyler gibi genel portföy yönetimi stratejilerine göre yönetildiğidir. Ancak kullanılan teknikler benzerlik gösterebilir, bu konuda bazı net ayrımlar bulunmaktadır. Özellikle yatırım fonunun en önemli unsurlarından biri olan katılma belgesinin varlığı, bu fonları bazı konularda kısıtlamaktadır. Öyleki katılma belgelerinin her an geri dönebilme olasılığı, bu fonlarda likiditesi yüksek varlıkların da yer almasına ve bazı uzun vadeli pasif stratejilerin uygulanamamasına neden olmaktadır. Ayrıca değişen ekonomik koşullarla birlikte, içtüzüklerinde belirtilen koşullar doğrultusunda en az riskle en fazla getiriye hedefleyen yatırım fonların stratejileri ülkeden ülkeye değiştiğinden, bu fonlar için genel bir strateji belirlenmesi güç olmaktadır.

bulundurulan ilk husus, araştırma uzmanlarının yaptıkları firma araştırmalarıdır. Bu araştırmalar doğrultusunda yapılan yatırımlar dışında genellikle İMKB-30 endeksinde yer alan büyük holding şirketlerinin hisse senetlerine ağırlık verilmektedir. Bu hisse senetleri, işlem hacmi ve likiditesi yüksek senetler olup, her an paraya çevrilebilme olanakları dolayısıyla yatırım fonu için en ideal hisse senetleri olarak düşünülmektedir.

Hisse senetleri dışındaki menkul kıymet alımlarında ise makro göstergeler dikkate alınır. Makro göstergeler dolayısıyla tahmin edilen faiz oranları hangi sabit getirili menkul kıymete hangi dönem boyunca yatırım yapılacağını belirlemeye yardımcı olmaktadır.

Sonuç olarak yatırımcıya görüşleri doğrultusunda bir çok alternatif sunan yatırım fonları, günümüzde enflasyonist ortamda üç haneli rakamların üzerinde getiri sağlayabilecek ender finansman araçlarından biri olarak görünmektedir. Yatırımcının doğru orantılı olan risk ve getiri optimizasyonunu yapmakta zorlanacağı ve portföy yönetimi ve hizmetlerini tek başına halledemeyeceği durumlarda yani kısaca bir uzmanın yardımına ihtiyaç duyduğu zamanlarda güvenilebileceği bir yatırım aracı olan yatırım fonları, küçük tasarruf sahipleri için en ideal yatırım aracı olarak görünmektedir. Mevzuatın getirdiği sınırlamalar doğrultusunda etkin, doğru ve dürüst bir şekilde yönetilen yatırım fonları yatırımcısına hedeflediği getiriyi sağlayacaktır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

KİTAPLAR

ABER, John W.: **Beta Coefficients and Models of Security Return**, Lexington Books, Heath and Company, 1973

AKGÜÇ, Öztin: **Finansal Yönetim**, Altıncı Baskı, Avcıol Basım Yayım, İstanbul, Kasım 1994

AKSOY, Ahmet: **Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi**, Yayınevi belirtilmemiş, Ankara, 1987

ALEXANDER, Gordon J.; SHARPE, William F.; BAILEY, Jeffery V: **Fundamentals of Investment**, Prentice Hall Inc., New Jersey, 1993

AMBLING, Frederick: **Investment**, Dow Jonesterwin, 1983

AMBLING, Frederick: **Investment-An Indroduction to Analysis and Management**, Prentice Hall Inc., 1965

APAK, Sudi: **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1995

BOGLE, John C.: **Bogle On Mutual Funds New Perspectives for the Intelligent Investor**, Irwin Professional Publishing, New York, 1994

BOLAK, Mehmet: **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 2.Baskı, Beta Basım A.Ş., İstanbul, Mart 1994

CEYLAN, Ali.; KORKMAZ, Turhan: **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Ekin Kitapevi Yayınları, Bursa, 1995

COHEN, Jerome B.; ZINBARG, Edward D.; ZEIKEL, Arthur: **Investment Analysis and Portfolio Management**, Fifth Edition, Richard D. Erwin Inc., 1987

ÇANAKÇI, Ekrem: **Yatırım Ortaklıkları 1996**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 100, Pelin Ofset, Ankara, Eylül 1997

ERDOĞAN, Oral: **Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve Fiyatlama Modeli**, İMKB Araştırma Yayınları No:2, İstanbul, Kasım 1994

EROLGAÇ, Yılmaz: **Profesyonel Para Yönetimi**, Yayınevi belirtilmemiş, 1993

ERTAŞ, Vahdettin: Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları, 1993 Yılı Başında Sermaye Piyasası, Sermaye Piyasası Kurulu İktisadi Araştırma Vakfı Yayını, İstanbul, 1993

ERTAŞ, Vahdettin ve diğerleri: Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 103, Nurol Matbaacılık, Ankara, Ekim 1997

FISCHER, Donald E.; JORDAN, Ronald J.: Security Analysis and Portfolio Management, Fifth Edition, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1991

FRANCIS, Jack Clark: Investment: Analysis and Management, McGraw-Hill Series in Finance, 1972

FRANCIS, Jack Clark: Management of Investment, Third Edition, McGraw-Hill Series in Finance, 1993

FULLER, Russell J.; FARRELL, James L.: Modern Investment and Security Analysis, McGraw Hill, 1987

GITVAN, Lawrence J.; JOEHNK, Michael D.: Fundamentals of Investing, Harper and Row Publishers, 1988

Investment Company Institute: "Mutual Funds 1995 Fact Book", 35th Edition, 1995

JONES, Charles P.: Investment Analysis and Management, Fourth Edition, 1994

KARAŞİN, Gültekin: Sermaye Piyasası Analizleri, İkinci Baskı, Özkan Matbaacılık, Ankara, 1987

KASRLI, Muharrem: Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, Dördüncü Baskı, İrfan Yayıncılık ve Ticaret, İstanbul, 1994

KIRMAN, Ahmet: Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Vergilendirme, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 1990

KIYILAR, Murat: Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İrdelenmesi- Test Edilmesi, SPK Yayın No:86, İstanbul, Ağustos 1997

KOCAMAN, Ç. Berna: Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bazı Değerlendirme ve Gözlemler, İMKB Araştırma Yayınları No:5, İstanbul, Haziran 1995

LAVINE, Alan: Getting Started in Mutual Funds, John Wiley&Sons Inc, Canada, 1994

LATONE, A. Henry ; TUTTLE, Donald L.: **Security Analysis and Portfolio Management**, The Ronald Press Company Inc., New York, 1970

