

**TÜRK A TİPİ MENKUL KIYMET
YATIRIM FONLARINDA
SONA ERME ANALİZİ VE TAHMİNİ**

Derya KAHRAMAN

DOKTORA TEZİ

Afyon

Ekim 2006

**TÜRK A TİPİ MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARINDA
SONA ERME ANALİZİ VE TAHMİNİ**

Derya KAHRAMAN

DOKTORA TEZİ

İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Mehmet ERKAN

Afyon

Afyon Kocatepe Üniversitesi

Ekim 2006

DOKTORA TEZİ ÖZETİ

TÜRK A TİPİ MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARINDA SONA ERME ANALİZİ VE TAHMİNİ

Derya KAHRAMAN

İşletme Anabilim Dalı

Afyon Kocatepe Üniversitesi

Ekim 2006

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Mehmet ERKAN

Bu araştırmanın amaçları; Türk A tipi menkul kıymet yatırım fonları performansının hayatta kalana bağlı yanlılığını ve fon performansın fonların sona erme olasılığına etkisini incelemektir. Araştırmacı tarafından özel olarak oluşturulan örneklem, Ocak 2000-Aralık 2004 dönemini kapsar ve hem hayatta olan hem de sona ermiş fonlardan oluşur. Hayatta kalana bağlı yanlılık, hayatta olan fonlarla, sona ermiş ve hayatta olan fonların bileşiminden oluşan tüm fonların getirileri karşılaştırarak incelenmiştir. Fon performansının menkul kıymet yatırım fonlarının sona erme olasılığına etkisi, ikili lojit model kullanılarak incelenmiştir.

Araştırmanın ana bulguları şunlardır: Türk A tipi menkul kıymet yatırım fonlarının hayatta kalana bağlı yanlılığı yüksektir. Lojit modeldeki fon sona ermelerinin incelenmesi, fonun cari dönem performansı, yeni fon akışı ve büyüklüğünün sona erme ile önemli derecede ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca toplam şoklar da sona erme olasılığı ile ilişkili görünmektedir.

Anahtar Kelimeler: yatırım fonları, hayatta kalana bağlı yanlılık, sona erme, lojit model.

DISSERTATION ABSTRACT

ANALYSIS AND PREDICTION OF
DISAPPEARANCE OF TURKISH TYPE A MUTUAL FUNDS

Derya KAHRAMAN
Business Administration Department

Afyon Kocatepe University

October 2006

Advisor: Assistant Prof. Dr. Mehmet ERKAN

Aims of this study are to examine the survivorship bias of Turkish type A mutual funds and to examine the effect of performance on mutual funds' disappearance. A sample uniquely developed by the researcher covers the period January 2000 till December 2004 and includes both defunct and live mutual funds. Survivorship bias is examined by comparing returns between live funds and all funds that are the combination of live and defunct funds. The effect of performance on mutual funds' disappearance is examined by using a binomial logit model.

Major findings of this study are as follows. The survivorship bias of Turkish type A mutual funds are high. The examination of fund disappearance in the logit model indicates that funds' disappearance depends significantly upon funds' contemporary performance, new fund flow and asset size. In addition, total shocks seem to be related with funds' disappearance.

Key words: Mutual funds, survivorship bias, disappearance, logit model.

ÖNSÖZ

Bu araştırmanın hazırlanmasında yol gösterici katkılarından dolayı Yrd. Doç. Dr. Mehmet Erkan, Prof. Dr. M. Kemalettin Çonkar, Prof. Dr. Hasan Hüseyin Bayraklı, Doç. Dr. Ünsal Ban ve Doç. Dr. Veysel Kula'ya; verilerin derlenmesi aşamasında desteklerinden dolayı SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi'nden İ. Ömer Gönül ile SPK Bilgi Edindirme'de görevli tüm çalışanlara, fonların sona ermesi ile ilgili açıklamalarından dolayı SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi'nden Onur Atilla'ya, Türk menkul kıymet yatırım fonu sektörü hakkında bilgilerini esirgemeyen Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nden Hakkı Sunar'a teşekkürü bir borç bilirim.

Bugüne kadarki sonsuz destek ve sevgilerinden dolayı sevgili anne ve babama teşekkür ederim.

Derya Kahraman.

TEZ DANIŐMANI VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI

İmza

Tez DanıŐmanı: Yrd. Doç. Dr. Mehmet ERKAN

Jüri Üyeleri: Prof. Dr. Kemalettin ÇONKAR

Doç. Dr. Ünsal BAN

Doç. Dr. Veysel KULA

Yrd. Doç. Dr. Yusuf TOPAL

Derya KAHRAMAN'ın "Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarında Sona Erme Analizi ve Tahmini" başlıklı tezi 27.10.2006 tarihinde saat 10:00'da, yukarıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliği'nin ilgili maddeleri uyarınca değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Prof. Dr. M. Ali Özdemir
Enstitü Müdürü

ÖZGEÇMİŞ

Derya KAHRAMAN
İşletme Anabilim Dalı
Doktora

Eğitim

Yüksek Lisans : 1997, Fairleigh Dickinson University, ABD,
İşletme Anabilim Dalı
Lisans : 1992, Hacettepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari
Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü
Lise : 1987, Sinop Atatürk Lisesi

İş/İstihdam

2004-Halen, Öğretim Görevlisi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Şuhut Meslek Yüksek Okulu
1999-2004, Öğretim Görevlisi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
1994-1999, Araştırma Görevlisi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
1993-1994, Sağlık Ödemeleri Memuru, T.C. Emekli Sandığı İstanbul Bölge Müdürlüğü

Kişisel Bilgiler

Doğum Yeri ve Yılı : Sinop, 1970.
Cinsiyet : Kadın
Yabancı Dil : İngilizce

ŞEKİLLER LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Şekil 1 Aralık 1999 İtibari İle Dünya Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı	44
Şekil 2 Aralık 2004 İtibari İle Dünya Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı.....	44
Şekil 3 Aralık 1999 İtibari İle Dünya Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı.....	45
Şekil 4 Aralık 2004 İtibari İle Dünya Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı.....	46
Şekil 5 Aralık 1999 İtibari İle ABD Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı.....	47
Şekil 6 Aralık 2004 İtibari İle ABD Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı.....	48
Şekil 7 Aralık 2000 İtibari İle Avrupa Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı.....	49
Şekil 8 Aralık 2004 İtibari İle Avrupa Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı.....	50
Şekil 9 Aralık 1999 İtibari İle Türkiye Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Dünya Fon Yatırımları İçindeki Payı.....	51
Şekil 10 Aralık 2004 İtibari İle Türkiye Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Dünya Fon Yatırımları İçindeki Payı.....	51
Şekil 11 Aralık 1999 İtibari İle Türkiye Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Avrupa Fon Yatırımları İçindeki Payı.....	52
Şekil 12 Aralık 2004 İtibari İle Türkiye Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Avrupa Fon Yatırımları İçindeki Payı.....	52
Şekil 13 Aralık 1999 İtibari İle Türk Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı.....	54

Şekil 14 Aralık 2004 İtibari İle Türk Menkul Kıymet Yatırım Fonu	
Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı.....	55

TABLOLAR LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1. 2000-2004 Döneminde Hayatta Kalan ve Sona Eren A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Sayısal Dağılımı	100
Tablo 2. Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının 2000-2004 Dönemi Çeyrek Yıllık Aşınma Oranı.....	103
Tablo 3. Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının 2000-2004 Dönemi Ortalama Çeyrek Yıllık Getirileri.....	105
Tablo 4. Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Sona Erme Olasılığı Lojistik Regresyon Analizindeki Açıklayıcı Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri	111
Tablo 5. Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Sona Erme Olasılığı Modellerinin Tahmin Sonuçları.....	116

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AŞ	: Anonim Şirketi
CAPM	: Capital Asset Pricing Model
EFAMA	: European Fund and Asset Management Association
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
ICI	: Investment Company Institute
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
SEC	: The U.S. Securities and Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TMSF	: Tasarruf Mevduatı ve Sigorta Fonu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
TEZ JÜRİSİ VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI	iv
ÖNSÖZ	v
ÖZGEÇMİŞ	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ	vii.
TABLolar LİSTESİ	viii,
KISALTMALAR	ix
İÇİNDEKİLER	x
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRK MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI

I. HUKUKSAL DÜZENLEME	5
II. MENKUL KIYMET YATIRIM FONUNUN TANIMI	7
III. MENKUL KIYMET YATIRIM FONUNUN TARAFLARI	9
A) KURUCU	9
B) YÖNETİCİ	9
C) SAKLAYICI	10
D) KATILMA BELGESİ SAHİBİ	10
IV. MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARINDA GEÇERLİ İLKELER	11

A)	RİSKİN DAĞITILMASI İLKESİ	11
B)	PROFESYONEL YÖNETİM İLKESİ	12
C)	İNANÇLI MÜLKİYET İLKESİ	12
D)	MAL VARLIĞININ KORUNMASI İLKESİ	13
E)	MENKUL KIYMET PORTFÖYÜ İŞLETMEK İLKESİ	14
V.	MENKUL KIYMET YATIRIM FONUNUN SAĞLADIĞI FAYDALAR	14
A)	KATILMA BELGESİ SAHİBİNE SAĞLADIĞI FAYDALAR	14
	1. Profesyonel Yönetim	15
	2. Riskin En Aza İndirilmesi	15
	3. Çeşitlilik	15
	4. Düşük Maliyet	15
	5. Likidite	16
	6. Sağlanan Hizmetler	16
B)	KURUCUSUNA SAĞLADIĞI FAYDALAR	16
	1. Ürün Çeşitlendirme	17
	2. Fon Yönetim Ücreti Olarak Gelir Elde Etme	17
	3. İştiraklerince Çıkarılan Menkul Kıymetlere Yatırım Yapma	17
	4. Kurucusu Oldukları Fonların Katılma Belgelerine Yatırım Yapma	17
	5. Hisse Senedi Ağırlıklı Fonlarla Borsada Piyasa Yapıcı Olma	18
	6. Reklam ve Prestij Kaynağı Olma	18
C)	EKONOMİYE SAĞLADIĞI FAYDALAR	18
	1. Sermaye Birikimine Katkı Sağlama	18
	2. Verimli Sınai ve Ticari Alanlara Finansman Kaynağı Sağlama	19
	3. Kamu Açığının Finansmanına Katkıda Bulunma	19
VI.	MENKUL KIYMET YATIRIM FONUNUN KURULUŞU	19
A)	FON KURABİLECEKLER	19
B)	KURUCUNUN TAŞIMASI GEREKEN NİTELİKLER	20

C)	FON KURMA SINIRLARI	21
1.	Üst Sınır	21
2.	Alt Sınır	21
D)	FONUN SÜRESİ	21
E)	FONUN KURULMASI	22
1.	Fon içtüzüğünün Hazırlanması.....	22
2.	Fon İçtüzüğünün Notere Onaylatılması	23
3.	SPK'dan İzin Alınması	23
4.	Fon İçtüzüğünün Ticaret Sicili'ne Tescil ve İlan Ettirilmesi	23
VII.	MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI	23
A)	TİP SINIFLANDIRMASI	23
B)	TÜR SINIFLANDIRILMASI	23
VIII.	KATILMA BELGESİ, ALIM SATIMI VE FİYATLANDIRILMASI	26
A)	KATILMA BELGESİNİN TANIMI VE ALIM SATIMI	26
B)	KATILMA BELGESİNİN FİYATLANDIRILMASI	27
IX.	MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ KATILMA BELGESİ SAHİPLERİNE GETİRDİĞİ MALİYETLER	29
X.	MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI İLE İLGİLİ TEMEL BİLGİLERE ERİŞİM	30
A)	İÇTÜZÜK	31
B)	İZAHNAME	31
C)	SİRKÜLER	32
D)	FON MALİ TABLOLARI	32
E)	PERİYODİK RAPORLAR	33
XI.	MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ VERGİLENDİRİLMESİ	33
A)	FON PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARININ VERGİLENDİRİLMESİ	36
1.	Kurumlar Vergisi Yönünden	36
2.	Gelir Vergisi Yönünden	37

B)	KATILMA BELGESİ KÂR PAYLARININ VERGİLENDİRİLMESİ	37
1.	Kurumlar Vergisi Yönünden	37
2.	Gelir Vergisi Yönünden	38
XII.	TÜRKİYE MENKUL KIYMET YATIRIM FONU DÜZENLEMELERİNİN AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİ İLE UYUMLAŞTIRILMASI	39
A)	AVRUPA BİRLİĞİ MENKUL KIYMET YATIRIM FONU DÜZENLEMESİ	39
B)	TÜRKİYE MENKUL KIYMET YATIRIM FONU DÜZENLEMELERİNİN AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİ İLE ANA FARKLILIKLARI	40
1.	Fonun Yönetimi	40
2.	Fon Varlıklarının Saklanması	41
3.	Fonların Yasal Formları	41
4.	Fonların Malvarlığı	41
5.	Fonların Yatırım Politikaları	42
6.	Periyodik Raporların Yayınlanma Süresi	42
C)	TÜRKİYE MENKUL KIYMET YATIRIM FONU DÜZENLEMELERİNDE YAPILMASI GEREKEN DEĞİŞİKLİKLER	42
XIII.	TÜRKİYE'DEKİ MENKUL KIYMET YATIRIM FONU YATIRIMLARININ DÜNYA ÖLÇEĞİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ	43
A)	DÜNYA'DA MENKUL KIYMET YATIRIM FONU YATIRIMLARI	43
B)	ABD VE AVRUPA'DA MENKUL KIYMET YATIRIM FONU YATIRIMLARI	46
1.	ABD Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımları	46
2.	Avrupa Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımları	48
C)	TÜRKİYE'NİN DÜNYA VE AVRUPA MENKUL KIYMET YATIRIM FONU YATIRIMLARI İÇİNDEKİ PAYI	50

D)	TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMET YATIRIM FONU YATIRIMLARI	52
----	--	----

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMET YATIRIM FONU PERFORMANSININ ÖLÇÜMÜ, HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIĞI VE FONLARDA SONA ERME

I.	MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ PERFORMANSI	56
II.	MENKUL KIYMET YATIRIM FONU PERFORMANSININ ÖLÇÜMÜ	57
A)	MENKUL KIYMET YATIRIM FONU GETİRİSİNİN HESAPLANMASI	57
B)	MENKUL KIYMET YATIRIM FONU PERFORMANSININ ÖLÇÜM YÖNTEMLERİ	58
1.	Menkul Kıymet Yatırım Fonu Sektöründe Kullanılan Performans Ölçüm Yöntemleri	58
2.	Riske Göre Düzeltilmiş Performans Ölçüm Yöntemleri	59
a)	Treynor Performans Ölçüm Yöntemi	60
b)	Sharpe Performans Ölçüm Yöntemi	61
c)	Jensen Performans Ölçüm Yöntemi	62
3.	Riske Göre Düzeltilmiş Performans Ölçüm Yöntemlerine Getirilen Eleştiriler	63
a)	Piyasa Portföyünün Belirlenmesi	64
b)	Risksiz Borçlanma Oranı Varsayımının İhlâli	64
c)	Gelecekteki Performansı Ölçen Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli'nin Geçmiş Performansı Ölçmek Üzere Uygulanması	65
d)	Getiri Dağılımı Normal Olmayan Fonlar	65

4.	Diğer Performans Ölçüm Yöntemleri	65
III.	MENKUL KIYMET YATIRIM FONU PERFORMANSININ HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIĞI	66
A)	HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIĞIN TANIMI	69
B)	HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIĞIN NEDENLERİ	69
C)	HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIĞIN ÖLÇÜMÜ	70
D)	HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIĞIN KAYNAĞI	72
IV.	MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ SONA ERMESİ	73
A)	ABD MENKUL KIYMET YATIRIM FONULARININ SONA ERME ŞEKİLLERİ	73
1.	Birleşme	74
2.	Tasfiye	74
3.	Kayıtlı Fon Olma Vasfını Kaybetme	74
4.	Halka Açık Risk Sermeyesi Fonuna Dönüşme	75
B)	TÜRK MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ SONA ERME ŞEKİLLERİ VE SÜRECİ	75
1.	Kurucu Değişikliği	76
a)	Kurucu Değişikliğinin Tanımı	76
b)	Kurucu Değişikliği Süreci	76
2.	Birleşme	77
a)	Birleşmenin Tanımı	77
b)	Birleşme Süreci	78
3.	Dönüşüm	79
a)	Dönüşümün Tanımı	79
b)	Dönüşüm Süreci	79
4.	Tasfiye	80
a)	Tasfiyenin Tanımı	80
b)	Tasfiye Süreci	81
C)	TÜRK MENKUL KIYMET YATIRIM FONU SONA ERMELERİNİN ARKASINDAKİ MOTİVASYONLAR	82
1.	Kötü Performansı Gizleme Motivasyonu	82
2.	Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma Motivasyonu	85