LEVINE, Sumner N.: **Financial Analyst's Handbook 1- Portfolio Management**, Stade University of New York, Dow Jones Irwin Inc., 1975

ÖZÇAM, Mustafa: **Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi**, SPK Yayın No:104, Ankara, Ekim 1997

PARASIZ, İlker: **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Beşinci Baskı, Ezgi Kitapevi Yayınları, Bursa, Mart 1991

PERRITT, Gerald W.: **Mutual Funds and Your Investment Portfolio**, Second Edition, Investment Information Services Inc., 1987

RADCLIFFE, Robert C: **Investment Concepts, Analysis and Strategy**, Second Edition, Scott Foresman and Company, London, 1987

REILLY, Frank K.: **Investment**, Third Edition, The Dryden Press International Edition, The Dryden Press 1992

RODOPLU, Gültekin: **Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Marmara Üniversitesi Yayınları, 1993

SARIKAMIŞ, Cevat: **Sermaye Pazarları**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 1995

SHARPE, William F.; ALEXANDER, Gordon J. ; BAILEY, Jeffrey V.: **Investment**, Fifth Edition, Prentice Hall International Editions, Prentice Hall Inc., 1995

TECER, Meral: **Tahvil Yatırımları Yönetimi**, Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları No:233, Sevinç Matbaası, Ankara, 1989

TEVFİK, Gürman: **Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Birinci Baskı, Genel Yayın No: 342, Ekonomi Dizisi: 28, Tisamat Basım Sanayii, Ankara, 1995,

TEZCANLI, Meral Varış ; BAYRAKTAR, Sibel Kumbasar ; ERDOĞAN, Oral ; GÖRGÜNAY, Handan ; TAN, Ebru ; UYTUN, Efser ; Araştırma Müdürlüğü Proje Grubu: **Uluslararası Sermaye hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları No:3, İstanbul, Kasım 1994

UĞUZ, Murat: **Menkul Kıymet Seçimi ve Yatırım Yönetimi**, Töbank, Hazine Bölümü Yayınları, İstanbul, 1990

ÜNAL, Targan: **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, İMKB Araştırma Yayınları No:7, İstanbul, Temmuz 1995

ÜNAL, Targan: **Sigorta Sektörünün Ekonomik İşlevi ve Fon Yaratma Kapasitesi**, İstanbul Ticaret Odası Yayını No: 1994-04, 1994

ÜNVAN, Hayal: **Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ve Türkiye Üzerinde Bir Deneme 1978-1986**, SPK Yayınları, Yayın No: 11, Ankara, 1989

MAKALELER

AKDOĞAN, Haluk: "Uluslararası Sermaye Piyasaları ve Türk Piyasalarının Durumuna Bir Bakış", **Ekonomide Ankara**, Mayıs-Haziran 1993, Sayı: 50

ERTUNA, Caner: "Sermaye Piyasalarımız Global Arenada Sınav Veriyor", **Uzman Gözüyle Bankacılık**, Haziran 1994

BAUMOL, William J.; GOLDFELD, Steven M.; GORDON, Lilli A.; KOEHN, Michael F.: "The Economics of Mutual Funds Markets: Competition Versus Regulation", **Rochester Studies in Managerial Economics and Policy**, England, 1990

Business Weeks's: "Guide to Mutual Funds", 1994

COŞKUN, Galip: "20 Soruda VIP", **Capital**, Sayı: 12, Eylül 1997

DENİZ, Şahin ; KÖFTEOĞLU, Kerem: "Yatırımların Yeni Gözdesi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı", **Ekonomist Dergisi**, Sayı 16-21, 10 Ağustos 1997

GALİP, Coşkun: "20 Soruda Vadeli İşlemler Piyasası," **Capital Dergisi**, Sayı:12, Eylül 1997

GÖNENÇ, Halit: "Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Bugünü", **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 7, Sayı 1-2, 1989

İREN, Bilge: "Yatırım Ortaklıkları", **Finans Dünyası**, Sayı 79, Temmuz 1996

KIYMAZ, Halil: "İMKB'de 1996 Yılında Halka Arzedilen Hisse Senetlerinin Performansları", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Mayıs 1997

KIYMAZ, Halil: "Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: B Tipi Fonlar Uygulaması", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Yayın, Sayı: 138, Eylül 1997

KIYMAZ, Halil: "Yatırım Fonları Gerçekten Profesyonellerin Elinde mi?", **Dünya Gazetesi**, 12.7.1997

Liberal Bakış: "Yatırım Fonlarının Değeri Yarım Katrilyonu Geçti", 10.12.1997

OKTAR, Suat: "Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Piyasalarının Büyümesi", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Mayıs 1994

SEYHUN, Ali: "Beta Katsayılarına Ne Kadar Güvenilir?", **Finans Dünyası**, Sayı 75, Mart 1996

Sigma: "Direct insurers' Capital Investment", Swiss Reinsurance Company, Sayı:5, N0:91

Şengül, Selami: "Sermaye Piyasası, Temel Kavramlar ve Araçlar", **Vergi Dünyası**, Aralık 1996, Sayı: 184

TEKELİ, Mine: "Türkiye Sermaye Piyasasının Gelişim Yetersizliği", **Ekonomide Ankara**, Mart-Nisan 1987, Sayı: 13

TUNCER, Selahattin: "Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fonu", **İktisadi Araştırmalar Vakfı**, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayını, İstanbul, 1989

VOLKMAN, David A. ; WOHAR, Mark E.: "Abnormal Profits and Relative Strength in Mutual Funds Returns", **Review of Financial Economics Journal**, Volume 5 Number 2, 1996

DİĞER

BAHŞİŞ, Şermin: "Hisse Senetleri", **Dışbank**, Yayınlanmamış Eğitim Yayınları, İstanbul, Yayın tarihi belirtilmemiş

Devlet Planlama Teşkilatı: "Sermaye Piyasası Özel İhtisas Komisyon Raporu", T.C. Başbakanlık DPT Yayın No: 2191-Ö.İ.K:346

ERTAŞ, Vahdettin: "Yatırım Fonları", **Türkiye Bankalar Birliği**, Yayınlanmamış Eğitim ve Tanıtım Seminer Notları, Ankara, 13-14 Kasım 1997

GARDNER, DC: "Portfolio Management Techniques and Strategies", **International Training Consultants**, 1996

İMKB: "Tahvil ve Bono Piyasası Klavuzu", İMKB Yayınları No:2, Mart 1994

İMKB: "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu", İMKB Eğitim Yayınları, No:1, İstanbul, Ekim 1997

KARAN, Mehmet Baha: "Portföy Yatırım Stratejileri ve Yatırım Performanslarının Değerlendirilmesi", **Türkiye Bankalar Birliği**, Yayınlanmamış Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları, Ankara 17-19 Şubat 1997

KARAOĞLU, Emine: "Portföy Teorisi, Yatırım Fonları, Türk Yatırım Fonlarının Değerlendirilmesi", **T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı**, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Ankara, Şubat, 1995

ÖZMEN, Tahsin: "Menkul Kıymet Yatırım Fonları", **SPK Denetleme Dairesi**, Yayınlanmamış Görüş Öneri Raporu, Ankara, 30.6.1988

Sermaye Piyasası Kurulu: "Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği", 31.7.1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VI, No:4 sayılı Tebliğ

Sermaye Piyasası Kurulu, "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu İnceleme Rehberi", **İnceleme Değerlendirme ve İzleme Dairesi Başkanlığı**, Ankara, Ocak 1993

Sermaye Piyasası Kurulu: "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği", 19.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri VII, No. 10 sayılı Tebliğ

SOYDEMİR, Selim: "Amerikan Birleşik Devletleri, İsviçre, Kore ve Türk Hukuku'nda Yatırım Fonları ve Para Piyasası Fonlarının Türkiye'de Olabilirliği", **Sermaye Piyasası Kurulu**, Yayınlanmamış Araştırma Raporu (Yeterlilik Etüdü), Ankara, Kasım 1986

SOYDEMİR, Selim ; ALTUN, Oğuz: "Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasası", **Sermaye Piyasası Kurulu**, Yayınlanmamış Araştırma Raporu, Ankara, Mart 1991

SOYDEMİR, Selim ; SÜNGÜ, Sevtap: "Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Fon Tutarlarını Arttırmaları ve Bazı Sorunlar", **Sermaye Piyasası Kurulu**, Yayınlanmamış Araştırma Raporu, Ankara, Ekim 1988

SOYDEMİR, Selim ; YILDIRIM, D. Sevdil: "Türk Sermaye Piyasalarında Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Kurumsal Tasarrufçu Olarak Yeri ve Hisse Senedi Fiyat Hareketleri Üzerindeki Etkileri", **Sermaye Piyasası Kurulu**, Yayınlanmamış Araştırma Raporu, Ankara, Aralık 1990

SOYDEMİR, Selim: "Yatırım Fonları (Mutual Funds)", **Sermaye Piyasası Kurulu**, Yayınlanmamış Araştırma Raporu, Ankara, Eylül 1985

SOYDEMİR, Selim: "Yatırım Fonlarının Portföy İşletmeciliğinden Doğan Kazançların Vergilendirilmesi", **Sermaye Piyasası Kurulu**, Yayınlanmamış Araştırma Raporu, Ankara, Aralık 1986

SÜNGÜ, Sevtap: "Genel Olarak Yatırım Fonları ve Türkiye'deki Uygulama", **Sermaye Piyasası Kurulu**, Yayınlanmamış Araştırma Raporu, Ankara, Aralık 1987

SÜNGÜ, Sevtap: "Dünyada Yatırım Fonları, Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler ", **Sermaye Piyasası Kurulu**, Yayınlanmamış Araştırma Raporu, İstanbul, 1 Aralık 1988

TUNCEL, Kürşat: "Finansal Kriz Ortamında Yatırım Fonları ve Karşılaşılan Sorunlar", **Sermaye Piyasası Kurulu**, Yayınlanmamış Araştırma Raporu, Ankara 27.5.1994

UZAY (ERKİLİNÇ), Tülin: "Sermaye Piyasalarında Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarının Yeni Düzeni Üzerine Bir İnceleme", **YTÜ Sostal Bilimler Enstitüsü**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 1993

YALÇINKAYA, Yener ; BESNİ, Emel: "Menkul Kıymet" **Töbank Eğitim ve Tanıtım Müdürlüğü**, Yayınlanmamış Ders Notu, 1989

Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten, Mayıs 1997, Haziran 1997, Temmuz 1997, Ağustos 1997, Eylül 1997, Ekim 1997, Kasım 1997, Aralık 1997, Ocak 1998, Şubat 1998, Mart 1998



EK-1: A Tipi Karma Fon İçtüzük  rneęi**KOÇBANK A. .
A TÜPÜ KARMA FONU
  T Z ę ****MADDE 1- FONUN KURULUŞ AMACI**

1.1. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 16.12.1993 tarih ve OFD/1926 sayılı yazısı ile kurulmasına izin verilen ve Fon   t z ę  17.12.1993 tarihinde İstanbul Ticaret Sicili Memurluęu'na tescil edilen "KOÇBANK A. .        YATIRIM FONU"nun, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VII, No:10 sayılı Tebliği'nin geçici 1'inci maddesi gereğince, Kurucusu KOÇBANK A. . tarafından 3797 sayılı Kanunla değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37 ve 38'inci maddelerine dayanılarak ve bu   t z k hükümlerine göre yönetilmek üzere halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla, katılma belgesi sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü i letmek amacıyla A Tipi Karma Yatırım Fonu'na dönüştürülmesi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 3/9/1997 tarih ve KYD/571 sayılı izni ile uygun bulunmuştur.

1.2. Bu   t z kte Koçbank A. . "KURUCU", Koç Menkul Değerler A. . "Y NET C ", İMKB Takas ve Saklama Bankası A. . "SAKLAYICI KURULUŞ", KOÇBANK A. . A Tipi KARMA FONU "FON", Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri VII, No:10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ise "TEBL ę" olarak ifade edilecektir.

MADDE 2- FON'UN ADI İLE KURUCU, Y NET C  VE SAKLAYICI KURULUŞUN ÜNVANI VE MERKEZ ADRESLER :

2.1. Fon'un adı; Koçbank A. . A Tipi Karma Fonu'dur.
Fon'un yönetim adresi; Büyükdere Cad. Aygaz Han 145/1 Zincirlikuyu / İstanbul 80300

2.2. Kurucu'nun;
 nvani; Koçbank A. .
Merkez Adresi; Barbaros Bulvarı, Morbasan Sokak, Koza İ  Merkezi
Be ikta  / İstanbul

2.3. Yöneticinin;
 nvani; Koç Menkul Değerler A. .
Merkez Adresi; Büyükdere Cad. Aygaz Han 145/1 Zincirlikuyu / İstanbul 80300

2.4. Saklayıcı Kuruluşların;
 nvani; İMKB Takas ve Saklama Bankası A. .
Merkez Adresi; Abide-i Hürriyet Cad. Mecidiyeköy Yolu Sokak No: 286
   li / İstanbul 80260

MADDE 3- FON TUTARI VE SÜRESİ

3.1. Fon Tutarı 100.000.000.000,- (yüz milyar) TL'dir.

3.2. Fon'un süresi yoktur.

3.3. Fon 10.000.000 paya bölünmüştür.

MADDE 4- FON PORTFÖYÜ OLUŞTURULMASI

4.1. Kurucu, Tebliğ'in 21. Md. Çerçevesinde fona 100.000.000.000,- (yüz milyar) TL avans tahsis eder.

4.2. Yönetici fona tahsis edilen avans ile fon portföyünü Tebliğ'in 42. Md. Hükümlerine ve bu içtüzükte belirtilen portföy strateji ve sınırlamalarına uygun olarak oluşturur.