3.	Pazarlama Motivasyonu	85
4.	Menkul Kıymet Yatırım Fonu Sektörünün Alt Bölümünden Çıkma Motivasyonu	86

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK A TİPİ MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARINDA YANLILIK VE SONA ERME TAHMİNLERİ

I.	ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ	89
A)	ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ	89
B)	ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	90
C)	VERİNİN OLUŞTURULMASI	94
1.	Veri Kaynakları ve Özellikleri	94
2.	Veri Setinin Derlenmesi	95
3.	Örneklem	98
D)	ARAŞTIRMANIN KISITLARI	100
II.	ARAŞTIRMANIN BULGULARI	102
A)	TÜRK A TİPİ MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIK TAHMİNİ	102
B)	TÜRK A TİPİ MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ SONA ERME TAHMİN MODELİ	106
	SONUÇ VE ÖNERİLER	117
	KAYNAKÇA	127

GİRİŞ

Dünya’da menkul kıymet yatırım fonları oldukça uzun bir geçmişe sahiptir. Tarihte bilinen ilk menkul kıymet yatırım fonu ABD’de 1924 yılında *Massachusetts Investors Trust* adıyla kurulmuştur. Birleşik Krallık’taki ilk menkul kıymet yatırım fonu ise 1934 yılında *Foreign Government Bond Trust* adıyla kurulmuştur.¹ Türkiye’de ilk menkul kıymet yatırım fonunun kuruluşu ise 1986 yılında olmuştur.² Yatırımcıların genellikle bilmediği, menkul kıymet yatırım fonu piyasasındaki çok sayıda fonun sona erdiğidir. Fonlardaki sona erme hem gelişmiş hem gelişmekte olan menkul kıymet yatırım fonu piyasalarında karşılaşılan bir durumdur. Örneğin Rekenthaler, 2002 yılında Amerika Birleşik Devletleri’nde 1.037 fonla rekor düzeyde sona erme gerçekleştiğini yazmıştır.³ Brown ve diğerleri, Amerika’daki hisse senedi yatırım fonlarının 1977-1987 dönemi için yılda ortalama yüzde 4,8 oranında aşındığını tahmin etmişlerdir.⁴ Türkiye’de 2001 yılının ilk çeyreğinde var olan 131 fondan 19 tanesi aynı çeyreğin sonuna varmadan sona ermiştir.

Menkul kıymet yatırım fonlarının sona erme şekillerinden biri tasfiyedir. Tasfiye edilen fonların katılma belgelerine sahip yatırımcılar vergi sorunları ile karşılaşabilirler.⁵ Amin ve Kat’a göre, fonların tasfiyesi en azından iki nedenle önemlidir. İlk olarak, fon tasfiyeleri, yatırımcıları beklenmedik anda yeniden yatırım yapma sorunuyla karşı karşıya bırakır. Bu sorun yatırımcıya zaman ve emek kaybına yol açarken, yeni fonun

¹ Ajay Khorana, Henri Servaes ve Peter Tufano, “Explaining the Size of the Mutual Fund Industry Around the World,” *Journal of Financial Economics* 78, no. 1 (2005): 145-185, 145.

² Sermaye Piyasası Kanunu kabul edilmeden önce Türkiye’de bir yatırım fonu denemesi olduğu ve bu denemenin gerçekten yatırım fonu olarak adlandırılmayacağı Akyıldız tarafından ifade edilmiştir. Daha fazla bilgi için bakınız Berna Akyıldız, “Yatırım Fonlarının Türk Hukuku Açısından Değerlendirilmesi,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003.

³ John Rekenthaler, “When Mutual Funds Die,” *Money*, April 2003, 49.

⁴ Stephen J. Brown., William Goetzmann, R.G. Ibbotson ve Stephen A. Ross, “Survivorship Bias in Performance Studies,” *Review of Financial Studies* 5, no. 4: 553-580, 576.

⁵ Allison Bell, “Advisors Should Keep An Eye On Fund Liquidations,” *National Underwriter/Life & Health Financial Services*, 30 April 2001, 4-5, 5.

yönetim ücreti veya alım satım komisyonu eskisine göre daha yüksek olabileceği için para kaybına da mal olabilir.⁶ Amin ve Kat'ın belirtmediği, ancak akla gelen bir başka sorun, yeni fonla birlikte portföy yöneticisinin de değişebilmesidir. Portföy yöneticileri, tecrübe, iş tavrı, beklentileri ve etik değerleri açısından birbirinden farklı olacağı için, bu da yatırımcı açısından ilave sorunlar yaratabilir. Diğer fon sona erme şekilleri olan kurucu değişikliği, birleşme veya dönüşüm hallerinde, vergi sorunları hariç yukarıda sayılan sorunlar doğabilir.

Fon sona ermelerinin önemini oluşturan bir başka neden, sona ermelerle oluşan fon performansının hayatta kalana bağlı yanlılığıdır.⁷ Fon performansının hayatta kalana bağlı yanlılığının dikkate alınmaması, bu fonlarla ilgili yanlış yatırım kararları alınmasına yol açar. Rekenhtaler, hırsızlık yapanın sonsuza kadar suçlu olarak anıldığını; ancak yatırım fonu kurucularının hatalarını silme şansına sahip olduğunu ifade eder.⁸ Fon performansının hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kalması, fon sona ermeleri ile ortaya çıkmaktadır. Başarısız fonlar ortadan kalkarken, daha başarılı fonların hayatta kalması ve hayatta kalanların getiri ölçülerini kullanmanın fonların başarısında meydana getirdiği yükselme, hayatta kalana bağlı yanlılık olarak bilinir.⁹

Hayatta kalana bağlı yanlılığın oluşum süreci şöyle açıklanabilir: Rekabetçi bir ortamda faaliyet gösteren fonlardan, yalnızca en güçlüleri hayatta kalabilmektedir ve hayatta kalan bu fonların getirileri ve diğer bilgileri yatırımcılar ve diğer ilgililer tarafından ulaşılabilenlerdir. Hayatta kalan fonların genellikle ortak özelliği diğerlerine göre daha yüksek performansa sahip olmalarıdır. Sona erenlerin ortak özelliği ise, genellikle düşük performans sergilemeleridir. Sona eren fonların yatırımcıların ve yatırım danışmanlarının ilgi alanından çıkması ile, bu fonların veri tabanlarından da çıkarılması

⁶ Guarav S. Amin ve Harry M. Kat, "Welcome to the Dark Side: Hedge Fund Attrition and Survivorship Bias Over the Period 1994-2001," *Journal of Alternative Investments* 6, no 1 (Summer 2003): 57-73, 57.

⁷ Amin ve Kat, s. 57 ve Rekenhtaler, s. 49.

⁸ Rekenhtaler, s. 49.

⁹ Bing Liang, "Hedge Funds: The Living and the Dead," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, no. 3 (2000): 309-326, 310.

yoluna gidilir. Böylece, yalnızca hayatta kalan fon verilerini kullanarak gerçekleştirilen performans değerlemesi, fon performansının gerçekte olduğundan daha yüksek çıkması ile sonuçlanır.

Grinblatt ve Titman, fonların hayatta kalana bağlı yanlılığına dikkat çeken ve tahmin etmeyi deneyen ilk araştırmacılar, ¹⁰ onları Malkiel ve Brown ve Goetzman takip etmiştir. Bu araştırmacılar, hayatta kalana bağlı yanlılığın boyutunun önemsenmeyecek kadar küçük olmadığını ve sona eren fon verilerinin dâhil edilmesi halinde fonların performansında gözle görünür düşme olduğunu göstermişlerdir. ¹¹

Bilindiği kadarıyla, bugüne kadar yapılan hayatta kalana bağlı yanlılık araştırmalarının tümü, gelişmiş fon piyasalarındaki fonlar üzerinde gerçekleştirilmiştir. Gelişmekte olan piyasa fonlarının hayatta kalana bağlı yanlılığının boyutu konusunda mevcut bir araştırmanın olmaması, böyle bir araştırmanın eksikliğini ortaya çıkarmıştır. Bu araştırmanın katkılarında ilki, bu açığı kapatmaktır.

Bu araştırmanın örnekleme, 2000-2004 dönemi içinde Türk A tipi menkul kıymet yatırım fonu piyasasında faaliyet göstermiş, daha sonra sona ermiş fonlar da dâhil olmak üzere tüm fonları içermektedir. Bu fonlara ait çeyrek yıllık veri seti araştırmacı tarafından oluşturulmuş olup, neredeyse tümüyle hayatta kalana bağlı yanlılıktan arındırılmıştır. Bu sayede, Türk menkul kıymet yatırım fonlarının hayatta kalana bağlı yanlılık derecesinin araştırılması mümkün olmuştur. Türk A tipi menkul kıymet yatırım fonları performansının yıllık hayatta kalana bağlı yanlılığı % 3,43'dür. Bu oran, gelişmiş fon piyasalarındaki fonların performansının yanlılığından daha yüksektir.

¹⁰ Mark Grinblatt ve Sheridan Titman, "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings," *Journal of Business* 62, no. 3 (1989): 393-416.

¹¹ Burton G. Malkiel, "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991," *The Journal of Finance*, 50, no. 2 (1995): 549-572, 553 ve Stephen J. Brown ve William N. Goetzman, "Performance Persistence," *The Journal of Finance* 50, no. 2 (1995): 679-698, 683.

Hayatta kalana bağlı yanlılığı tahmin etmeyi deneyen araştırmacılar, bir fonun sona ermesinde en önemli nedenin onun düşük performansı olabileceğini ifade etmişlerdir. Örneğin Carhart ve diğerleri, 1962-1995 yılları için, Amerikan hisse senedi menkul kıymet yatırım fonlarından hayatta kalamayanların, hayatta kalanlardan yılda yaklaşık % 4 daha düşük getiri elde ettiğini tahmin etmişlerdir.¹²

Brown ve Goetzman, fonların sona erme nedenini fonun düşük performansına bağlayarak incelemişler ve bu düşük performansla sona erme arasında ilişki olduğunu görmüşlerdir.¹³ Fonların sona erme nedenlerini inceleyen araştırmaların sayısının az olduğu ve hepsinin gelişmiş fon piyasalarındaki fonlar üzerinde yapıldığı görülmektedir. Bu araştırmanın katkılarında ikincisi, gelişmekte olan bir fon piyasasında faaliyet gösteren fonların sona erme nedenlerini inceleyerek bu konudaki açığı kapatmaktır.

Gelişmekte olan bir piyasa özelliği gösteren Türk A tipi menkul kıymet yatırım fonları piyasasında yer alan fonlar için, 2000-2004 döneminde söz konusu olan hayatta kalana bağlı yanlılıktan hareketle, bir fonun performansının onun sona erme olasılığı ile ilişkisini incelemek üzere ikili lojistik regresyon analizine başvurulmuştur. 2000-2004 dönemi içinde var olmuş tüm fonlardan oluşan çeyrek yıllık ve yıllık veri seti kullanılarak, fon performansı, büyüklüğü, yaşı, yatırımcıların performansa olan tepkisi olarak düşünölen yeni fon akışı ve toplam şoklar sona erme olasılık modeline katılmıştır. Analiz sonuçları göstermiştir ki fonun cari dönem performansı, yeni fon akışı ve büyüklüğü onun sona erme olasılığı ile ilişkilidir. Toplam şoklar da sona erme olasılığı ile ilişkili görünmektedir.

¹² Mark. M. Carhart, J. N. Carpenter, Anthony W. Lynch ve David K. Musto, "Mutual Fund Survivorship," *The Review of Financial Studies* 15, no 5 (2002): 1439-1463, 1445.

¹³ Brown ve Goetzman, s. 685.

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRK MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI

I. HUKUKSAL DÜZENLEME

28.07.1981 tarihinde kabul edilen 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile menkul kıymet yatırım fonları ilk defa Türk hukuk sistemine dâhil edilmiştir.¹⁴ Bu kanunun 32. maddesinde, sermaye piyasasında faaliyette bulunmasına izin verilen sermaye piyasası kurumlarından biri olarak, menkul kıymet yatırım fonlarına yer verilmiş,¹⁵ 35 ile 44'üncü maddeleri arasında da ayrıntılı bir biçimde menkul kıymet yatırım fonları düzenlenmiştir.¹⁶ 1986 yılının Aralık ayında SPK, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na dayanarak, Seri: VII No:1 "Menkul Kıymet Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği"ni yayımlayarak, fonlara ilişkin ilk kapsamlı düzenlemeyi gerçekleştirmiştir.¹⁷ Menkul kıymet yatırım fonunun Türk hukuk sistemine giriş tarihinden 5 yıl sonra, T.C. İş Bankası A.Ş. ilk menkul kıymet yatırım fonunu kurmuş ve fonun katılma belgelerini 1987 yılında halka arz etmiştir. Türkiye menkul kıymetler borsasının 1986 yılında faaliyete geçmesi nedeni ile ilk fonun kuruluşu, fonların Türk hukuk sistemine girişinden çok sonraya denk gelmiştir. 1987 yılında yatırım fonlarına yönelik vergi kolaylıkları sağlanması ile fonların sayısı artmaya başlamıştır¹⁸

1992 yılında, piyasanın hızla büyümesi nedeni ile artan ihtiyaçları karşılamak üzere, 1981 tarihli Kanun'un önemli sayılabilecek sayıdaki maddesinde değişiklik yapılmış ve

¹⁴ T.C. Resmi Gazete, 30.07.1981 tarih ve 17416 sayı.

¹⁵ Şenol Çudın, "Yatırım Fonları," Vergi Sorunları Dergisi 71 (Mart-Nisan 1994): 24-35, 30.

¹⁶ Selahattin Tuncer, "Yatırım Fonları-Katılma Belgeleri ve Bunlarla İlgili Vergi Sorunları," Mükellefin Dergisi 99, no. 84 (1999): 52-66, 54.

¹⁷ T. C. Resmi Gazete, 13.12.1986 tarih ve 19310 sayı.

¹⁸ Akyıldız, s. 11.

menkul kıymet yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler sadeleştirilmiştir¹⁹ 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun²⁰ ile 1981 tarihli 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun yatırım fonlarına ilişkin madde sayısı 2'ye indirilerek, madde 37 ve 38, madde 38'de SPK'ya yatırım fonlarına ilişkin aşağıdaki konularda düzenleme yapma yetkisi verilmiştir:²¹

Fonun kuruluşu, fonun asgari tutarı, fon türleri itibariyle portföylerde bulundurulabilecek kıymetleri ve portföy sınırlamaları, değerlendirme esasları, fon kârının tespiti ve dağıtımı ile fonun faaliyet ve yönetim ilkelerini, birleşmesini, sona ermesini ve tasfiyesini, fon içtüzüğünün, yönetim ve saklama sözleşmelerinin düzenlenmesini, kapsamını, değiştirilmesini, tescil ve ilanını, katılma belgelerinin değerine, ihraç ve geri satın alma fiyatlarının hesaplanmasına ve ilanına, alım satım ilkelerine ilişkin esaslar.

SPK, 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nun yatırım fonlarına ilişkin hükümlerindeki sadeleştirme neticesinde, izleyen yıllarda menkul kıymet yatırım fonlarına ilişkin çok sayıda tebliğ çıkarmıştır. 1996 yılında çıkarılan Seri VII, No:10 "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"²² ile daha önceki tebliğler yürürlükten kaldırılarak, menkul kıymet yatırım fonlarına ilişkin tebliğ sayısı da bire indirilmiştir. SPK, halen yürürlükte olan bu tebliğe zaman zaman eklemeler yaparak menkul kıymet yatırım fonlarına ilişkin esasları ihtiyaçlara uygun hale getirmeye çalışmaktadır.

SPK, yatırım fonları konusundaki düzenleyici kurum olma görevini yalnızca tebliğ düzenleyerek değil, aynı zamanda ilke kararları alarak da yerine getirmektedir. Bu

¹⁹ Özge Y. Okat, "Kolektif Yatırım Modellerine İlişkin AT ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Kolektif Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları," SPK Yeterlik Etüdü, 2000), 5 ve Ayşe Sumer, Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, 3. baskı (İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., 2002), 4.

²⁰ T.C. Resmi Gazete, 13.05.1992 tarih ve 21227 sayı.

²¹ Akyıldız, s. 14.