4.3. Fon tutarını temsil eden katılma belgeleri Tebliğ'in halka arza ilişkin hükümleri çerçevesinde halka arz yoluyla satılır.

4.4. Portföyün oluşturulduğu tarih ile katılma belgelerinin halka arz edildiği tarih arasında geçen sürede oluşan portföy değer artışlarından, fonun kuruluşu maksadıyla yapılan her tür gider halka arz tarihinde düşülür ve avans tutarına karşılık gelen katılma belgelerinin satış hasılatının avansı tutarıyla beraber kurucuya iade edilir.

4.5. Avans tutarına karşılık gelen katılma belgelerinin satış hasılatının avansı karşılamaya yetmemesi halinde kurucu avansın karşılanamayan kısmından tek tarafı olarak vazgeçer ve bu tutar fondan hiçbir şekilde tahsil edilemez.

4.6. Katılma belgelerinin itibari değeri yoktur. Bu belgeler içindeki serilere göre 100, 200, 500 ve 1.000 payı içeren kupürler halinde çıkarılabilir. Fon değerinin artması halinde tedavülün kolaylaştırılması bakımından büyük paylı kupürler, pay sahiplerinin talebi üzerine fon tarafından küçük paylı kupürlerle değiştirilebilir. Katılma belgeleri hamiline yazılıdır ve halka arz öncesinde bastırılması zorunludur. Katılma belgeleri, halka arz işlemi sırasında sirkülerde belirtilen yer ve yerlerde bedeli tam ve nakden tahsil edilmek suretiyle satılır ve tasarruf sahiplerine teslim edilir.

MADDE 5- FON YÖNETİMİNE İLİŞKİN ESASLAR VE YÖNETİCİNİN TABİ OLDUĞU İLKELER:

5.1. Fon'un, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetim temsil ve varlıkların saklanması Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca Koçbank A.Ş. sorumludur. Fon yöneticisi, yönetici Koç Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine uygun olarak yapılacak bir portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde bu içtüzük ve Tebliğ hükümleri dahilinde yönetilir.

5.2. Fonla ilgili işlemler Tebliğ'in 12. Md. çerçevesinde belirtilen asgari şartlara haiz en az üç kişiden oluşan bir fon kurulu ve en az bir denetçi tarafından yürütülür. Fon kurulu üyelerini ve denetçiyi kurucu atar.

5.3. Fonla ilgili işlemlerin düzgün yürütülebilmesini teminen Yönetici bünyesinde bir fon hizmet birimi oluşturulur. Fon hizmet biriminde, Tebliğ'in 12. Md.'de belirtilen asgari niteliklere haiz bir fon yönetim müdürü görevlendirilir ve fona gerektirdiği mekan, teknik donanım, muhasebe sistemi ve yeterli sayıda personel sağlanır.

5.4. Çıkarılan katılma belgelerinin kaydına mahsus olmak üzere TTK'nun 69. Md'ne göre tasdik ettirilen "Katılma Belgeleri Defteri" tutulur. Katılma belgeleri defterinde günlük katılma belgesi alım ve satımları izlenir. Fon kurulunun vereceği her tür karar onaylı olarak, "Fon Kurulu Karar Defterine" yazılır. Bunlar dışında fon işlemlerine ilişkin olarak TTK, VUK ve SPKn. Hükümleri çerçevesinde; Yevmiye Defteri (günlük defter), Defter-i Kebir (büyük defter), Kasa Defteri ve Envanter Defteri Yönetici tarafından tutulur. Maliye Bakanlığı'nca VUK'dan kaynaklanan zorunlu defterler de ayrıca tutulur.

5.5. Fonun muhasebe, denetim, hesap ve işlemleri Sermaye Piyasası Kanunu, Bankalar Kanunu, TTK, VUK ve Borçlar Kanunu'nun ilgili hükümlerine uygun olarak, kurucunun ve yöneticinin hesapları dışında özel hesaplarda izlenir. Fon muhasebesine ilişkin olarak, Kurul'un Seri:XI, No:6 "Yatırım Fonları Mali Tablo ve Raporlarına İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ"inde belirtilen esaslara uyulur.

5.6. Yönetici fon yönetiminde aşağıdaki ilkelere uyar;

5.6.1. Yöneticinin yönettiği her fonun çıkarımı ayrı ayrı gözetmesi zorunludur. Yönetici, yönetimindeki fonlar veya diğer müşterileri arasında biri lehine diğeri aleyhine sonuç verecek işlemlerde bulunamaz. Fon portföyü ile ilgili alım satım kararlarında objektif bilgi ve belgelere ve sözleşme ile belirlenen yatırım ilkelerine uyulması zorunludur. Bu bilgi ve belgeler ile alım satım kararlarına mesnet teşkil eden araştırma ve raporların en az 5 yıl süreyle yönetici nezdinde saklanması zorunludur. Yatırım kararı veren portföy yöneticisi alım satım kararlarını imzalı olarak kaydeder.

5.6.2. Fon portföyüne rayiç değerinin üzerinde varlık satın alınmaz ve portföyden bu değer altındaki varlık satılmaz. Rayiç bedel, borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, borsada işlem görmeyen varlıklar için işlem gününde fon lehine alımda en düşük, satımda en yüksek fiyattır.

5.6.3. Borsada işlem gören varlıkların alım satımının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. Fon adına katılma belgelerinin alım satımı nedeniyle, İMKB Tahvil ve Bono Piyasasından aynı gün valörü ile aynı gün valörlü işlem saatleri dışında fon portföyüne alım veya fon portföyünden satım zorunluluğu bulunduğu anda, İMKB'ce belirlenen işlem kurallarına uyulur. Yöneticini, fon portföyüne hisse senedi alım satımı işlemlerinde, işlemi gerçekleştiren aracı kuruluşun, fonu temsil eden müşteri numarasıyla İMKB'de işlem yapmasını temin etmesi zorunludur.