²² T.C. Resmi Gazete, 13.05.1992 tarih ve 21227 sayı.

nedenle, kurulun menkul kıymet yatırım fonlarına yönelik olarak aldığı ilke kararları da bu fonlara ilişkin hukuksal düzenleme olarak değerlendirilmektedir.²³

II. MENKUL KIYMET YATIRIM FONUNUN TANIMI

Menkul kıymet yatırım fonu belki en basit şekliyle, belirlenen finansal amaca ulaşmak üzere pek çok yatırımcının parasının hisse senedi, tahvil, bono gibi menkul kıymetlere yatırıldığı bir tasarruf değerlendirme aracı olarak tanımlanabilir.²⁴

1981 tarihli 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 35. maddesinde *menkul kıymetler yatırım fonu* kavramına yer verilerek şöyle tanımlanmıştır: “Kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre menkul kıymet portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı.”²⁵

2499 sayılı Kanun'da değişiklik yapan 1992 tarihli 3794 sayılı Kanun'da ise *yatırım fonu* kavramına yer verilerek şöyle tanımlanmıştır:²⁶

Halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul ve kıymetli madenlerden oluşan bir portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır.

3794 sayılı Kanun'un genel gerekçesinde, bu Kanun ile menkul kıymet yatırım fonunun yanında risk sermayesi yatırım fonu, gayrimenkul yatırım fonu gibi, değişik değerlerden

²³ Akyıldız, s. 15.

²⁴ Sermaye Piyasası Kurulu, Yatırım Fonları, 2002, 3 ve Türkiye İş Bankası, <http://www.isbank.com.tr/sss/foSikcaSorulanSorular.asp?iKodSikcaSorulanSoru=173> (10.06.2006)

²⁵ Ünal Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları (İstanbul: Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.: 1982), 108.

²⁶ T.C. Resmi Gazete, 13.05.1992 tarih ve 21227 sayı, 9.

oluşan portföylere yatırım yapabilen fonların kurulmasına imkân getirildiği belirtilmektedir.²⁷

SPK 3794 sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na dayanarak düzenlediği ve yayımladığı Seri VII No: 10 “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile, gayrimenkul yatırım fonlarını hariç tutarak yatırım fonlarına ilişkin esasları düzenlemiştir.²⁸ Bu tebliğin 4'üncü maddesinde yer alan yatırım fonu tanımı şöyledir:²⁹

... halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre, aşağıda belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır.

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

Seri VII No: 10 “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde” yatırım fonu kavramına yer verilmiştir. Ancak tebliğde yer alan tanım dikkatlice okunduğunda, Kanun'daki yatırım fonu tanımından, portföye alınabilecek varlıklar arasında gayrimenkullerin yer almaması noktasında farklılaştığı görülmektedir. Bu durum, gayrimenkul yatırımı ile menkul kıymet yatırımının farklı uzmanlık alanları olması nedeniyle, gayrimenkul yatırım fonlarının ayrıca düzenlenmesine olan gereklilikten kaynaklanmaktadır.³⁰ Sonuç olarak, Seri VII No: 10 “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”, menkul kıymet yatırımı ile uğraşan fonları düzenleyen bir tebliğdir. Bu nedenle, tersi belirtilmedikçe,

²⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, <http://www.spk.gov.tr> (12.06.2006).

²⁸ Saim Kılıç, Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi, (İstanbul: Mart Matbaacılık, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002), 16.

²⁹ Ayşe Sumer, Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, 3. baskı (İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2002), 296.

³⁰ Kılıç, s. 16.

yatırım fonu ile menkul kıymet yatırım fonu kavramları birbirinin yerine kullanılmaktadır.

III. MENKUL KIYMET YATIRIM FONUNUN TARAFLARI

Bir menkul kıymet yatırım fonunu meydana getiren taraflar; kurucu, yönetici, saklayıcı kurum ve katılma belgesi sahipleridir.³¹

A) KURUCU

Kurucu, fonun riskin dağıtılması ve inanca mülkiyet esaslarına göre, belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetimi, temsili ve saklanmasıyla sorumlu tutulan kuruluştur.³² Sermaye Piyasası Kanunu'nda, SPK'nın fonun yönetim ve saklama işlemlerinin farklı kurumlarca yürütülmesine karar verebileceği hüküm altına alınarak,³³ çıkabilecek çıkar çatışmalarına karşı önlem alınmıştır.

Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde düzenlendiği üzere, kurucu, fonla ilgili işlemleri kendi adına yürütmesi için her bir fon için en az üç kişiden oluşan bir fon kurulu ve en az bir denetçi atar. Kurucunun, fon kurulu üyeliklerine ve denetçiliğine dışarıdan atama yapması mümkündür.

B) YÖNETİCİ

Kurucu, belirleyeceği yönetici ile portföy yönetim sözleşmesi imzalayarak portföy yönetim hizmeti alır.³⁴ Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre yöneticinin sorumluluğu; fon portföyünün Sermaye Piyasası Kanun'u, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ve fon içtüzük hükümlerine göre yönetilmesidir. Fon

³¹ Akyıldız, s. 135.

³² Sumer, s. 298

³³ Kılıç, s. 16.

³⁴ Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 18. Basım (İstanbul, 2003), 116.

yöneticisi olabilecekler, portföy yöneticiliği yetki belgesine sahip kuruluşlardır. Bu kuruluşlar, portföy yönetim şirketleri ve aracı kurumlardır.³⁵

C) SAKLAYICI

Kurucu, fon portföyündeki varlıkların saklanması amacıyla, belirleyeceği saklayıcılar nezdinde sözleşmeler yaparak fonun varlıklarının saklanmasını sağlar.³⁶ Saklayıcının sorumluluğu, fon portföyündeki varlıkları saklamaktan ibaret olmayıp, varlıkların faiz ve temettü gibi gelirlerinin tahsilâtını da kapsar.³⁷

D) KATILMA BELGESİ SAHİBİ

Tasarruf sahipleri, tasarruf ettikleri miktar küçük olup, onunla düzenli ve güvenli gelir elde etmek istediklerinde yatırım fonlarını tercih edebilirler. Tasarruf sahipleri, yatırım fonu kurucusunun halka arzettiği fon katılma belgelerinden satın alarak, fondan pay alırlar. Katılma belgesi satın alabilecekler, gerçek veya tüzel kişi olabilirler.

Yatırım fonlarının, katılma belgelerini satın alan tasarruf sahipleri olmadan var olması mümkün değilken; katılma belgesi sahiplerinin tasarruflarını fon kurucusunun inancılı mülkiyetine bırakması nedeniyle, katılma belgesi sahiplerinin fonun yönetimine karışma hakları yoktur. Tasarruf sahibi katılma belgesi satın alarak, iltihâki yani tek taraflı bir sözleşme olan fon içtüzüğünün getirdiği hükümleri kabul etmiş olur. Bu nedenle, menkul kıymet yatırım fonuna ilişkin düzenlemelerle, katılma belgesi sahiplerinin haklarının korunmasına ihtiyaç vardır.³⁸

³⁵ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, 2004, 4, http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm (03.06.2006).

³⁶ Vural Günel, Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri, (İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1997), 390.

³⁷ Vahdettin Ertaş, Kürşat Tuncel ve Bahadır Teker, Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu, 103, 1997, 11.

³⁸ Akyıldız, s. 136.

IV. MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARINDA GEÇERLİ İLKELER

Menkul kıymet yatırım fonlarında geçerli ilkeler 5 adettir. Bu ilkeler, riskin dağıtılması, profesyonel yönetim, inancılı mülkiyet, mal varlığının korunması ve menkul kıymet portföyü yönetmekten ibarettir³⁹

A) RİSKİN DAĞITILMASI İLKESİ

Finansal yatırım alanındaki önemli ilerlemelerden biri olarak kabul edilen modern portföy teorisi, yatırımcıların riske karşı olduğu inancına dayanır ve bu teorisinin uygulamaları finansal yatırım alanına 1950'lerden beri hükmetmektedir.⁴⁰ Çığır açtığına inanılan modern portföy teorisinin ortaya koyduğu uygulamalar, en az riskle en fazla getiriyi elde etmenin yolunu göstermektedir ve bu uygulamalar portföy yönetimi alanında yaygın şekilde rağbet görmektedir. Bu şekilde menkul kıymet yatırım fonları, bireysel yatırımcıların kendi başlarına ulaşamayacakları risk dağıtım seviyesini onlara sunabilmektedirler. Yatırımcılar fonlar sayesinde, etkin risk dağıtım seviyesini, büyük tutarlı bir portföyden pay aldıkları için ucuza satın alabilmektedirler.

Menkul kıymet yatırım fonlarının etkin risk dağıtımını şöyle açıklanabilir: Bilindiği gibi portföy, sahip olunan varlıkların tümüne denir. Bir menkul kıymet yatırım fonunun çok sayıda yatırımcıdan topladığı paralarla oluşturduğu ve yönettiği portföy, değişik varlık grupları arasında dağıtılmış bir yapıda olmasının yanında, bir varlık grubu içinde de çok sayıda menkul kıymete dağıtılmıştır. Modern portföy teorisine göre, portföy içindeki değişik varlık grupları ve onların içindeki farklı sektörlerden menkul kıymetlerin getirilerindeki değişimin sonucu minimuma indirildiğinde, portföyün etkin risk dağıtımını gerçekleştirilir.⁴¹ Bu risk dağıtım seviyesinin, bireysel yatırımcının kendisinin oluşturduğu ve yönettiği bir portföy ile gerçekleştirebilmesi, bireysel portföyün menkul kıymet yatırım fonunun oluşturduğu ve yönettiği portföyden kat kat küçük olması nedeniyle çok güçtür.

³⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, s. 8-10.

⁴⁰ Frank K. Reilly ve Keith C. Brown, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 5. ed., (Dryden, 1997), 252 ve 253.

⁴¹ Reilly ve Brown, s. 253.

B) PROFESYONEL YÖNETİM İLKESİ

Portföy teorisinin gerektirdiği şekilde en az riskle en iyi getiriye sağlamak için, portföy oluştururken hangi varlık gruplarına ne kadar ağırlık verileceğinin belirlenmesi önemli bir iştir.⁴² Bir varlık grubunda hangi menkul kıymetlere yatırım yapılacağı da doğru bir şekilde seçilmesi gerekir . Portföy oluşturulduktan sonra ise, piyasadaki her yeni durum veya gelişmenin portföy oluşturulurken belirlenen risk seviyesine yapacağı etkinin analiz edilmesi ve ona uygun şekilde anında eyleme geçilmesi, diğer deyişle gerekli ise portföyün varlık dağılımının değiştirilmesi gereklidir.⁴³ Şüphesiz ki bu da sürekli olarak piyasaların ve sektörlerin gözlenmesini gerektirir. Piyasaların ve sektörlerin takibi, gelişmelerin muhtelif etkilerinin ve buna göre gerekli eylemin ne olacağının hızlı bir şekilde kestirilmesi ve uygulanması, bir bireysel yatırımcının bu işe tam mesaisini ayırmasını gerektirecek düzeyde zaman alıcı, zor ve pahalıdır. Her bireysel yatırımcının da bu uzmanlığa ve tecrübeye ulaşma imkânı olmaz. Halbuki menkul kıymet yatırım fonları, profesyonel portföy yönetimini yatırımcılara düşük bir maliyetle sunabilmektedirler.

C) İNANÇLI MÜLKİYET İLKESİ

Tuncer, menkul kıymet yatırım fonları için geçerli üçüncü ilke olan inançlı mülkiyeti şu şekilde tanımlar: “paranın daha iyi çalıştırılmasını sağlayacak kolektif bir yatırım kuruluşuna emanet edilmesi ve daha sonra bu para ile oluşan kazançta ortak olunması.”⁴⁴

Türkiye’de menkul kıymet yatırım fonları, sözleşmeye dayanan bir yasal forma sahiptirler. Bir fonun kurucusu, fona inançlı mülkiyet ilkesine göre sahiptir ve aynı ilkeye bağlı kalarak fonu yönetir.⁴⁵ Daha önce Menkul Kıymet Yatırım Fonunun Tarafları bölümünde de belirtildiği gibi, kurucunun düzenlediği fon içtüzüğü

⁴² Zvi Bodie, Alex Kane ve Alan J. Marcus, *Investments*, 5th ed., (New York: McGraw-Hill Irwin, 2002), 880.

⁴³ Reilly ve Brown, s. 245.

⁴⁴ Tuncer, s. 55.

⁴⁵ Sumer, s. 128.

aracılığıyla, tasarruf sahibi fonun katılma belgesini satın aldığı anda fonun mülkiyetini inanca malike devretmektedir.⁴⁶

Fon mal varlığının kime ait olacağıyla ilgili müşterek mülkiyet ve inanca mülkiyet olmak üzere iki alternatif mevcut iken, SPK inanca mülkiyeti esas almıştır. 2499 Sayılı Kanun Gerekçesi'nde bunun nedenleri açıklanmıştır. İlk olarak, müşterek mülkiyet esasına göre fon kurulduğunda, fon malvarlığı katılma belgesi sahiplerinin müşterek mülkiyetinde olmakta, ancak müşterek mülkiyet geçici işlemler için kabul edilmiş bir kurum olduğundan yatırım fonunun sürekliliği prensibi ile bağdaşmamaktadır. Diğer taraftan, müşterek mülkiyete dayalı yatırım fonlarında katılma belgesi sahipleri ile fon yöneticisi arasındaki ilişkilerde vekâlet akdi hükümleri geçerlidir. Vekâlet akdinde vekâlet veren vekile talimat verir ve her zaman vekili azledebilir. Hâlbuki katılma belgesi sahipleri yönetime katılamazlar ve yatırım fonu uygulaması ana karakter itibariyle katılma belgesi sahiplerinin yöneticisi azledememesini gerektirir.⁴⁷

D) MAL VARLIĞININ KORUNMASI İLKESİ

Sermaye Piyasası Kanunu madde 37'e göre, bir menkul kıymet yatırım fonu tüzel kişiliğe sahip olmamasına rağmen, fonun malvarlığı kurucusundan ayrıdır.⁴⁸ Fonun varlıklarının, kurucusunun mal varlığından ayrı tutulmasındaki amaç; fon mal varlığının korunması, fonun yatırım fonu amaçlarının ötesinde kullanılmaması, kişisel çıkarlara ve özel amaçlara hizmet etmek üzere kullanılmamasını sağlamaktır.⁴⁹ Ayrıca, Sermaye Piyasası Kanunu'na göre fonun malvarlığının rehin edilmesi, teminat gösterilmesi ve üçüncü kişiler tarafından haczedilmesi de mümkün değildir.⁵⁰ Bu düzenleme ise, yine

⁴⁶ Tefrik Gürman, Dünya'da ve Türkiye'de Yatırım Fonları, (Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları No: 342, Tisamat Basım Sanayi, Ankara), 34.

⁴⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, 2499 Sayılı Kanun Gerekçesi, Sermaye Piyasasının Düzenlenmesi ve Denetimi Hakkında Kanun Tasarısı ve Bütçe, 20 Mart 1981, <http://www.spk.gov.tr> (20.09.2005).

⁴⁸ Hakan K. Eruygur, Yatırım Fonları ve Hukuki Mahiyeti, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998, 74.

⁴⁹ Vural, s. 385.

⁵⁰ Sumer, s. 128.

fonun malvarlığının korunmasına hizmet etmek üzere getirilmiştir.⁵¹ Menkul kıymet yatırım fonuna tasarruflarını aktaran yatırımcıların tasarruflarının korunması, mal varlığının korunması ilkesi ile gerçekleştirilebilmektedir .

E) MENKUL KIYMET PORTFÖYÜ İŞLETMEK İLKESİ

Menkul kıymet yatırım fonları, yatırım yapmalarına izin verilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek dışında herhangi bir işle uğraşamazlar.⁵² Bu fonların yatırım yapabilecekleri varlıklar arasında nakit ve kıymetli madenlerin de yer almasına rağmen, fonların temel amacı menkul kıymetlerden oluşan portföyü işleterek kazanç elde etmektir.⁵³ Fonlar, portföylerine menkul kıymetleri satın alarak ve satarak, alım fiyatı ile satım fiyatı arasında oluşan olumlu farktan ve satın aldıkları menkul kıymetlerin kâr payları ve faizlerinden gelir sağlama amacını güderler.

V. MENKUL KIYMET YATIRIM FONUNUN SAĞLADIĞI FAYDALAR

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

A) KATILMA BELGESİ SAHİBİNE SAĞLADIĞI FAYDALAR

Menkul kıymet yatırım fonlarının tasarruf sahipleri arasında popülerliğine yol açan pek çok neden sayılabilirken, bunlardan en önemli 6 tanesi şunlardır: profesyonel portföy yönetimi, riskin en aza indirilmesi, çeşitlilik, düşük maliyet, likidite ve sağlanan hizmetler.⁵⁴ Bu avantajlardan bir kısmı, tabiatıyla menkul kıymet yatırım fonlarında geçerli ilkeleri oluşturmaktadır ve bu ilkelerle ilgili açıklamalara daha önce yer verildiği için burada kısaca bahsedilecektir.

⁵¹ Günel, s. 385.

⁵² Sumer, s. 296.

⁵³ Sermaye Piyasası Kurulu, s. 9.

⁵⁴ Stephen R. Sears ve Gary L. Trennepohl, Investment Management, (Dryden Pres, 1993), 804 ve Kılıç, s. 7-9.

1. Profesyonel Yönetim

Kendi yatırımlarını yönetecek bilgi, beceri ve zamana sahip olmayan tasarruf sahipleri için, menkul kıymet yatırım fonları adeta biçilmiş kaftandır. Bu yatırımcıları cezbeden, fonların sağladığı profesyonel portföy yönetimidir.

2. Riskin En Aza İndirilmesi

Menkul kıymet yatırım fonları tasarruf sahiplerine, iyi çeşitlendirilmiş bir yatırım fonuna yatırım yaparak istenen getiriye göre riskin en aza indirildiği bir portföyden pay alma, adeta piyasanın bir parçasını çok ucuza satın alma şansı tanımaktadırlar. Menkul kıymet yatırım fonları sayesinde tasarruf sahipleri, kendi başlarına sağlayamayacakları risk dağıtım seviyesine, fonun uyguladığı etkin çeşitlendirme sayesinde daha ucuza ulaşabilmektedirler.

3. Çeşitlilik

Tasarruf sahiplerinin farklı getiri ve risk beklentilerine cevap verebilecek çeşitte fonlar mevcuttur. Bu sayede tasarruf sahipleri, bu fonlar arasından kendi ihtiyaç ve beklentilerine uyanı bulup yatırım yapma şansına sahiptirler.

4. Düşük Maliyet

Tasarruf sahiplerinin yatırım fonlarından elde ettiği önemli bir avantaj, bu fonların tasarrufçunun kendi başına yapacağı portföy yatırımından daha düşük maliyete, en az risk ve profesyonel yönetimi sunmalarıdır. Bu avantajın tasarruf sahiplerine sunulması, belirli bir gidere katlanarak elde edilen araştırma giderlerinin, yalnızca portföye ilişkin yatırım kararlarına yardımcı olacak şekilde⁵⁵ portföyün tamamı için kullanılması ile olur. Ayrıca, kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre daha büyük hacimli

⁵⁵ Association for Investment Management and Research, Standards of Practice Handbook, 8th. Ed., 1999, 174.

alım ve satım yapmaları nedeniyle bireysel yatırımcılara göre daha düşük işlem maliyeti elde edebildikleri bilinmektedir.⁵⁶

5. Likidite

Likidite, fiyatta önemli bir hareket olmadan çabuk bir şekilde bir şeyi alabilmek veya satabilmek anlamına gelir.⁵⁷ Tasarruf sahipleri açısından yatırımlarının likit özellikte olup olmaması önemlidir. Menkul kıymet yatırım fonlarının katılma belgeleri günlük olarak fiyatlandırılmakta olup, katılma belgesi sahibinin ister ihtiyacı kadar ister tümüyle fondaki yatırımını bozma şansı vardır.⁵⁸ Ayrıca, fonların iade edilmiş katılma belgelerini tasarruf sahiplerine satma şansları mevcuttur. Bu özellikleri sayesinde menkul kıymet yatırım fonları oldukça likittirler.

6. Sağlanan Hizmetler

Yatırım fonları tasarruf sahiplerinin ihtiyaçlarına uygun şekilde bazı hizmetler sunmaktadırlar. Örneğin fonlar, tasarruf sahiplerinin bir fonun katılma belgesini satın alabilmesini, bir fondan başka bir fona geçişini ve katılma belgesini fona geri iade etmesini kolaylaştırıcı şekilde geniş bir dağıtım kanalı sunmaktadırlar. Onun dışında, Türkiye’de fon içtüzüklerinde yer verildiği takdirde, katılma belgesi sahiplerine katılma belgeleri karşılık gösterilerek kurucu bir banka ise o bankada, değilse kurucunun belirlediği bir bankada hesap açtırarak çek keşide etme imkânı verilmektedir.⁵⁹

B) KURUCUSUNA SAĞLADIĞI FAYDALAR

Menkul kıymet yatırım fonu kurucuları, bu fonlar sayesinde çeşitli faydalar elde etmektedirler. Bu faydalar; ürün çeşitlendirme, fon yönetim ücreti olarak gelir elde

⁵⁶ Josephine Cumbo, “Equity Funds,” *Financial Times*, 12.05.2006 <http://www.ft.com/cms/s/797de0e0-e198-11da-bf4c-0000779e2340.html> (06.06.2006).

⁵⁷ Reilly ve Brown, s. 106.

⁵⁸ Ertaş ve diğerleri, s. 17 ve Kılıç, s. 9.

⁵⁹ Sumer, s. 312.

etme, iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırım yapma, kurucusu oldukları fonların katılma belgelerine yatırım yapma, hisse senedi ağırlıklı fonlarla borsada piyasa yapıcı olma, reklam ve prestij kaynağı değildir.

1. Ürün Çeşitlendirme

Menkul kıymet yatırım fonlarının kurucuları, rekabet ortamında faaliyet gösterdiklerinden, fonlar sayesinde tasarruf sahiplerine yeni bir hizmet sunabilmektedirler.⁶⁰ Böylece onlar da, kendi ürün çeşitliliklerini artırarak iş riski düzeylerini azaltmaktadırlar.⁶¹

2. Fon Yönetim Ücreti Olarak Gelir Elde Etme

Fon kurucuları, fon içtüzüğüne koydukları hüküm çerçevesinde, fona sağladıkları eleman ve donanım ile fonun yönetim ve temsili karşılığında fon yönetim ücreti alırlar.⁶²

3. İştiraklerince Çıkarılmış Menkul Kıymetlere Yatırım Yapma

Kurucular, fonlar aracılığı ile doğrudan veya dolaylı iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere, belirli sınır dâhilinde yatırım yapabilmektedir.⁶³

4. Kurucusu Oldukları Fonların Katılma Belgelerine Yatırım Yapma

Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 42'inci maddesi uyarınca kurucular, içtüzüklerde belirtmek koşuluyla, fonlar aracılığı ile belirli sınırlamalar

⁶⁰ Ertaş ve diğerleri, s. 17.

⁶¹ Sears ve Trennepohl, s. 370'de, ürün çeşitlendirme ile iş riski arasındaki ilişki şu cümle ile ifade edilir: Bir portföydeki varlıkların sayısı arttıkça, portföyün dağıtılabilir risk düzeyi azalır sığır yaklaşır. Aynen bir portföyde olduğu gibi, bir işletme de ürün çeşitlendirmesine giderek, satış hâsılatı ve sonuçta kârının olumsuz gelişmelerden etkilenme düzeyini, diğer deyişle iş riskini azaltmaya çalışır.

⁶² Ertaş ve diğerleri, s. 17.

⁶³ Ertaş ve diğerleri, s. 18.

dâhilinde kurucusu oldukları farklı türlerdeki yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapabilmektedirler.⁶⁴

5. Hisse Senedi Ağırlıklı Fonlarla Borsada Piyasa Yapıcı Olma

Hisse senedi ağırlıklı fonlarda, kurucuların fonun portföyünde bulunan hisse senetleri ile borsada piyasa yapıcı görevini alması mümkün olabilmektedir.⁶⁵

6. Reklam ve Prestij Kaynağı Olma

Menkul kıymet yatırım fonları kurucuları için önemli bir reklam aracı olmanın yanında prestij kaynağıdır da.⁶⁶

C) EKONOMİYE SAĞLADIĞI FAYDALAR

Menkul kıymet yatırım fonları ülke ekonomisine, küçük tasarruflardan sermaye birikimine katkı sağlamak; bu sermayeyi verimli sınai ve ticari alanlara finansman kaynağı olarak aktarmak ve kamuya finansman sağlamak şeklinde faydalar sağlarlar.

1. Sermaye Birikimine Katkı Sağlama

Menkul kıymet yatırım fonları, küçük tasarrufların bir araya gelmesini böylece büyük fon kaynakları halini almasını sağlarlar. Özellikle sermaye birikiminin yetersiz olduğu ülkeler için, küçük tasarrufların bir araya getirilerek büyük fon kaynakları haline getirilmesi daha da önemlidir. Bu fonların topladıkları paralar, gelişmiş ekonomilerde

⁶⁴ T.C. Resmi Gazete, 19.12.1996 tarih ve 22852 sayı.

⁶⁵ Sears ve Trennepohl, s. 137'de piyasa yapıcısı, düzenli olarak menkul kıymet alıp satan aracı olarak tanımlanır. Piyasa yapıcılığının nasıl kâr getirdiğiyle ilgili açıklamalar için bakınız Reilly ve Brown, s. 132.

⁶⁶ Ertaş ve diğerler, s. 18.

uzun vadeli fon kaynağı özelliği gösterirken,⁶⁷ Türkiye’de mevcut ekonomik şartlar nedeni ile daha çok kısa vadeli fon kaynağı özelliği göstermektedir.

2. Verimli Sınai ve Ticari Alanlara Finansman Kaynağı Sağlama

Menkul kıymet yatırım fonlarının, oluşturdukları sermayeyi finansmana ihtiyaç duyan sınai ve ticari işletmelere aktarmak şeklinde önemli bir faydaları mevcuttur. Gerek sınai gerekse ticari işletmelerin ucuz ve uzun vadeli finansman kaynağı bulmaları son derece önemlidir. Fonlar sayesinde bu işletmeler, banka borçlanmasından daha uygun şartlarda finansman kaynağına kavuşabilmektedirler.⁶⁸

3. Kamu Açığının Finansmanına Katkıda Bulunma

Menkul kıymet yatırım fonları, devlet borçlanma araçlarına yatırım yaparak, kamu açıklarının finansmanına katkıda bulunmaktadır.⁶⁹ Türkiye’deki menkul kıymet yatırım fonlarının daha yoğun olarak kamu borçlanma senetlerine yatırım yaptığı göz önüne alındığında, bu faydanın Türkiye için daha önemli olduğu söylenebilir.

VI. MENKUL KIYMET YATIRIM FONUNUN KURULUŞU

Bir menkul kıymet yatırım fonunun kuruluşunu, kurucuların kimler olabileceği, nitelikleri, fon kurma sınırları, fon süresi ve fonun kurulması şeklinde incelemek mümkündür.

A) FON KURABİLECEKLER

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda yalnızca bankalara menkul kıymet yatırım fonu kurma yetkisi verilmişken, 1992 yılında yapılan değişiklik ile bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel olmayan emekli ve yardım sandıkları

⁶⁷ Hakkı İ. Sönmez, Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Sermaye Piyasası’ndaki Yeri, Önemi, Ekonomik Yararları ve Mevcut Durumları, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1994, 48.

⁶⁸ Sönmez, s. 48.

⁶⁹ Ertaş, s. 18.

ile 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu'nun geçici 20'inci maddesi uyarınca kurulmuş sandıklara fon kurma yetkisi verilmiştir.⁷⁰ Ancak bu yetkinin bir şartı, SPK'dan fon kurma izni almalarıdır.⁷¹

B) KURUCUNUN TAŞIMASI GEREKEN NİTELİKLER

Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde menkul kıymet yatırım fonu kurmak isteyen kurumlarda bulunması gereken nitelikler sayılmıştır. Fon kurmasına izin verilen kurumlarda aranan nitelikler şunlardır:

- Aracı kurumların Sermaye Piyasası Kanunu'nun 30'uncu maddesinin (b) bendinde tanımlanmış olan sermaye piyasası faaliyetinde, diğer deyişle daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı, bulunmak üzere SPK'dan izin almış olmaları;
- Aracı kurumların özsermayelerinin, Seri:V, No:34 sayılı "Aracı Kurumların Sermayelerinde ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği"nin 7'nci maddesi kapsamında hesaplanan tutardan az olmaması;
- Banka ve sigorta şirketlerinin kendi mevzuatları çerçevesinde sahip olmaları gereken en az ödenmiş sermayeye sahip olmaları;
- Kurucuların kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde faaliyetlerinin tümüyle veya belirli faaliyet alanları itibarıyla sürekli veya son 1 yıl⁷² içinde 1 ay veya daha fazla süreyle geçici olarak durdurulması kararı verilmemiş olması;
- Kurucuların yetkililerinin, müflis olmamaları ve zimmet, ihtilas, irtikap, rüşvet, emniyeti suistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, istihsal kaçakçılığı hariç kaçakçılık gibi yüzkızartıcı suçlardan dolayı veya kendi özel mevzuatları ve

⁷⁰ Eryugur, s. 7 ve 8.

⁷¹ Ümit Gücenme, Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, (Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yanını No: 181,1994), 65.

⁷² Akyıldız, s. 79'da, geriye doğru 1 yıllık sürenin belirlenmesinde, fon kurmak isteyen kuruluşun fon kurma izni için SPK'ya başvuru tarihinin alınmasının doğru olduğu ifade edilmiştir.

sermaye piyasası mevzuatına aykırılıktan dolayı mahkumiyet kararlarının bulunmamış olması gerekir.⁷³

C) FON KURMA SINIRLARI

Fon kurmak isteyen kuruluşların, fon kurarken uymaları gereken üst ve alt sınırlar Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde belirlenmiştir.

1. Üst Sınır

Eğer kurucu bir banka, aracı kurum veya sigorta şirketi ise, kurabileceği fonların içtüzüklerinde belirtilen fon tutarları toplamı; SPK'ya gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarın 10 katından fazla olamaz. Eğer kurucu kanunlarında engel olmayan bir emekli veya yardım sandığı veya 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu'nun geçici 20'inci maddesi uyarınca kurulmuş sandık ise, kurabileceği fonların içtüzüklerinde belirtilen fon tutarları toplamı; genel kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan özkaynaklar toplamından fazla olamaz.⁷⁴

2. Alt Sınır

Fonların kuruluşta asgari fon tutarları 100 milyar TL'den az olmamalı ve bu tutar belirlenirken her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranı dikkate alınmalıdır.⁷⁵

D) FONUN SÜRESİ

Menkul kıymet yatırım fonlarının süreli veya süresiz kurulması mümkündür. Süre hususunun fon içtüzüğünde yer alması gerekir.⁷⁶

⁷³ T.C. Resmi Gazete, 19.12.1996 tarih ve 22852 sayı.

⁷⁴ Eruygur, s. 12.

⁷⁵ T.C. Resmi Gazete, 19.12.1996 tarih ve 22852 sayı.

⁷⁶ Eruygur, s. 14.

E) FONUN KURULMASI

Menkul kıymet yatırım fonu kurmak isteyen, Sermaye Piyasası Kanunu. tarafından fon kurmasına izin verilen, belli niteliklerdeki, SPK'dan fon kurma izni almış kurumlar, fon kurma üst ve alt sınırlarına uyararak fon kurabilirler.⁷⁷

Sermaye Piyasası Kanunu'nda fon kurmasına izin verilen kurumlardan belirli niteliklere sahip olan ve fon kurmak isteyen bir kuruluş, bir fon içtüzüğü ve gerekli diğer belge ve bilgileri hazırladıktan sonra fon kurma izni almak üzere SPK'ya başvurur.⁷⁸ Banka ve sigorta şirketlerinin fon kurmak veya fon tutarını artırmak için kurula başvurmaları halinde, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı'nın, vakıfların aynı amaçlarla kurula başvurmaları halinde ise Vakıflar Genel Müdürlüğü'nün görüşü alınır.⁷⁹

Kurucunun, fon kurmak üzere yapması gerekenler; fon içtüzüğünün hazırlanması, notere onaylatılması, SPK'dan izin alınması ve fon içtüzüğünün ticaret siciline tescil ve ilan ettirilmesi şeklinde sıralanabilir.⁸⁰

1. Fon İçtüzüğünün Hazırlanması

Kurucu, SPK'ya kuruluş izni başvurusunda bulunabilmek için bir fon içtüzüğü hazırlamak durumundadır. Fon içtüzüğü, yatırım fonunun temelidir.⁸¹ Şöyle ki, katılma belgesi sahipleri ile kurucu, saklayıcı ve yönetici arasında fon portföyünün saklanması ve yönetimini konu alan genel işlem şartlarını içeren tek taraflı bir sözleşmedir. Sözleşme tek taraflı olduğu için, onu kurucu hazırlar.⁸²

⁷⁷ Akyıldız, s. 81.