5.6.4. Yönetici fon adına yaptığı alım satım işlemlerinden dolayı herhangi bir ihraççı veya aracı kuruluştaki kendi lehine bir menfaat sağlarsa bu durumun kurucuya açıklanması zorunludur.

5.6.5. Herhangi bir şekilde yöneticinin kendine veya üçüncü kişilere çıkar sağlamak amacıyla fon portföyünde bulunan varlıkların alım satım yapılamaz. Fon adına verilecek emirlerde gerekli özen ve basiretin gösterilmesi zorunludur. Fon adına yapılacak alım satımlarda yönetim sözleşmesinde belirlenen genel fon stratejilerine ve kurucunun genel kararlarına uyulur.

5.6.6. Fon portföyünün önceden saptanmış belirli bir getiri sağlayacağına dair yazılı veya sözlü bir garanti verilmez.

5.6.7. Kurucu, fon kurulu üyeleri, yönetici ve fonların yönetimi ile ilgili olarak veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda iseler bu bilgileri kendi veya üçüncü tarafın menfaati doğrultusunda kullanamazlar.

5.7. Kurucu ile katılma belgesi sahipleri arasındaki bu içtüzük hükümleri, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat, hüküm bulunmayan hallerde ise Borçlar Kanunu'nun vekalet akdi hükümleri uygulanır. Fon içtüzüğü katılma belgesi sahipleri ile kurucu, saklayıcı ve yönetici arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre saklanması ve vekalet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan, genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşmedir.

5.8. Ayrıca Fon için aşağıdaki işlemler yapılabilir.

5.8.1. Fon portföyünün riskden korunması amacıyla portföye opsiyonlar dahil edilebilir. Bu işlemler için prim olarak ödenen ücret toplamı fon portföy değerinin %5'inden fazla olmaz.

5.8.2. Katılma belgeleri geri dönüşlerinde oluşan nakit ihtiyacının karşılanması amacıyla, fon portföyünde yer alan repo işlemine konu olabilecek menkul kıymetlerin rayiç bedelinin %10'una kadar, İMKB repo ve ters repo piyasasından repo yapılabilir.

5.8.3. Fon varlığının %10'unu geçmemek üzere, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alarak, fon hesabına kredi alınabilir. Bu takdirde kredinin alınması ve geri ödenmesi aşamalarında Kurul'a bilgi verilir.

MADDE 6- FON PORTFÖYÜNDEKİ VARLIKLARIN SAKLANMASI:

6.1. Fon portföyündeki varlıklar yapılacak bir sözleşme çerçevesinde İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdinde saklanır.

6.2. Yatırım fonunun mal varlığı, kurucunun Kanun'dan Tebliğ'den ve fon içtüzüğünden doğan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve sorumluluğunu karşılaması dışında hiçbir

amaçla kullanılamaz. Fon mal varlığı rehnedilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.

MADDE 7- FONUN YÖNETİM STRATEJİSİ

Fon yönetiminde yatırım yapılacak sermaye piyasası araçlarının seçiminde nakde dönüşümü kolay ve riski az olanlar tercih edilir. Fon portföyünün minimum %30'u hisse senedi, minimum %20'si repodan oluşacaktır. Fon, portföyünün tamamı, hisse senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ve bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarının en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan "Karma Fon"dur.

MADDE 8- FONUN YATIRIM YAPACAĞI SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ SEÇİMİ VE RİSKİN DAĞITILMASI ESASLARI:

8.1. Fon portföy değerinin %10'undan fazlası bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmaz. Yatırım fonu tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olamaz.

8.2. Fon portföyüne borsaya kote edilmesi şartıyla borsa dışında halka arzlardan da menkul kıymet alınabilir, ancak kurucunun ve yöneticinin borsa dışına halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlerin borsaya kote edilmesi şartıyla ihraç miktarının azami %10'u ve fon portföyünün azami %5'i oranında yatırım yapılabilir.

T.C. Merkez Bankası tarafından düzenlenen ihalelerden ve T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından düzenlenen halka arzlardan ihale veya ihraç fiyatlarıyla fon portföyüne menkul kıymet alınabilir. Bu kıymetler bu maddenin ilk bendindeki %10'luk sınırlamaya tabi değildir.

8.3. Fon portföyüne kurucunun ve yöneticinin hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetleri satın alınamaz.

8.4. Kurucunun ve yöneticinin, sermayesinin %10'undan fazlasına sahip kamu kuruluşları dışında kalan hissedarlarının yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, genel müdür ve genel müdür yardımcılarının ayrı ayrı ya da birlikte sermayenin %20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıkların menkul kıymetlerinin toplamı fon portföyünün %20'sini geçemez.

8.5. Kurucunun ve yöneticinin doğrudan ve dolaylı iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerin toplamı fon portföyünün %20'sini geçemez.

8.6. Kurucunun, yöneticinin ve bunların doğrudan ve dolaylı iştiraklerinin fonlarının katılma belgeleriyle ortağı oldukları yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç olmak üzere farklı türlerdeki değer fonların katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının hisse senetleri fon portföyünün %10'una kadar portföye alınabilir.

8.7. Fon'un likiditesini sağlamak amacıyla fon portföy değerinin %5'ine karşılık gelen bir değeri nakit olarak tutabilir. Fon bankalar nezdinde vadeli mevduat tutamaz, mevduat sertifikası ile yabancı yatırım ortaklıklarının hisse senetlerini ve yatırım fonlarının katılma belgelerini satın alamaz.

8.8. Yatırım fonu açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaz. Fon portföyündeki menkul kıymetler, Kurul düzenlemeleri çerçevesinde ödünç alınıp, verilebilir.

8.9. Türk Devleti, İl Özel İdareleri, Kamu Ortaklığı İdaresi ve belediyelerin sermaye piyasası araçları ile Devletin kefalet ettiği diğer kuruluşların sermaye piyasası araçlarının toplam değeri fon portföy değerinin en az %20, en çok %70'ini oluşturur.

Mevzuat uyarınca izin verilmiş olan sermaye piyasası araçlarına dayalı olarak yapılabilecek ters repoların değeri fon portföy değerinin en az %0, en çok %50'sini oluşturur.

8.10. Fon portföyüne alınan Türk özel sektör sermaye piyasası araçlarından tahvillerin toplam değeri, fon portföy değerinin en az %0, en çok %50'si, finansman bonolarının toplam değeri fon portföy değerinin en az %0, en çok %50'si, hisse senetlerinin toplam değeri fon portföy değerinin en az %30, en çok %80'i olabilir.

8.1.1. Fon portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'i devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan kamu iktisadi teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırılır.