⁷⁸ Eruygur, s. 16.

⁷⁹ Sumer, s. 302.

⁸⁰ Akyıldız, s. 81-84.

⁸¹ Akyıldız, s. 81.

⁸² SPK, kurucular için standart bir içtüzük metni hazırlamıştır. Standart içtüzük metni için bakınız http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf

2. Fon İçtüzüğü'nün Notere Onaylatılması

Fon kurabilmek için kurucu, hazırladığı fon içtüzüğü'nü notere onaylattırıp, örneğini SPK'ya izin başvurusu yaparken teslim eder.

3. SPK'dan İzin Alınması

Fon kurabilmek için kurucu, noterden onaylattırılan fon içtüzüğü örneğinin yanında, istenen diğer bilgi ve belgelerle SPK'ya başvurur.⁸³

4. Fon İçtüzüğü'nün Ticaret Sicili'ne Tescil ve İlan Ettirilmesi

SPK'nın uygun bulduğu fon içtüzüğü notere onaylattırdıktan sonra, kuruldan alınan izin belgesi tarihinden itibaren 6 işgünü içinde kurucunun merkezine bulunduğu yerin ticaret siciline ve TTSG'ye ilan ettirilir.

VII. MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI

Yatırımcıların çok çeşitli menkul kıymet yatırım fonlarına yatırım yapma şansına sahip olduğu Türkiye'de fonlar, tip ve tür sınıflandırmasına tâbidir.

A) TİP SINIFLANDIRMASI

Fonlar A ve B tipi olarak iki tipe ayrılır. A tipi menkul kıymet yatırım fonları, portföylerinin aylık ortalama en az % 25'i Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerinden oluşan fonlardır. B tipi menkul kıymet yatırım fonları ise portföyleri için böyle bir sınırlama olmayan fonlardır.⁸⁴

B) TÜR SINIFLANDIRMASI

Menkul kıymet yatırım fonları, tip ayrımının yanında bir de tür ayrımına tabiidir. Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği madde 5'de fonların türleri

⁸³ Kurucunun, SPK'ya izin başvurusu yaparken teslim etmesi gereken form için bakınız, http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf. Bu formda kurucudan istenen, Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 16'ncı maddesinde düzenlenen diğer bilgi ve belgelerin neler olduğu da görülmektedir.

⁸⁴ Sumer, s. 297.

sıralanmıştır. Bunlar; tahvil ve bono fonu, hisse senedi fonu, sektör fonu, iştirak fonu, grup fonu, yabancı menkul kıymetler fonu, altın ve diğer kıymetli madenler fonu, değişken fon, karma fon, likit fon, endeks fon, özel fon ve serbest fondur.

Fon portföyünün en az % 51'i sürekli olarak;

- kamu ve özel sektör borçlanma araçlarına yatırılan fon, tahvil ve bono fonu,
- Türkiye'de kurulmuş şirketlerin hisse senetlerine yatırılan fon, hisse senedi fonu,
- belirli bir sektörün (örneğin, tekstil) menkul kıymetlerine yatırılan fon, sektör fonu,
- fon kurucusunun iştiraklerinin çıkardığı menkul kıymetlere yatırılan fon, iştirak fonu,
- belirli bir grubun (örneğin, Sabancı Grubu) menkul kıymetlerine yatırılan fon, grup fonu,
- yabancı özel ve kamu menkul kıymetlerine yatırılan fon, yabancı menkul kıymetler fonu,
- ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ve bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılan fon, altın ve kıymetli madenler fonu olarak adlandırılır.⁸⁵

Portföyünün tamamı;

- hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenlerle bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşturan ve her birine portföy değerinin en az % 20'sini yatıran fon, karma fon,
- vadesine 180 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarına yatıran ve portföyün ortalama vadesi 45 günü geçmeyen fon, likit fon,

⁸⁵ Sumer, s. 296 ve 297.

- Portföy sınırlamaları açısından daha önce verilen sınıflandırmalardan herhangi birine girmeyen fon, değişken fon olarak adlandırılır.⁸⁶

Portföyünün en az % 80'i sürekli olarak; baz alınan ve SPK tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı asgari % 90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden veya örnekleme yoluyla seçilen bir kısmından oluşan fon, endeks fon olarak adlandırılır.⁸⁷

Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, "...sayılanlar dışında da, içtüzüklerde belirtilmek suretiyle, oluşturulacak portföy yönetim stratejilerine uygun fon türleri, kurulca uygun görülmek koşuluyla belirlenebilir" ifadesi ile fon türlerinin artırılabilmesine imkân tanımıştır.⁸⁸

Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği madde 5'de son olarak yer verilen 2 fon türü, özel fon ve serbest fondur. Özel fon, fonun katılma belgelerinin satışının önceden belirlenmiş bir kesimle sınırlandırıldığı fondur.⁸⁹ Serbest fon ise, 22.09.2006 tarihinde yapılan değişiklikle fon türleri arasına eklenmiş olan bir tür olup, katılma payları yalnızca nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş fonlardır.⁹⁰

⁸⁶ Sumer, s. 297.

⁸⁷ Sumer, s. 297

⁸⁸ T.C. Resmi Gazete, 19.12.1996 tarih ve 22852 sayı.

⁸⁹ Sumer, s. 298.

⁹⁰ T.C. Resmi Gazete, 22.09.2006 tarih ve 26297 sayı. Nitelikli yatırımcı, yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu'nun geçici 20'inci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1 milyon YTL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişilerdir.

VIII. KATILMA BELGESİ, ALIM SATIMI VE FİYATLANDIRILMASI

Menkul kıymet yatırım fonu katılma belgesi onu satın alana fona katılma hakkı verir ve fona geri iadesi mümkündür.

A) KATILMA BELGESİNİN TANIMI VE ALIM SATIMI

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Madde 35’de katılma belgesi şöyle tanımlanmıştır: “katılma belgesi, belge sahibinin kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senettir ve kaydi değer olarak tutulur.”⁹¹ Bu tanıma göre katılma belgesi, yatırımcının belirli bir fona ortak olduğunu ispatlayan kıymetli evrak niteliğinde bir belgedir. Ancak, katılma belgesi sayesinde yatırımcı fona ortak olurken, bu ortaklık fonun yönetimine katılma hakkını içermez.

Katılma belgeleri hisse senetlerinin bir alt grubu olmakla birlikte, kendiliğinden menkul kıymet sayılamaz ve bu konuda SPK’nın yaptığı düzenleme geçerlidir.⁹² SPK’nın bu konudaki düzenlemesi, A tipi menkul kıymet yatırım fonlarının katılma belgelerinin, eğer içtüzükte kurucu dışındaki aracı kurumlarca katılma belgelerinin serbest bir şekilde alım ve satımının yapılabileceği belirtilmiş ise, menkul kıymet olarak kabul edilmesi şeklindedir.⁹³

Özel fonlar ve serbest yatırım fonları hariç, fonun içtüzüğünde hüküm bulunması ve kurucunun istemesi borsanın da uygun görmesi ile menkul kıymet olarak nitelendirilen katılma belgelerinin borsada alım ve satımı mümkün olabilir.⁹⁴

⁹¹ Kemal N. Uyanık, Bir Bölüm Finansal İşlemler ve Vergilendirilmeleri, (İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No: 226, 2001), 204.

⁹² Ahmet Kırman, Yatırım Fonları, Katılma Belgeleri ve Vergilendirme Esasları, (İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği, 1999), 31-32.

⁹³ Sumer, s. 132 ve 133.

⁹⁴ T.C. Resmi Gazete, 22.09.2006 tarih ve 26297 sayı

Katılma belgelerinin halka arz veya belirli kişi ve kuruluşlara ya da nitelikli yatırımcılara tahsisli satışı zorunludur. Ayrıca fon kurucusunun, fonun katılma belgelerini fonun içtüzüğünün tescilinden sonra belirli bir süre içinde SPK'ya kaydettirmesi zorunludur.⁹⁵

Yatırımcılar hangi fonun katılma belgesini satın alacaklarına karar verirken, yatırım fonu yöneticisinin belirlediği yönetim stratejisine bakarlar. Eğer yöneticinin belirlediği yönetim stratejisinde ortaya koyduğu getiri ve risk politikası yatırımcının istediği ile örtüşüyor ise, yatırımcı katılma belgesini satın alır. Yatırımcı, katılma belgesini fona iade etme hakkına sahiptir⁹⁶ ve iade fiyatı ile alış fiyatı arasındaki fark pozitif ise yatırımından kar, negatif ise zarar eder.

Katılma belgelerinin satışı veya fona iadesi, kurucunun izahnamede ilan ettiği alım satım yapılabilecek yerlere başvurularak yapılır. İlâveten, kurucunun veya yetkili kıldığı aracı kurumların telefon ve internet bankacılığı ve otomatik para çekme makinaları aracılığı ile de katılma belgesi alma ve satma imkânı mevcuttur. Bazı fonlarda fona iade için ihbar, yani bildirim süresi söz konusu olabilir.

B) KATILMA BELGESİNİN FİYATLANDIRILMASI

Bir katılma belgesinin satışı temsil ettiği değerin nakit şeklinde ve tam olarak ödenmesiyle mümkündür⁹⁷ ve katılma belgesinin itibari değeri yoktur.⁹⁸

Bir katılma belgesinin halka arz sırasında kaç payı temsil ettiği belirlenmektedir ve bir katılma belgesi bir veya daha fazla payı ifade edebilir.⁹⁹ Bir payın değeri ise izleyen

⁹⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, <http://www.spk.gov.tr> (01.10.2006).

⁹⁶ Reha Tanör, Türk Sermaye Piyasası, 2. Cilt Halka Arz, (İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 2000), s. 552.

⁹⁷ Ertaş ve diğerleri, s. 15.

⁹⁸ Sumer, s. 132.

⁹⁹ Kırman, s. 34.

işlemlerin takip edilmesiyle belirlenir. Öncelikle fonun sahip olduğu varlıkların piyasa değerine göre fonun portföy değeri tespit edilir. Daha sonra, fonun alacakları bu değere eklenip borçları düşüldükten sonra fonun toplam değerine (net varlık değeri) ulaşılır. Bu değer dolaşımdaki katılma belgelerinin temsil ettiği pay sayısına bölümü ile fonun bir payının değerine ulaşılır.¹⁰⁰ Katılma belgelerinin satış ve fona iade fiyatları, pay değeri ile belgedeki pay sayısının çarpımıyla elde edilir.¹⁰¹

Fon portföyünde yer alan yatırım araçlarından elde edilen faiz ve kâr payı gibi kazançlar ile yatırım araçlarının piyasa fiyatlarındaki değişimden doğan prim veya kayıplar fonun toplam değerine yansır.¹⁰² Katılma belgesi sahiplerinin bu kazanç veya kayıplardan etkilenmeleri toplam portföyün ne kadarına sahip olduklarına, yani ellerindeki katılma belgesi sayısına göre değişir.

Bir yatırımcının katılma belgesi alım veya satım talimatlarında, eğer fon A tipi veya likit fonlar hariç B tipi bir fon ise, ileri fiyatlama yöntemine göre hesaplanan bedel geçerlidir. İleri fiyatlama, alım satım talimatının verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden talimatın yerine getirilmesidir. Eğer fon bir B tipi likit fon ise, o zaman tarihi fiyatlama yöntemine göre hesaplanan bedel geçerli olur. Tarihi fiyatlama, alım satım talimatının verildiği günde geçerli olan fiyat üzerinden talimatın yerine getirilmesidir.¹⁰³ Serbest yatırım fonlarının pay fiyatları ise, en az ayda bir kere hesaplanır ve fon yatırımcılarına bildirilir.¹⁰⁴

¹⁰⁰ Ertaş, s. 16.

¹⁰¹ Kırman, s. 34.

¹⁰² Ertaş, s. 16.

¹⁰³ Kılıç, s. 21.

¹⁰⁴ T.C. Resmi Gazete, 22.09.2006 tarih ve 26297 sayı.

IX. MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ KATILMA BELGESİ SAHIPLERİNE GETİRDİĞİ MALİYETLER

Bir fonun katılma belgesini satın almak isteyen tasarruf sahiplerinin karşılaşılabilecekleri maliyet unsurları iki ana başlıkta toplanabilir. İlki alım satım için yatırımcıdan kesilebilen komisyonudur. Bu komisyonun kesilip kesilmeyeceğine fon kurucusu karar vermekte ve eğer kesilmesine karar vermişse, komisyonun nasıl hesaplandığını fon içtüzüğünde ve izahnamesinde açıklamak durumundadır.¹⁰⁵

Fonların yatırımcılarına yükledikleri ikinci maliyet unsuru, fonun işletilmesi sırasında fon varlığından karşıladıkları giderleridir. Bu giderler fonların yatırımcılarına yansıttıkları gider unsurları olup; fon yönetim ücreti, aracılık komisyonları, noter ücretleri, tescil ve ilân giderleri, sigorta ücretleri, bağımsız denetim ücretleri, saklama ücretleri ve vergilerden oluşmaktadır. Bu giderlere ilişkin açıklamaya fonun içtüzük ve izahnamesinde yer verilir.¹⁰⁶

İşletimle ilgili giderler fonun katılma belgesi fiyatını azaltmaktadır.¹⁰⁷ Gider oranı büyük olan bir fonun katılma belgesi fiyatı, diğer her şey aynı kalsa, gider oranı küçük olan bir fona göre daha düşük olmaktadır.¹⁰⁸ Bir fonun giderlerinin büyüklüğünü anlayabilmek için, fonun gider oranlarına bakmak gerekir.¹⁰⁹ Oranı en büyük olan gider unsuru, fon yönetim ücretidir. Bu ücret, fon kurucusuna yönetim faaliyeti karşılığında ödenen ücrettir. Her gün için toplam fon değerinin belirli bir yüzdesini oluşturur.¹¹⁰

¹⁰⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, s. 20.

¹⁰⁶ SPK'nın hazırladığı örnek içtüzük ve izahname metinlerinde bu açıklamalar görülebilir. Bunun için bakınız http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf

¹⁰⁷ Stewan T. Goldberg, "Low Costs Mean Higher Returns," *Kiplinger's Personal Finance* 60, no. 4 (2006): 83.

¹⁰⁸ Sermaye Piyasası Kurulu, s. 20.

¹⁰⁹ Fonun geçmiş hesap dönemi gider oranları, fonun mali tablolarından gelir tablosunda giderler başlığı incelenerek öğrenilebilir. Fonun son çeyrek yıl içinde ödediği aracılık komisyon gider oranları ise, fonun sürekli bilgilendirme formundan öğrenilebilir. Fonların geçmiş hesap dönemi gider oranlarını karşılaştırmak için, SPK'nın internet sayfasında yer verilen menkul kıymet yatırım fonları istatistikleri incelenebilir.

¹¹⁰ Sermaye Piyasası Kurulu, http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf (25.06.2006).

22.09.2006 tarihinde Seri VII no: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde yapılan değişiklik ile, fon yönetim ücretinin, portföy yönetim ücreti ve pazarlama satış dağıtım ücreti olarak ikiye bölünmesine ve/veya fonların katılma belgesi alım-satım komisyonu uygulanması suretiyle aynı fon altında farklı pay grupları oluşturmalarına imkân sağlanmıştır. Bu ücretler ve komisyonlar; fon, kurucu, yönetici ve katılma belgesi alım satımında aracılık faaliyetinde bulunan kuruluşların arasında bölüşülür.¹¹¹ Kanaatimizce kuruculara fon yönetim ücretini ikiye bölme olanağı sağlanması, yatırımcıların giderlerle ilgili daha şeffaf bilgi edinmelerine, böylece fon tercihlerinde daha sağlıklı karar almalarına ve fonlar arasındaki rekabete katkı sağlayacaktır. Ayrıca ve kanaatimizce belki daha önemlisi, kurucuların aynı fon altında farklı pay grupları oluşturarak bu paylara farklı komisyonlar uygulamalarına imkân sağlanması, yatırımcıların fonlarda daha uzun süre kalmasını teşvik edici bir gider uygulaması olarak oluşturulmuştur. Şöyle ki, fonda kalış süresine göre katılma belgesi alım-satım ücreti değişen paylar oluşturulması yolu ile yatırımcıların daha düşük komisyona sahip olan payları alması, böylece uzun süreli olarak fonda kalmasının yolu açılmıştır.

X. MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI İLE İLGİLİ TEMEL BİLGİLERE ERİŞİM

Bir menkul kıymet yatırım fonuna yatırım yapmayı düşünenler veya zaten yatırım yapmış olanlar için, fona ait temel bilgileri elde edebilecekleri kaynaklar; fonun içtüzüğü, izahnamesi, sirküleri, mali tabloları ve aylık raporlarıdır.¹¹² Bu sayılan belgelerin özellikle, fonun katılma belgesini satın almadan önce okunması önemlidir. Çünkü bu belgeler, fonun özellikleri, yönetim stratejisi ve risk düzeyi konusunda bilgi verirler. Bu belgelere, fon alım satımının yapıldığı yerler ve SPK'nın internet sayfasından bağlantı verilen ilgili fonun sürekli bilgilendirme formundan ulaşılabilir. Söz konusu belgelere aşağıda sırasıyla yer verilmiştir.

¹¹¹ T.C. Resmi Gazete, 22.09.2006 tarih ve 26297 sayı.

¹¹² Sermaye Piyasası Kurulu, s. 12 ve 13.

A) İÇTÜZÜK

Bir fonun içtüzüğü, fonun yönetilmesi ve saklanmasına dair esasları içeren bir sözleşmedir. Daha önce de belirtildiği gibi bu sözleşme, katılma belgesi sahibi ile fon kurucusu, saklayıcısı ve yöneticisi arasında yapılan bir sözleşmedir. Katılma belgesi sahipleri ile kurucu, saklayıcı ve yönetici arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre saklanmasını ve vekâlet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşmedir.¹¹³ İchtüzükte; fonun adı, adresi, kuruluş amacı, portföy yönetimi, yatırım sınırlamaları, katılma belgelerinin fon tarafından satışı, yatırımcı tarafından fona geri satışı, fonun tasfiye şekli vb. bilgilere yer verilir.¹¹⁴ İchtüzük değişiklikleri SPK'nın incelemesi ve onayına sunulur. Eğer değişiklik kurulca uygun görülürse, kurucunun merkezinin bulunduğu ilin ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan ettirilir.¹¹⁵

B) İZAHNAME

Bu belge, katılma belgelerinin halka arzı sırasında hazırlanır. İzahnamede bulunması gereken bilgiler şunlardır: fonun kurucusu, kurucu ve fonun adresi, fon katılma belgelerinin alım ve satımının yapılacağı yerler, fon yöneticilerinin adları ve sermaye piyasasındaki tecrübeleri, fonun yönetim stratejisi, yatırım sınırlamaları, fonun giderleri, fon portföyünün yapısı, ilgili vergi düzenlemeleri, katılma belgesi sahiplerinin hakları, vb.¹¹⁶ Halka arz öncesinde fona ait izahname, TTSG'de ilan ettirilir,¹¹⁷ daha sonra da katılma belgelerinin alım satımının yapıldığı yerlerde hazır bulundurulur ve yatırımcılar tarafından görülmesi sağlanır. İzahnamede yer verilen bilgilerin satıştan önce veya sonra değişmesi halinde, değişikliklerin SPK'nın izni olmadan halka açıklanması

¹¹³ Sumer, s. 303.

¹¹⁴ Kurucunun hazırlayacağı fon içtüzüğünde bulunması gereken asgari düzeydeki bilgiler, Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 17'inci maddesinde düzenlenmiştir. SPK'nın hazırladığı bu bilgilere sahip bir içtüzük örneği için bakınız http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf

¹¹⁵ Günal, s. 394.

¹¹⁶ Kurucunun hazırlayacağı ilk halka arz izahname örneği için bakınız http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf

¹¹⁷ Sumer, s. 308.

mümkün değildir. SPK'nın onayından sonra değişikliklerin ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan ettirilmesi gerekir.¹¹⁸

C) SİRKÜLER

Bu belge, katılma belgelerinin halka arzı sırasında hazırlanır ve izahname ile aynı bilgileri içerir.¹¹⁹ Bir fona ait sirküler, fonun katılma belgelerinin halka arzı öncesinde, Türkiye çapında yayın yapan en az iki gazetenin Türkiye baskısında ilan edilir. Sirkülerin ilanından sonra katılma belgeleri sirkülerdeki esaslara göre satışa sunulur. Satıştan önce veya sonra sirkülerde yer verilen bilgilerde değişiklik olması halinde, izahnamelerde olduğu gibi SPK'dan onay almak gerekir. Daha sonra, sirkülerdeki değişikliklerin, sirkülerin ilan edildiği gazetelerde yayımlanması gerekir.¹²⁰

D) FON MALİ TABLOLARI¹²¹

Bir menkul kıymet yatırım fonunun bir önceki yıla karşılaştırmalı olarak düzenlenen bilanço ve gelir tablosu, fon portföy değeri tablosu, fon toplam değeri tablosu ve tüm bu tablolara ilişkin bağımsız denetçi raporu, TTSG'de ilan ettirilir. Ayrıca, tablolar ve bağımsız denetçi raporu katılma belgelerinin alınıp satıldığı yerlerde yatırımcıların incelemesine sunulur. Fonun ara dönem (Ocak-Haziran) bilanço ve gelir tabloları ile fon portföy değeri ve fon toplam değeri tabloları ve bu tablolara ilişkin bağımsız denetçi raporunun özeti ise yatırımcıların incelemesi için katılma belgelerinin alınıp satıldığı yerlerde sunulur.¹²²

¹¹⁸ T.C. Resmi Gazete, 22.09.2006 tarih ve 26297 sayı. Özel fonlarda değişiklikler, katılma belgesi sahiplerine 6 iş günü içinde iadeli taahhütlü posta ile bildirilir. Serbest yatırım fonlarında ise yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek önemli değişiklikler, yürürlüğe giriş tarihinden en az 30 gün önce katılma payı sahiplerine iadeli taahhütlü olarak posta yoluyla bildirilir.

¹¹⁹ Kurucunun hazırlayacağı ilk halka arz sirküler örneği için bakınız http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf

¹²⁰ T.C. Resmi Gazete, 22.09.2006 tarih ve 26297 sayı.

¹²¹ Fon mali tablolarının hazırlanması ve ilgililere sunulmasına ilişkin esaslar, 28.2.1990 tarih ve 20447 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan, Seri: XI No: 6 Menkul Kıymetler Yatırım Fonları Mali Tabloları ve Raporlarına İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ ile düzenlenmiştir.

¹²² Sermaye Piyasası Kurulu, s. 14.

E) PERİYODİK RAPORLAR¹²³

Bu raporlar, günlük, aylık ve yıllık olarak düzenlenirler. Günlük rapor, fon portföy ve fon toplam değeri tabloları ile katılma belgesi fiyatlarının günlük hesaplanmasını gösteren raporlardan oluşur ve takip eden işgünü SPK'ya gönderilir.¹²⁴ Aylık rapor, her ayı takip eden 15 gün içinde hazırlanıp kurula gönderilir ve ay içerisinde gerçekleşen menkul kıymet ve katılma belgesi hareketlerini, ayrıca fonun geçmiş performansına ilişkin bilgileri içerir.¹²⁵ İlaveten, fon kurucusunun merkezi ile katılma belgesinin satışının yapıldığı yerlerde hazır bulundurulur.¹²⁶ Yıllık rapor, bir önceki yıla karşılaştırmalı olarak düzenlenen, bağımsız denetimden geçmiş fon bilanço ve gelir tablosu, ayrıca fon portföy değeri ve fon toplam değeri tablolarını içerir. Ayrıca dönem içindeki gelişmeler bu rapora eklenir. Her hesap döneminin bitiminden itibaren 3 ay içinde kurula gönderilmesi zorunludur.¹²⁷

XI. MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

Vergiler, hükümetlerin ekonomi politikalarının amacına ulaşması için kullanılan araçlardanken,¹²⁸ Türkiye'nin ekonomik koşullarının sağlıksızlığında sermaye piyasasına uygulanan vergi politikalarının önemli ölçüde etkili olduğu yönündeki inanışlarla, sermaye piyasasına dayalı kazançların vergilendirilmemesi veya daha az vergilendirilmesi uzun yıllardır uygulana gelen bir durumdur.¹²⁹

Sermaye piyasasının unsurlarından olan menkul kıymet yatırım fonlarına ayrıcalıklı vergi uygulamaları, yukarıda bahsedilen mantık çerçevesinde sermaye piyasasının

¹²³ Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği madde 46, fonların periyodik raporlar hazırlamalarını düzenler.

¹²⁴ T.C. Resmi Gazete, 22.09.2006 tarih ve 26297 sayı. Serbest yatırım fonlarının günlük rapor hazırlama yükümlülükleri yoktur.

¹²⁵ Sumer, s. 320.

¹²⁶ Sermaye Piyasası Kurulu, s. 14.

¹²⁷ T.C. Resmi Gazete, 22.09.2006 tarih ve 26297 sayı.

¹²⁸ Akyıldız, s.212.

¹²⁹ Kırman, s. 10.

gelişmesine katkı sağlayacaktır. Bu katkı, menkul kıymet yatırım fonlarının gelişmesinin, daha çok küçük tasarrufun bir araya getirilmesiyle daha büyük tutarların portföy yatırımcılığı ile sermaye piyasasına aktarımı neticesinde; ülkedeki sermaye birikimi yetersizliği nedeniyle ucuz kaynak sıkıntısında olan ticaret ve sanayi işletmelerine ucuz kaynak sağlanmasına katkı şeklinde gerçekleşir.

Menkul kıymet yatırım fonlarının gelişmesinin vergi yoluyla desteklenmesi, GVK, KVK ve bakanlar kurulu kararları aracılığı ile yapıla gelmiştir. Eş, menkul kıymet yatırım fonlarının portföy işletmeciliği kazançlarının kurumlar vergisinden istisna tutulmasının, “bu kuruluşların kurum olmanın külfetiyle karşılaşmaksızın nimetine sahip kılındığını gösterdiğini” belirtir. Şöyle ki, bu fonlar adi ortaklıkken kurum sayılmalarına karşılık, tüm kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.¹³⁰ Ayrıca, menkul kıymet yatırım fonlarının kurumlar vergisinden istisna tutulan portföy işletmeciliği kazançları 01.01.2006’da yürürlüğe giren 5281 sayılı Kanun’la 2006 yılından 2015 yılına kadar % 15 oranında stopaja tabii iken, GVK’da 27.06.2006 tarihinde çıkarılan 5527 sayılı Kanun’la yapılan değişiklik ve ona bağlı olarak çıkarılan 23.07.2006 tarihli bakanlar kurulu kararı ile bu oran, 1 Ekim 2006’ya kadar % 10, sonrasında ise % 0’a indirilmiştir.¹³¹ Bu sayede bu fonlar da desteklenen fonlar arasına katılmıştır.¹³²

01.01.2006’da yürürlüğe giren 5281 sayılı Kanun’la getirilen yeni gelir vergisi uygulamaları, katılma belgelerinden elde edilen kâr paylarını beyan dışı bırakmıştı¹³³ ki,

¹³⁰ Mecit Eş, Türkiye’de Vergilerin Sermaye Piyasasının Gelişmesine Etkileri, (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, no 227, 1987), 94.

¹³¹ T.C. Resmi Gazete, 23.07.2006 tarih 26237 sayı.

¹³² 31.12.2004 tarih 25687 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 5281 Sayılı Kanun 01.01.2006 tarihinde yürürlüğe girerek, A tipi menkul kıymet yatırım fonlarının kurumlar vergisinden istisna edilen portföy işletmeciliği kazançlarında % 0, B tipi menkul kıymet yatırım fonların aynı nitelikteki kazançlarında % 10 olan gelir vergisi stopajını, A ve B tipi ayırımı yapmaksızın tüm fonlar için % 15 oranına çıkarmıştır. Bu uygulama, kısa zamanda finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmanın etkisi ile oranın kademeli olarak % 0’a indirilmesi kararı ile son bulmuştur.

¹³³ Özlem G. Karabulut, “Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçlarından Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesinde 5281 Sayılı Kanun ile Yapılan Düzenlemeler,” Vergi Sorunları 199, (Nisan 2005): 134-199, 143.

bu sayede küçük tasarruf sahipleri menkul kıymet yatırım fonlarını tercih etmeye devam etsinler.¹³⁴ Ancak daha önce de bahsedildiği gibi GVK'da sonradan yapılan değişiklik ile fonların portföy işletmeciliği kazançları üzerindeki % 15 oranlı gelir stopajının, bakanlar kurulu kararı ile 1 Ekim 2006'ya kadar % 10, sonrası için % 0'a indirilmesiyle, 1 Ekim 2006'dan itibaren katılma belgeleri üzerinden % 10 oranlı stopaj uygulamasına karar verilmiştir.¹³⁵ Ayrıca, GVK'da 5527 sayılı Kanun'la yapılan değişiklik ile 01.10.2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere, sürekli olarak portföyünün en az % 51'ini İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinden oluşturan yatırım fonlarının bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgeleri kâr payları, gelir stopajı uygulaması dışında bırakılmıştır. Tüm bu değişikliklerin sonucunu özetlemek gerekirse; 2015 yılı sonuna kadar % 15 oranında portföy işletmeciliği kazancı üzerinden gelir vergisi, % 15 oranında da fonun portföyünde bulunan menkul kıymetlerden elde edilen gelirler üzerinden gelir stopajı yapılarak, ikincinin birinciden mahsup edilmesi şeklindeki vergi uygulaması; gelir vergisinde yapılan değişiklik ve bakanlar kurulu kararı ile, 01.10.2006'dan itibaren yalnızca, sürekli olarak portföyünün en az % 51'ini İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinden oluşturan menkul kıymet yatırım fonları dışında kalan fonların katılma belgesi kâr payları üzerinden % 10 oranında vergi uygulamasına dönüşmüştür.¹³⁶

Yukarıda yer verilen menkul kıymet yatırım fonlarının gelişmesine yönelik vergisel desteklere son bir tanesinin eklenmesi mümkündür. 2006-2015 yılları arasında menkul kıymet yatırım fonlarına yatırım yapan yabancılar için de (dar mükellef gerçek kişi ve kurumlar) katılma payları kazançları üzerinden yerli yatırımcılar gibi % 15 oranında gelir vergisi stopajı öngörülmüşken,¹³⁷ GVK'da yapılan son değişikliklerle bu oran %

¹³⁴ Kırman, s. 11'de, Temmuz 1998 tarihli 4369 sayılı Kanun ile katılma belgelerinin beyan kapsamına alınmasının yatırım fonlarının hacminde azalmaya neden olmasının, vergi teşviklerinin önemini bir kez daha ortaya koyduğunu belirtir. Bu tecrübe üzerine Ağustos 1999 tarihinde 4444 sayılı Kanun çıkarılarak, katılma belgesi kâr paylarının yeniden beyan dışı bırakıldığını da ekler.

¹³⁵ Earnst and Young, http://www.vergidegundem.com/circular.asp?circular_id=1235&page_id=1, (14.08.2006).

¹³⁶ Earnings and Young. Bu durum bize, menkul kıymet yatırım fonlarına verilmeye çalışılan vergisel desteği göstermektedir.

¹³⁷ Cem Tekin, "Dar Mükellef Kurumlar Tarafından Elde Edilen Menkul Kıymet Gelirlerinin Yeni Sistem Çerçevesinde Vergilendirilmesi," Yaklaşım 14, no. 160, (2006): 96-104, 96.

0'a indirilmiştir.¹³⁸ Bu vergisel destek ise, yabancı yatırımcıları, Avrupa Birliği'nin yabancı yatırımcılara % 0 oranında vergileme prensibi ile uyumlu olarak Türkiye'deki menkul kıymet yatırım fonlarına çekmek, bu yolla fonların gelişimine katkıda bulunmak amacını gütmektedir.¹³⁹

A) FON PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ KAZANÇLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

1. Kurumlar Vergisi Yönünden

21.06.2006 tarih ve 26205 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 5520 Sayılı yeni KVK'nın 1'inci maddesine göre kurumlar vergisi mükellefleri; sermaye şirketleri, kooperatifler, iktisadi kamu müesseseleri, dernek ve vakıflara ait iktisadi işletmeler ve iş ortaklıklarıdır. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan ve işletilen yatırım fonları, tüzel kişiliğe sahip olmayıp şirket statüsünde olmamalarına rağmen, KVK'nın 2'inci maddesi ile sermaye şirketi kabul edilerek kurumlar vergisi kapsamına alınmışlardır.¹⁴⁰ Ancak, KVK'nın 5'inci maddesinde kurumlar vergisinden istisna edilen kazançlar sayılmış ve menkul kıymet yatırım fonlarının portföy işletmeciliği kazançlarına¹⁴¹ bu maddede yer verilmek suretiyle bu kazançlar kurumlar vergisinden müstesna tutulmuştur.¹⁴²

¹³⁸ T.C. Resmi Gazete, 07.07.2006 tarih 26221 sayı.