8.12. Portföye borsaya kote edilmiş ve son 90 günde en az 5 gün işlem görmüş hisse senetleri alınır. Özelleştirme kapsamındaki ortaklıklarda bu koşul aranmaz. 8.2. maddesinde belirtilen ilk ihraçlardan alınan menkul kıymetler bu kapsamda değerlendirilmez.

MADDE 9- KATILMA BELGELERİNİN SATIŞ VE GERİ ALINIŞ FİYATLARININ TESBİTİ USULÜ VE PORTFÖY DEĞERİNİN BELİRLENMESİ ESASLARI:

9.1. Değerleme her iş günü itibariyle yapılır.

9.2. "Fon Portföy Değeri" portföydeki varlıkların değerlerinin toplamıdır.

9.3. Portföydeki varlıkların değeri aşağıdaki esaslara göre tespit edilir.

9.3.1. Portföy alınan varlıklar alım fiyatları ile kayda geçirilir. Yabancı para cinsinden varlıkların alım fiyatı satın alma günündeki yabancı para cinsinden T.C. merkez Bankası döviz satış kuru ile çarpılması suretiyle bulunur.

9.3.2. Borsada işlem gören varlıklar değerleme gününde borsada alım satıma konu olmayan hisse senetleri son işlem tarihindeki borsa fiyatlarıyla, borçlanma senetleri, ters

repo ve repolar son işlem günündeki iç verim oranı (günlük nakit girişlerini nakit çıkışlara eşitleyen iskonto oranı) ile değerlendirir.

9.3.5. Yukarıdaki şekilde değeri belirlenemeyen borçlanma senetleri ve repolar ise, son işlem günündeki portföy değerine, sermaye piyasası aracının iç verim oranı üzerinden günlük bileşik faiz esasına göre hesaplanan faizin anaparaya eklenmesi suretiyle değerlendirir.

9.3.6. Portföydeki yabancı para birimi üzerinden çıkarılan menkul kıymetler satın alındıkları borsada değerlendirme günü itibariyle oluşan fiyatlarının ilgili oldukları yabancı paranın T.C. Merkez Bankası döviz satış kuru ile çarpılması suretiyle değerlendirir.

9.3.7. Gelir ortaklığı senetleri ile dövizde endeksli gelir ortaklığı senetleri ve dövizde endeksli tahvillerin değerlendirilmesi Tebliğ'in 45. md. çerçevesinde yapılır.

9.4. "Fon Toplam Değeri", Fon portföy değerine varsa diğer varlıkların eklenmesi ve borçların (Kurucu tarafından kuruluş işlemleri için verilen avans hariç) düşürülmesi suretiyle bulunur.

9.5. Fon'un devamı süresince alınan bedelsiz hisse senetleri, temettü, faiz ve kar payları v.b. alındıkları gün Fon'un toplam değerine dahil edilir.

9.6. "Bir payın değeri", fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgelerinin, kapsadığı pay sayısına bölünmesiyle elde edilir. İhraç edilen katılma belgelerinin tümü satılınca kadar, her payın değeri Fon toplam değerinin toplam pay sayısına bölünmesi ile bulunur. Bu dönem içinde geri satın alma yoluyla fona geri dönmüş katılma belgelerinden halen fon bünyesinde bulunanların sayısı toplam pay sayısından düşülür. Katılma belgelerinin satış ve geri alış fiyatı belgedeki pay sayısı ile pay değerinin çarpımı suretiyle bulunan tutardır.

9.7. Fon'un bu maddeye göre her işlem günü sonu itibariyle hesaplanan pay değeri, müteakip iş günü katılma belgelerinin alım-satım yerlerinde açıkça görülebilecek şekilde asılan ilanlarla duyurulur. İlan gününde yapılan alım satımlarda bu fiyat geçerli olur.

9.8. Bu içtüzükte belirtilen esaslar çerçevesinde katılma belgelerinin alım ve satımı Koçbank A.Ş. ve Koç Menkul Değerler A.Ş. aracılığıyla yapılır.

MADDE 10- FON GİDER FARKININ KATILMA BELGELERİ SAHİPLERİNE DAĞITILMASI ESASLARI:

10.1. Fon'un hesap dönemi takvim yılıdır. Ancak ilk hesap dönemi Fon'un kuruluş tarihinden başlayarak o yılın Aralık ayının sonuna kadar olan süredir.

10.2. Hazırlanan bilanço ve kar ve zarar tablosu Fon Denetçisi tarafından incelenmesi sonucu düzenlenen raporla birlikte, Kurucu'nun yönetim kuruluna sunulur ve onayıyla kesinleşir. 11.1. maddesinde belirtilen sürede Sermaye Piyasası Kurulu'na gönderilir.

10.3. Fon'da oluşan kar, katılma belgelerinin bu içtüzüğün 9'uncu md.'sinde belirtilen esaslara göre tespit edilen günlük fiyatlarına yansır. Fon portföyünde bulunan hisse senetlerinin kar payları, kar payı dağıtım tarihinin başlangıç gününde tahsil edilmesine bakılmaksızın muhasebeleştirilir. Katılma belgeleri sahipleri, belgelerini herhangi bir işgünü Fon'a geri sattıklarında, ellerinde tuttıkları süre için Fon'da oluşan kardan paylarını almış olurlar. Hesap dönemi sonunda ayrıca temettü dağıtımı söz konusu değildir.

10.4. Fon varlığından yapılabilecek harcamalar,

- a) İhraç için ödenen yasal ücret,
- b) Mevzuat gereği yapılması zorunlu ilan giderleri,

10.4.1. Katılma belgeleri ile ilgili harcamalar,

10.4.2. Portföy işletmesi ile ilgili harcamalar,

- a) Portföydeki varlıkların veya bunları temsil eden belgelerin nakil veya nakile bağlı sigorta ücretleri,
- b) Saklama hizmetleri için ödenen her türlü ücretler,
- c) Varlıkların nakde çevrilmesi ve transferinde ödenen her türlü vergi, resim ve komisyonlar,
- d) Alınan kredilerin faizleri,
- e) Portföye alımlarda ve portföyden satımlarda ödenen kurtajlar (yabancı para cinsinden yapılan giderler T.C. Merkez Bankası döviz satış kuru üzerinden T.L.'sına çevrilerek kaydolunur.)
- f) Portföyün yönetim ücretleri,

10.4.3. Diğer harcamalar,

- a) Fon'un mükellefi olduğu vergi ile içtüzük tesciline ve tadillerine ilişkin noter ücretleri
- b) Kurucuya verilecek yönetim ücreti,
- c) Bağımsız denetim kuruluşlarına ödenen denetim ücreti,

10.5. Yöneticiye Fon'un yönetim ve temsili ile Fon'a tahsis ettiği donanım ve personel ile muhasebe hizmetleri karşılığı olarak her gün için fon toplamı değerinin %0.015 (yüzbindeonbeş)'inden oluşan bir yönetim ücreti tahakkuk ettirilir ve bu ücret her ay sonunu izleyen bir hafta içinde yöneticiye ödenir.

MADDE 11- FON'LA İLGİLİ BİLGİLERİN AÇIKLANMA ŞEKLİ:

11.1. Kurucu her hesap döneminin bitiminden itibaren 3 ay içinde Fon'un, bir önceki yıllara karşılaştırmalı olarak hazırlanmış bağımsız denetimden geçmiş fon bilanço ve gelir tabloları ile fon portföy değeri ve fon toplam değeri tablolarını ve dönem içindeki

portföyüne alınabilir. Bu şekilde alınabilecek katılma belgelerinin toplamı, fonun toplam pay sayısının %10'unu aşamaz.

12.3. Fon Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VII, No:10 sayılı Tebliği'nin 52. Ve 53. Maddesinde belirtilen hallerde sona erer.

12.4. Fon'un Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VII, No:10 sayılı Tebliği'nin 53. Maddesinde belirtilen nedenlerle sona ermesi durumunda, fon portföyündeki varlıklar Kurucu tarafından borsada satılır. Bu şekilde satışı mümkün olmayan fon mevcudu, açık arttırma veya pazarlık veya her iki usulün uygulanması suretiyle satılarak paraya çevrilebilir. Bu yolla nakde dönuşen fon varlığı, katılma belgesi sahiplerine payları oranında dağıtılır. Fesih anından itibaren hiçbir katılma belgesi ihraç edilemez ve geri alınamaz.

12.5. Tasfiyenin sona ermesi üzerine, fon adının ticaret sicilinden silinmesi için keyfiyet, kurucu tarafından Ticaret Sicili'ne tescil ve ilan ettirilir, bu durum Hazine Müsteşarlığı'na ve Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirilir.

12.6. Fon'un Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VII, No:10 sayılı Tebliği'nin 52'nci maddesinde belirlenen nedenlerle sona ermesi halinde, tasfiyesinde uygulanacak usul, kurucunun ve/veya saklayıcı kurumun iflasına veya tasfiyesine karar veren makam tarafından belirlenir.

Bu içtüzük hükümleri ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemeleri arasında bir uygunsuzluk oluştugu zaman Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemeleri dikkate alınır. Sermaye Piyasası Kurulu içtüzük hükümlerinin değıştirilmesini her zaman talep edebilir ve içtüzük standartlarını değıştirebilir.

KOÇBANK A.Ş. B TİPİ DEĞİŞKEN FONU P PORTFÖYÜ
05-Haz-98

FON PORTFÖY DEĞERİ	33,767,576,985,892	KOÇFON2	05-Haz-98
HAZIR DEĞERLER	148,176,328	EK NAKİT	(104,838,510)
ALACAKLAR	257,696,062,109	HİSSE SATI-	0
HİSSE SATIŞ BEDELİ (1.GÜN)	0	HİSSE ALI-	0
HİSSE SATIŞ BEDELİ (2.GÜN)	0	HİSSE KOM.	0
DİĞER VARLIKLAR	8,038,881	İTFA 04.06.98	1,288,493,132,190
PEŞİN ÖDENEN STOPAJ(1/04/98) KAGIDI	114,245,650,653	REPO DÖNÜ-	0
PEŞİN ÖDENEN STOPAJ	124,917,190,200	EFT MAS	0
PEŞİN ÖDENEN STOPAJ(20/05/98)	1,935,992,520	EFT MAS	0
PEŞİN ÖDENEN STOPAJ(04/08/98)	16,589,189,855	OVERNIGHT	0
BORÇLAR (-)	391,057,937,946	VADELİ REPO ÇIKIŞI	(3,518,200,000,000)
HİSSE ALIŞ BEDELİ (1.GÜN)	0	HB ALI-	0
HİSSE ALIŞ BEDELİ (2.GÜN)	0	HB SAT-	0
HİSSE SATIŞ KOMİSYONU (1.GÜN)	0	TESCİL İŞLEMLERİ	0
HİSSE SATIŞ KOMİSYONU (2.GÜN)	0	PAY AL/SAT	2,227,812,529,300
NOTER GİDERLERİ	0	EFT MAS	(10,500,000)
TESCİL İŞLEMLERİ	0	REPO BOZUM FARKI	0
KURTAJ GİDERİ	31,890,102	STOPAJ ÖDEME	0
REPO KURTAJ GİDERLERİ	894,945,000	TRL FARK	0
GÜNLÜK YÖNETİM ÜCRETİ	3,364,581,755		
KÜMÜLATİF YÖN. ÜCRETİ	11,932,131,783		
FON STOPAJ KARŞILIĞI	374,834,408,306		
FON TOPLAM DEĞERİ (I)	33,634,363,286,183		
FON TOPLAM DEĞERİ (II)	33,634,363,286,183		
DOLAŞIMDAKİ PAY SAYISI	91,368,900		
BİRİM PAY DEĞERİ	368,116		
BİR ÖNCEKİ FİYAT	367,417		
ÖNCEKİ GÜNE GÖRE ARTIŞ	0.19%		
DÖNKÜ FİYAT	368116.10172		
BUGÜNKÜ STP. ÖNCESİ FİYAT	367,417		
FON STOPAJ KARŞILIĞI	368,202		
	7,889,704,516		

66,356,759,420
16,589,189,855
16,589,189,855
4. GÜNDE BİTİRİ.