¹³⁹ European Fund and Asset Management Association, Turkey to End Witholding Tax., <http://www.efama.org/05Home/news/turkeywitholdingtax> (15.08.2006). Kırman, s. 11'de, ücret, kira, ticari ve zirai kazanç ve iratlarla, sermaye piyasası ağırlıklı işlemlerden elde edilen kazançların, sermaye piyasası ağırlıklı işlemlerde farklı yatırım araçlarının ve/veya yerli ve yabancı yatırımcıların kazanç ve iratlarının vergilendirilmesinde vergisel teşvik uygulamasının, vergilendirmede eşitlik prensibi ile çelişir bir uygulama olduğu belirtilir.

¹⁴⁰ T.C. Resmi Gazete, 21.06.2006 tarih ve 26205 sayı. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan ve işletilen fonlar yanında, bu fonlara benzer yabancı fonlar da KVK'nun 2'inci maddesinde sermaye şirketi kabul edilmiştir.

¹⁴¹ Sadece Türkiye'de kurulu menkul kıymet yatırım fonu portföy işletmeciliği kazançları değil, portföyü Türkiye'de kurulu borsalarda işlem gören altın ve kıymetli madenlere dayalı yatırım fonları veya ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları, girişim sermayesi yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları, gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları, emeklilik yatırım fonlarının kazançları, konut finansmanı fonları ile varlık finansmanı fonlarının kazançları, KVK'nın 5'inci maddesinin d bendinde yer verilmek suretiyle kurumlar vergisinden müstesna tutulmuştur.

¹⁴² T.C. Resmi Gazete, 21.06.2006 tarih 26205 sayı.

2. Gelir Vergisi Yönünden

Kurumlar vergisinden istisna tutulan portföy işletmeciliği kazançları daha önce de belirtildiği gibi, GVK üzerinde değişiklik yapan 07.07.2006 tarih ve 26221 sayılı T.C: Resmi Gazete’de yayımlanan 5527 sayılı Kanun ve ona bağlı olarak çıkarılan 23.07.2006 tarih 26237 sayılı T.C. Resmi Gazete’de yayımlanan 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı’na göre, 1 Ekim 2006’ya kadar % 10, sonrasında ise % 0 gelir vergisi stopajına tabiidir.¹⁴³

B) KATILMA BELGESİ KÂR PAYLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

Menkul kıymet yatırım fonları, anonim ve limited şirketler gibi kâr payı dağıtmazlar.¹⁴⁴ Ancak, tüzel kişiliği olmayıp, şirket statüsünde olmayan menkul kıymet yatırım fonlarının KVK ile sermaye şirketi kabul edilmesi ile uyumlu olarak, bu fonların katılma belgelerinin satım ve alım fiyatları arasındaki olumlu fark da kâr payı şeklinde menkul sermaye iradı kabul edilmiştir.¹⁴⁵ Menkul kıymet yatırım fonu üzerinden menkul sermaye iradını elde edene göre, kurumlar veya gelir vergisi söz konusudur.

1. Kurumlar Vergisi Yönünden

5520 sayılı KVK madde 5’de, tam mükellef bir başka kurumun sermayesine iştirak sonucunda elde edilen kazançlar, kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur. Ancak aynı maddede menkul kıymet yatırım fonu katılma belgeleri üzerinden elde edilen kâr paylarının bu uygulamadan hariç tutulduğu belirtilmiştir.

Menkul kıymet yatırım fonu katılma belgesine sahip kurumların, bu belgelerden elde ettikleri kâr veya zarar, dönem kâr zararının hesabında dikkate alınır ve mali kâr zarara dâhil edilir. 01.10.2006 tarihinden itibaren katılma belgelerinden elde edilen kâr payları

¹⁴³ T.C. Resmi Gazete, 23.07.2006 tarih 26237 sayı.

¹⁴⁴ Tuncer, s. 63.

¹⁴⁵ Selahattin Tuncer, “Yatırım Fonları ve Yatırım Belgelerinin Vergilendirilmesi,” Yaklaşım 70, (1998): 77-81, s. 80

üzerinden % 10 oranında gelir vergisi stopajı geçerlidir.¹⁴⁶ Tam mükellef kurumların¹⁴⁷ ödedikleri stopaj, beyanname üzerinde hesapladıkları kurumlar vergisinden mahsup edilir.¹⁴⁸ Katılma belgesi kâr payları üzerinden elde edilen kazançlarda geçerli kurumlar vergisi oranı % 20'dir.¹⁴⁹

Menkul kıymet yatırım fonu katılma belgesine sahip dar mükellef kurumların¹⁵⁰ bu belgelerden elde ettikleri kâr paylarına 07.07.2006 tarihinden geçerli olmak üzere % 0 oranında stopaj uygulanır.¹⁵¹ Ödenen bu stopaj nihai vergi olup, ayrıca beyan verilmez.¹⁵²

2. Gelir Vergisi Yönünden

Tam mükellef gerçek kişiler,¹⁵³ menkul kıymet yatırım fonu kâr payları üzerinden, tam mükellef kurumlardan farksız şekilde gelir stopajı öderler, ancak ödedikleri stopaj nihai vergi olup, beyanname vermeleri gerekmez.

¹⁴⁶ 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile 23.07.2006 tarihinden itibaren gelir vergisi stopajı % 10'a indirilmiştir. Bu tarih öncesinde elde edilen katılma belgesi kâr payı kazançlarına uygulanan stopaj % 15 oranındadır.

¹⁴⁷ Gelir Vergisi Kanunu'na göre tam mükellef tüzel kişi, hem kanuni merkezi hem iş merkezi Türkiye'de bulunan kurumlardır.

¹⁴⁸ Daha önce de belirtildiği gibi, sürekli olarak portföyünün en az % 51'i İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinden oluşan menkul kıymet yatırım fonlarının katılma belgelerinin 1 yıldan uzun süre elde tutulmasından elde edilen kazançlar üzerinden gelir stopajı alınmaz.

¹⁴⁹ Earnst and Young, <http://www.vergidegundem.com/files/SIRKULER-115-EKTABLO.doc>, (17.08.2006).

¹⁵⁰ Gelir Vergisi Kanunu'na göre dar mükellef tüzel kişi, kanuni ve iş merkezinin her ikisi birden Türkiye'de bulunmayan kurumlardır.

¹⁵¹ 5527 sayılı Kanun ile stopaj % 0'a indirilmiştir. Bu tarihten önce elde edilen gelirlere uygulanan stopaj oranı ise % 15'tir.

¹⁵² Earnst and Young, <http://www.vergidegundem.com/files/SIRKULER-115-EKTABLO.doc>, (17.08.2006).

¹⁵³ Gelir Vergisi Kanunu'na göre tam mükellef gerçek kişi, Türkiye'de yerleşik gerçek kişiler ile kamu kurum ve kuruluşları veya merkezi Türkiye'de bulunan girişim ve örgütlere bağlı olup, bu kurum, kuruluş veya girişimlerin işleri nedeniyle yabancı ülkelerde oturan vatandaşlardır.

Dar mükellef gerçek kişilerin¹⁵⁴ elde ettikleri menkul kıymet yatırım fonu kâr paylarının vergilendirilmesi, dar mükellef kurumlarla aynıdır¹⁵⁵

XII. TÜRKİYE MENKUL KIYMET YATIRIM FONU DÜZENLEMELERİNİN AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİ İLE UYUMLAŞTIRILMASI

Bilindiği gibi Türkiye uzun yıllardır Avrupa Birliği'ne giriş hedefini taşımaktadır. Bu hedef yönünde atılan önemli bir adım, Avrupa Birliği müktesebatının üstlenilmesi amacıyla bir ulusal programın hazırlanması ve Mart 2001'de Türkiye Büyük Millet Meclisi tarafından kabul edilmesidir.¹⁵⁶ Bu program sayesinde, Türkiye'nin Avrupa Birliği'nin menkul kıymet yatırım fonları düzenlemelerine uyum için gerekli öncelikleri ve amaçları ortaya çıkmıştır. Bu bölümde Türkiye'nin gelecekte kendini tam üyesi olarak görmek istediği Avrupa Birliği'nin menkul kıymet yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeleri ve bu mevzuata uyum için Türkiye'nin yapması gerekenlere yer verilecektir.

A) AVRUPA BİRLİĞİ'NİN MENKUL KIYMET YATIRIM FONU DÜZENLEMESİ

Avrupa Birliği'nin menkul kıymet yatırım fonlarına ilişkin düzenlemesi, Bakanlar Konseyi tarafından çıkarılan, 20.12.1985 tarih 85/611/EEC sayılı Devredilebilir Menkul Kıymetler Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi'dir.¹⁵⁷ Bu direktif, Avrupa Birliğine üye ve Avrupa Ekonomik Bölgesi içerisindeki tüm ülkelerin ulusal yasalarında

¹⁵⁴ Gelir Vergisi Kanunu'na göre dar mükellef gerçek kişi, Türkiye'de yerleşmiş olmayan veya Türkiye'de devamlı olarak 6 aydan fazla oturmeyen gerçek kişilerdir.

¹⁵⁵ Ernst and Young, <http://www.vergidegundem.com/files/SIRKULER-115-EKTABLO.doc>, (17.08.2006).

¹⁵⁶ Avrupa Komisyonu Türkiye Delegasyonu, Ulusal Program-2001, <http://www.deltur.cec.eu.int/default.asp?lang=0&pld=4&fld=4&prnId=5&hnd=1&ord=4&docId=351&op=0>, (12.07.2006).

¹⁵⁷ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2004, s. 3 ve Okat, s. 6. Direktif, gayrimenkul yatırım fonları gibi yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve payları halka arz edilmeyen fon veya ortaklıkları kapsamadığını belirtir. Avrupa Birliği, Direktifin kapsamı dışındaki yatırım fon ve ortaklıkları için bir standart getirmemekte, üye ülkelerin istedikleri kapsamda düzenleme yapmasına izin vermektedir.

yaptıkları iç düzenlemeler sayesinde uygulanır. Direktif, UCITS'e ilişkin düzenlemeleri içerir.¹⁵⁸ UCITS III olarak bilinen, 1985 tarihli direktifte değişiklikler yapan direktif ile direktife uygun olan kolektif yatırım kuruluşlarının kendi ülkelerinde kayıt olmaları halinde, Avrupa Ekonomik Bölgesi içerisinde serbestçe pazarlanabilir olmalarını sağlamak amaçlanmıştır. Ancak, tam olarak Şubat 2007'de uygulamaya geçecek olan bu direktife¹⁵⁹ eleştiri yöneltilmektedir. Üye ülkelerin direktifi istedikleri yönde yorumlamaları nedeniyle, bir fonun kurulduğu ülke dışında diğer ülkelerde de kayıt ettirilmesi sorunu ile karşılaşılacağı söylenmektedir. Bu nedenle, UCITS III'ün tek Avrupa sermaye piyasasını oluşturma amacına ulaşacağı yönünde şüpheler mevcuttur.¹⁶⁰

B) TÜRKİYE MENKUL KIYMET YATIRIM FONU DÜZENLEMELERİNİN AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİ İLE ANA FARKLILIKLARI

Türkiye'de menkul kıymet yatırım fonlarına yönelik düzenlemeler bu araştırmanın Hukuksal Düzenleme başlığı altında belirtildiği gibi, Sermaye Piyasası Kanun'u, yatırım fonlarına ilişkin esasları belirleyen Tebliğler ve SPK'nın ilke kararlarından oluşmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili Tebliğlerde yer alan düzenlemelerin Avrupa Birliği Direktifiyle temel farklılıklarına aşağıda yer verilmiştir.

1. Fonun Yönetimi: Avrupa Birliği'nde fon yönetim şirketleri, sadece yatırım fonlarının portföylerini yönetebilmektedir. Türkiye'de portföy yönetim şirketleri dışında, SPK'dan portföy yöneticiliği belgesi alan aracı kurumların da portföy yönetim hizmeti vermelerine, ayrıca her ikisinin de yatırım fonları dışındaki kurumsal ve bireysel portföyleri de yönetebilmelerine izin verilmektedir. Ancak Türkiye sermaye

¹⁵⁸ European Fund and Asset Management Association, European Fund and Asset Management Association, Investment Funds Tutorial, http://www.efama.org/05Home/20InvFundsTutorial/Inv_Funds_Explained, (20.06.2006).

¹⁵⁹ Jane S. Rose, "UCITS III: Mutual Fund Regulation in Europe with a Focus on Luxemburg," The Investment Lawyer 12, no. 9, (2005): 20-25, 20.

¹⁶⁰ "Ucits III Disappoints Investors with Failure to Unify Markets," Euroweek 940, no. 53, 01.10.2006.

piyasaının gelişmekte olan bir piyasa olması nedeni ile sadece yatırım fonlarının yönetimi amaçlı şirket kurulmasının uygun olmadığı düşünölmektedir.¹⁶¹

2. Fon Varlıklarının Saklanması: Avrupa Birliği'nde fon varlıklarını saklayan kurumlara aynı zamanda, fon işlemlerinin kurallara uygunluğunun kontrolü sorumluluğu da verilmiştir.¹⁶² Türkiye'de yatırım fonlarının malvarlığı İMKB Takas ve Saklama Bankası AŞ tarafından saklanmaktadır, fakat bu kuruluşa fon işlemlerinin kurallara uygunluğunu kontrol işlevi verilmemiştir. Diğer taraftan, Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklik sonucu, diğer sermaye piyasası kurumu olarak portföy saklama kuruluşları tanımlanmıştır. Bu sayede, Avrupa Birliği müktesebatına uyum çerçevesinde, AB düzenlemelerindeki sorumlulukları alacak portföy saklama şirketlerinin kurulmasına yönelik yasal zeminin hazır olduğu söylenebilir.¹⁶³

3. Fonların Yasal Formları: Avrupa Birliği Direktifi'nde düzenlenen yatırım fonu yasal formlarından, şirket tipi ve sözleşmeye dayalı,¹⁶⁴ yalnızca sözleşmeye dayalı menkul kıymet yatırım fonu Türkiye'de bulunmaktadır.¹⁶⁵

4. Fonların Malvarlığı: Avrupa Birliği Direktifi'ne göre fon varlığı devredilebilir menkul kıymetlerle sınırlıdır. Ancak Türkiye'de altın ve diğer kıymetli madenler de fon varlığına dâhil edilmektedir. Bu konuda da Avrupa Birliği'ne uyum kapsamında düzenleme değişikliği gerekmektedir.¹⁶⁶

¹⁶¹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası-AB Müktesebatının Üstlenilmesinin Sermaye Piyasasına Etkileri, (Kasım 2004): 4 ve 5, http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/AB_Yol_SerPiy.pdf (20.07.2006).

¹⁶² European Fund and Asset Management Association, http://www.efama.org/05Home/20InvFundsTutorial/Inv_Funds_Explained (20.06.2006).

¹⁶³ Kılıç, s. 31.

¹⁶⁴ Fonların yasal formlarının detayları için bakınız European Fund and Asset Management Association, http://www.efama.org/05Home/20InvFundsTutorial/Inv_Funds_Explained ve Okat, s. 6-14.

¹⁶⁵ Kılıç, s. 31.

¹⁶⁶ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, s. 6.