KOÇBANK A.Ş. A TİPİ DEĞİŞKEN FONU PORTFÖYÜ

MENKUL KİYMETİN TÜRÜ	İHRACÇI KURUM	NOMİNAL DEĞER	SATIN ALMA TARİHİ	BİRİM SATIN ALMA FİYATI	NOMİNAL FAİZ ORANI	ORTALAMA FAİZ ORANI	VADE TARİHİ	TAN	VADEYE KALAN GÜN	İÇ ISKONTO ORANI	GÜNLÜK BİRİM DEĞER	TOPLAM DEĞER	FON PORTFÖY DEĞERİNDEKİ PAY (%)
AKBNK.İS	Albank	15,000,000,000	04-Haz-98	10,300	91.75%	0.00%	09-Nis-98	2474	309	128.42%	108,617	123,398,000,000	1.08%
AKBNK.İS	Albank	5,000,000,000	04-Haz-98	8,100	73.59%	0.00%	05-Ağu-98		61	99.93%	8,226	41,130,000,000	0.36%
AKBNK.İS	Albank	5,000,000,000	04-Haz-98	8,300	73.60%	0.00%	03-Ağu-98		59	100.07%	8,226	41,130,000,000	0.36%
AKBNK.İS	Albank	5,000,000,000	04-Haz-98	8,200	72.37%	0.00%	17-Tem-98		42	100.01%	8,226	41,130,000,000	0.36%
ALARK.İS	Alarko Holding	2,000,000,000	28-May-98	93,382	70.40%	0.00%	03-Tem-98		28	98.26%	78,133	182,266,000,000	1.29%
ALCTL.İS	Alcatel Teletas	2,000,000,000	26-May-98	93,327	76.00%	0.00%	01-Tem-98		28	98.90%	38,964	71,928,000,000	0.61%
ARAT.İS	Arat Tekstil	4,871,000,000	26-May-98	93,825	72.36%	0.00%	29-Haz-98		24	101.29%	12,776	62,231,896,000	0.53%
ARCLK.İS	Arcelik	9,000,000,000	21-May-98	93,566	72.00%	0.00%	25-Haz-98		20	101.27%	11,781	106,025,000,000	0.90%
ASUZUL.İS	Anadolul Isuzu	9,000,000,000	19-May-98	93,928	70.80%	0.00%	22-Haz-98		17	101.14%	24,517	220,683,000,000	1.87%
AYGAZ.İS	Aygaz	3,000,000,000	13-May-98	93,528	72.00%	0.00%	18-Haz-98		10	98.75%	41,319	123,957,000,000	1.05%
CUKEL.İS	Cukurova Elektrik	150,000,000	04-Haz-98	97,177	70.70%	0.00%	12-Haz-98		7	100.75%	709,834	106,446,100,000	0.90%
ENKA.İS	Enka Holding	800,000,000	04-Haz-98	98,806	83.09%	0.00%	11-Haz-98		6	87.05%	144,738	116,788,800,000	0.96%
EREGL.İS	Eregli Demir Cel	21,501,000,000	04-Haz-98	97,041	68.05%	0.00%	10-Haz-98		5	90.85%	38,735	832,841,235,000	7.06%
EREGL.İS	Eregli Demir Cel	1,000,000,000	04-Haz-98	99,807	72.00%	58.65%	08-Haz-98		0	105.30%	38,735	38,735,000,000	0.33%
EREGL.İS	Eregli Demir Cel	1,000,000,000	04-Haz-98	99,807	72.00%	58.65%	08-Haz-98		0	105.30%	38,735	38,735,000,000	0.33%
GUBRF.İS	Gubre Fabrikalar	378,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	40,240	14,325,825,000	0.12%
ISCTRL.İS	T. Isbank(C)	18,000,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	11,190	60,350,000,000	0.51%
KCHOL.İS	Koc Holding	4,000,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	50,954	203,515,000,000	1.73%
KEPEZ.İS	Kepaz Elektrik	200,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	718,448	143,689,800,000	1.22%
KONYA.İS	Konya Clemento	9,000,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	5,341	48,069,000,000	0.41%
MAKTK.İS	Makina Takim	75,000,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	1,751	131,325,000,000	1.11%
MIGRS.İS	Migros	700,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	256,402	179,451,400,000	1.52%
MILYT.İS	Milliyet Gazetec	18,000,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	9,816	176,870,000,000	1.50%
MMART.İS	Marmaris Mard	33,500,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	3,101	163,882,500,000	0.89%
NTHOL.İS	Net Holding	5,000,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	5,971	29,835,000,000	0.25%
NTTUR.İS	Net Turizm	25,500,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	17,031	434,290,500,000	3.65%
NTTUR.İS	Net Turizm	1,000,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	17,031	17,831,000,000	0.14%
SISEL.İS	T. Sise Cam	14,856,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	8,923	129,853,185,000	1.10%
SISEL.İS	T. Sise Cam	2,000,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	8,923	17,846,000,000	0.15%
TOASO.İS	Tofas Oto Fabr	14,973,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	11,513	172,384,149,000	1.46%
TOASO.İS	Tofas Oto Fabr	8,000,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	11,513	87,665,000,000	0.49%
TUPRS.İS	Tupras	2,000,000,000	04-Haz-98	99,836	80.00%	58.65%	08-Haz-98		0	82.12%	38,328	78,666,000,000	0.65%
GRUP TOPLAMI		311,826,000,000										4,281,871,193,000	38.32%
TÜFE		280,000,000,000										271,542,500,000	37.44%
Haz.Bon. (Stopail)	340,802,369,414											300,559,128,413	2.55%
Haz.Bon. (Repo)	112,518,904,110											100,395,879,346	0.86%
Haz.Bon. (Repo)	844,568,493,151											501,863,063,984	4.28%
Haz.Bon. (Repo)	428,484,353,962											405,807,322,903	3.44%
Haz.Bon. (Repo)	839,783,424,658											806,564,787,352	4.32%
Haz.Bon. (Repo)	427,893,150,585											407,692,289,506	3.46%
Haz.Bon. (Repo)	834,472,802,740											813,389,708,355	4.35%
Haz.Bon. (Repo)	320,769,883,014											308,903,323,840	2.63%
Haz.Bon. (Repo)	632,321,817,508											521,415,814,351	4.42%
Haz.Bon. (Repo)	206,810,958,904											202,691,076,481	1.72%
Haz.Bon. (Repo)	506,041,095,590											499,991,473,035	4.24%
Haz.Bon. (Repo)	516,246,875,342											510,009,779,661	4.33%
Haz.Bon. (Repo)	411,821,917,808											410,950,323,549	3.49%
Haz.Bon. (Repo)	2,044,355,068,493											2,041,019,539,301	17.31%
GENEL TOPLAM:	7,707,762,941,113											7,508,792,819,175	83.85%
GRUP TOPLAMI	7,707,762,941,113											11,788,364,012,175	100.00%
FON PORTFÖY DEĞERİ													

DURATION :
ORAN:16
88.17%

ÖZGEÇMİŞ

Adı, Soyadı: Mehmet Özdoğan

Doğum Tarihi: 06.10.1972

Doğum Yeri: İstanbul

Eğitim: 1983-1990 İstanbul Erkek Lisesi

1990-1994 Yıldız Teknik Üniversitesi
Makina Fakültesi
Makina Mühendisliği Bölümü
Isı ve Proses Ana Bilim Dalı

1994-..... Yıldız Teknik Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Yüksek Lisans Programı

İş: 1994-..... Gantenbein Ticaret Adi Kom. Şti.
Endüstriyel Satış Departmanı