5. Fonların Yatırım Politikaları: Fonların malvarlıklarına alacakları devredilebilir menkul kıymetlerin limitleri açısından Avrupa Birliği ve Türkiye mevzuatları arasında bir takım farklılıklar mevcuttur. Örneğin Avrupa Birliği'nde, tek bir ihraççı tarafından çıkarılan menkul kıymetler fon aktifinin % 5'inden fazla olamaz. Birlik üyesi ülkeler istisna uygulaması ile bu sınırı %10'a çıkarabilirler. Ancak, istisna getirilen menkul kıymetlerin toplam tutarı, fon aktifinin %40'ından fazla olamaz. Türkiye'de ise, tek bir ortaklık tarafından çıkarılan menkul kıymetler, fon portföyünün %10'undan fazla olamaz. Kamu menkul kıymetleri için bu sınır uygulanmaz.¹⁶⁷

6. Periyodik Raporların Yayınlanma Süreleri: Avrupa Birliği düzenlemelerinde günlük ve aylık raporların bildirim söz konusu değildir. Diğer periyodik raporlar ise Türkiye düzenlemelerine göre daha geç şekilde kamunun bilgisine sunulmaktadır.¹⁶⁸

C) TÜRKİYE MENKUL KIYMET YATIRIM FONU DÜZENLEMELERİNDE YAPILMASI GEREKEN DEĞİŞİKLİKLER

Yukarıda yer verilen farklılıklar, Türkiye yatırım fonu düzenlemelerinin Avrupa Birliği düzenlemeleri ile çok ciddi farklılık sergilemediğini ortaya koymaktadır. Türkiye'nin menkul kıymet yatırım fonlarına ilişkin Avrupa Birliği ile temel farkı, yönetim şirketlerine yönelik düzenlemeler, saklama kuruluşlarının sorumluluğu¹⁶⁹ ve fonların portföye alabilecekleri varlıklarda ortaya çıkmaktadır.¹⁷⁰

Avrupa Birliği'ne üyelik aşamasına gelindiğinde bazı konularda değişiklik yapılması gerekmektedir. Örneğin, Türk yatırım fonlarının tek izin prensibinden yararlanabilmeleri için, malvarlıklarına alabilecekleri varlıklar arasından altın ve kıymetli madenlerin çıkarılması gerekecektir. Avrupa Birliği'ndeki 85/611/EEC sayılı Direktife uyum sağlanması için, Seri VII No: 10, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile Seri V No: 29, Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak

¹⁶⁷ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, s. 6 ve 7.

¹⁶⁸ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, s. 8

¹⁶⁹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, s. 8

¹⁷⁰ Avrupa Komisyonu Türkiye Delegasyonu, <http://www.euturkey.org.tr> (05.07.2006).

Portföy Yönetim Şirketlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde ve Seri XI No: 6, Menkul Kıymetler Yatırım Fonları Mali Tabloları ve Raporlarına İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ'de değişiklik yapılacaktır.¹⁷¹

XIII. TÜRKİYE'DEKİ MENKUL KIYMET YATIRIM FONU YATIRIMLARININ DÜNYA ÖLÇEĞİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

Türk menkul kıymet yatırım fonlarına ayrılan çalışmanın birinci bölümü, Dünya'da tasarrufların sınır tanımadan hızlı bir şekilde yer değiştirmekte olduğu günümüzde, yerli ve yabancı yatırımcılara açık olan Türk menkul kıymet yatırım fonlarının son dönemdeki yatırımcı çekme kapasitesi ve vade yapısının incelenmesi ile tamamlanacaktır.

A) DÜNYA'DA MENKUL KIYMET YATIRIM FONU YATIRIMLARI

Dünya üzerinde menkul kıymet yatırım fonlarına olan ilgi yıldan yıla artmaktadır. Dünya çapında bu fonların toplam varlık değeri 1999 yılı sonunda 11,76 trilyon Amerikan doları iken, 2004 yılı sonunda 16,17 trilyon Amerikan dolarına ulaşmıştır.¹⁷² Bu süre içindeki % 37,5'luk büyüme, ülkelerin çoğunda pozitif ekonomik ve finansal gelişmeler ve tasarruf sahiplerinin fonlara ilgi göstermesine bağlanabilir.

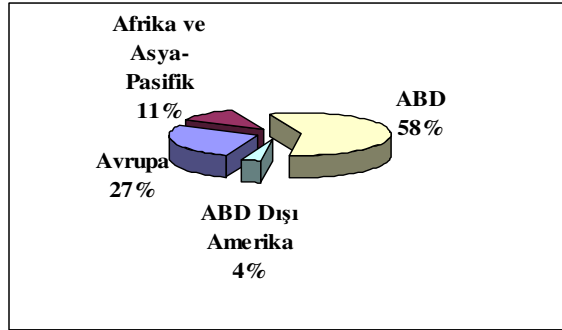
Şekil 1 ve 2, 1999'dan 2004'e Dünya çapında fonların toplam değerinin sergilediği büyümenin, hangi bölgelerden kaynaklandığını görmek üzere hazırlanmıştır. Bu şekiller incelendiğinde, 1999'dan 2004'e Afrika ve Asya Pasifik'in payının değişmediği görülmektedir. Avrupa bölgesinde fonların Dünya fon varlıklarındaki paylarını % 8 oranında artırdıkları dikkat çekmektedir. Buna rağmen, halen Dünya'da menkul kıymet yatırım fonu yatırımlarının en yoğun olduğu bölge, Amerika bölgesidir. Kuzey ve Güney Amerika fonlarının toplam varlık değerinin Dünya piyasasındaki payının % 8

¹⁷¹ Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı-2003, <http://www.euturkey.org.tr> (05.07.2006).

¹⁷² Investment Company Institute, Investment Company Fact Book, 46th. Edition, May 2006: 114, http://www.ici.org/stats/mf/2006_factbook.pdf (10.07.2006). The Investment Company Institute, Dünya çapında menkul kıymet yatırım fonu istatistiklerini toplama işini, the International Investment Funds Association adına yapmaktadır. .

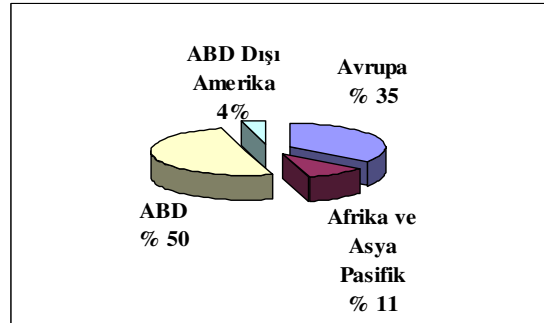
oranında küçüldüğü ve bu küçülmenin tamamen ABD menkul kıymet yatırım fonları yatırımlarının pay kaybından kaynaklandığı anlaşılmaktadır.

Şekil 1. Aralık 1999 İtibari İle Dünya Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı*



* Bu şekil ICI'nın istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

Şekil 2. Aralık 2004 İtibari İle Dünya Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı*

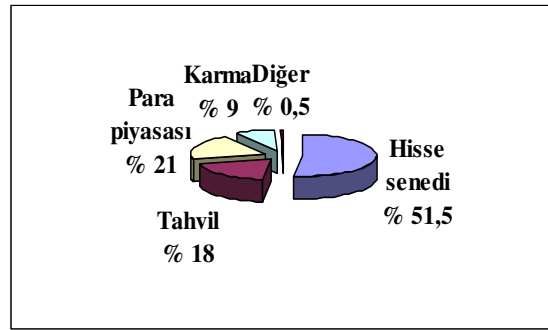


* Bu şekil ICI'nın istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

Dünya çapında menkul kıymet yatırım fonlarının vade ve tür dağılımlarının 1999 ve 2004'deki durumuna bakmak üzere şekil 3 ve 4 düzenlenmiştir. Bu şekiller incelendiğinde, Dünya menkul kıymet yatırım fonu yatırımlarının 1999 yılı sonundan 2004 yılı sonuna vade dağılımının aynı kaldığı, ancak fon türlerine göre dağılımının değiştiği anlaşılmaktadır. Bu süre içinde, yatırımcıların uzun dönemli finansal amaçlarına hizmet eden hisse senedi, tahvil, karma ve diğer fon türlerinin ve kısa dönemli finansal amaçlarına hizmet eden para piyasası fon türünün toplam fon

yatırımları içindeki payları aynı kalmıştır. Uzun dönemli fon türleri içinde hisse senedi fonları % 5,5 küçülmüş, tahvil fonları % 3 büyümüş, diğer fon kategorisi ise % 2,5 büyümüşür. Fon türleri varlık değerlerinin tüm fonlar içindeki pay değişimleri, tasarruf sahiplerinin tercihlerinin hisse senedi fonlarından uzaklaşma şeklinde gerçekleştiğine işaret etmektedir. Özellikle ABD ve Avrupa'daki hisse senedi piyasalarında 2000-2002 döneminde yaşanan düşüşler, bu uzaklaşmadan sorumlu görünmektedir.¹⁷³

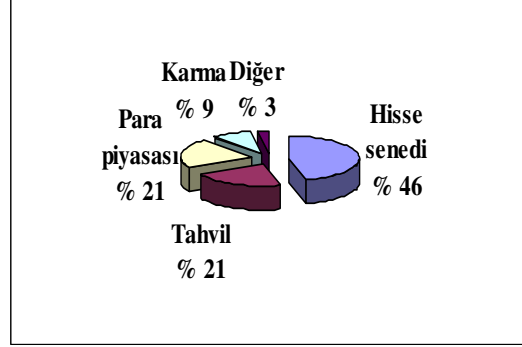
Şekil 3. Aralık 1999 İtibari İle Dünya Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı*



* Bu şekil EFAMA istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

¹⁷³ Investment Company Institute, Investment Company Fact Book, May 2000, 2, http://www.ici.org/pdf/2000_factbook.pdf (15.07.2006); Investment Company Institute, Investment Company Fact Book, May 2005, 13, http://www.ici.org/pdf/2005_factbook.pdf (11.07.2006); European Fund and Asset Management Association, Trends in the Investment Fund Industry in the First Quarter of 2003, March 2004, 4 ve 5, http://www.efama.org/60Statistics/20MoreStat/European_Statistics/Eu_Q4_2003/documentfile (12.07.2006) ve European Fund and Asset Management Association, Quarterly Statistical Release, June 2003, 3, http://www.efama.org/60Statistics/20MoreStat/European_Statistics/Eu_Stat_Q1_2003/documentfile (12.07.2006).

Şekil 4. Aralık 2004 İtibari İle Dünya Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı*



* Bu şekil EFAMA istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır

B) ABD VE AVRUPA'DA MENKUL KIYMET YATIRIM FONU YATIRIMLARI

Yukarıda görüldüğü gibi Dünya menkul kıymet yatırım fonu yatırımları içinde en büyük paya sahip olan bölgeler, Amerika ve Avrupa bölgeleridir. Bu bölge piyasalarında 1999 yılından 2004 yılına gelindiğinde ortaya çıkan değişimleri incelemek, bu açıdan önem arzeder.

1. ABD Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımları

ABD menkul kıymet yatırım fonlarının toplam varlık değeri 1999 yılı sonunda yaklaşık 6,85 trilyon Amerikan doları iken, 2004 yılı sonunda 8,11 trilyon Amerikan dolarına ulaşarak % 18,4 oranında büyümüştür.¹⁷⁴ Bu büyüme, tasarruf sahiplerinin menkul kıymet yatırım fonlarına ilgi göstermesinden ve fonların elde ettikleri getirilerinden kaynaklanmıştır.¹⁷⁵

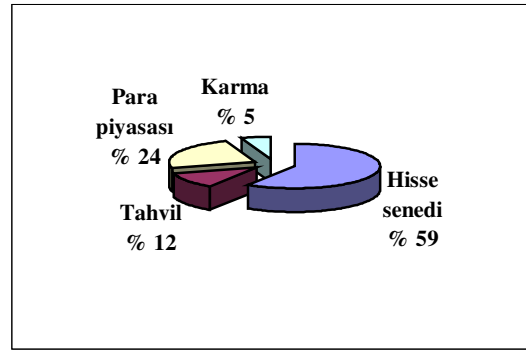
ABD menkul kıymet yatırım fonlarının vade ve tür dağılımlarının 1999 ve 2004'deki durumuna bakmak üzere, şekil 5 ve 6 hazırlanmıştır. Bu şekiller incelendiğinde, tasarruf sahiplerinin uzun dönemli finansal amaçlarına hizmet eden fon türleri olan hisse senedi,

¹⁷⁴ Investment Company Institute, May 2006, s. 171.

¹⁷⁵ Investment Company Institute, May 2006, s. 14, 20 ve 22.

tahvil ve karma fon türlerinin¹⁷⁶ toplam fon yatırımları içindeki payının aynı kaldığı, dolayısıyla tasarruf sahiplerinin kısa dönemli finansal amaçlarına hizmet eden fon türü olan para piyasası fon türünün¹⁷⁷ payının da aynı kaldığı görülmektedir. Para piyasası fonlarının payının aynı kalmasından, yatırımcıların bu süre içinde risk algılamaları ve buna bağlı olarak vade tercihlerinin değişmediği anlaşılmaktadır.

Şekil 5. Aralık 1999 İtibari İle Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı*



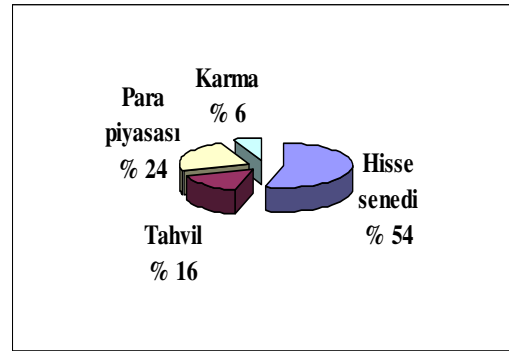
* Bu şekil ICI'nın istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

¹⁷⁶ Investment Company Institute, *Investment Company Fact Book*, May 2006: 7, http://www.ici.org/stats/mf/2006_factbook.pdf (11.07.2006)'de, ABD'de 2005 yılı sonu itibari ile 8000'den fazla menkul kıymet yatırım fonu olduğu anlaşılmaktadır. ICI, bu fonlardan yatırımcıların uzun dönemli finansal amaçlarına hizmet eden hisse senedi, tahvil ve karma fonları yatırım hedeflerine göre sınıflandırmaktadır. ICI *yerel hisse senedi fonlarını*; aşırı büyüme amaçlı, büyüme amaçlı, sektör, büyüme ve gelir amaçlı ve gelir amaçlı hisse senedi fonları olarak sınıflandırmaktadır. *Uluslararası hisse senedi fonlarını* ise; gelişmekte olan piyasa, global ve bölgesel fonlar olarak sınıflandırmaktadır. ICI *tahvil fonlarını*; vergiye tabii ve vergiden muaf fonlar olarak sınıflandırmaktadır. Vergiye tabii tahvil fonlarını; halka açık şirket tahvil, yüksek getiri tahvil, uluslararası tahvil ve devlet tahvili fonları olarak sınıflandırmaktadır. Bu dörtlü sınıflandırmayı daha sonra vadeye ve portföyde yer alan araçlara göre sınıflandırmaktadır. Vergiden muaf tahvil fonlarını; devlet tahvili ve ulusal belediye tahvili fonları olarak sınıflandırmaktadır. Bunları daha sonra, portföyde yer alan tahvillerin ortalama vadesine göre sınıflandırmaktadır. ICI *karma fonları*; çeşitlendirilmiş ve dengeli fonlar olarak sınıflandırmaktadır. http://money.aol.com/basics/3canvas/_a/investing-in-mutual-fundsbrstock-and/20050225134009990013 (11.07.2006). ICI, 1990 öncesinde fonları hisse senedi, tahvil ve gelir, ve para piyasası fonları şeklinde üçlü bir sınıflandırmaya tabii tutarken, 1990 yılında tüm fonları yeniden sınıflandırmaya tabii tutarak, karma fonları ayrı bir sınıflandırma olarak belirlemiştir. Ayrıca menkul kıymet yatırım fonlarına yatırım yapan fonların verisini seriden çıkarma kararı almıştır. Investment Company Institute, *Investment Company Fact Book*, May 2001: 64, http://www.ici.org/pdf/2001_factbook.pdf (11.07.2006).

¹⁷⁷ ABD'de ICI'nın *para piyasası fonları* sınıflandırması, vergiye tabii ve vergiden muaf şeklindedir. http://money.aol.com/basics/3canvas/_a/investing-in-mutual-fundsbrmoney-market/20050225134009990004 (11.07.2006).

Fon türlerinin pay dağılımının değişip değişmediğine bakıldığında, tahvil fonların toplam varlık değerinin payının % 4 arttığı, ayrıca hisse senedi fonların toplam varlık değerinin payının % 5 azaldığı göze çarpmaktadır. Tahvil fonların toplam fon piyasası varlıkları içindeki payının büyümesi, tahvillerin getirisine bağlı olarak tasarruf sahiplerinin tahvil fonlara olan ilgisine ve fonların tahvillerden elde ettiği faiz gelirine bağlı görünmektedir¹⁷⁸ Hisse senedi fonların Amerikan fon piyasası varlıkları içindeki payının azalması ise, 2000-2002 yıllarında hisse senedi piyasalarında yaşanan kayıplara ve buna bağlı olarak yatırımcıların bu fonlardan çıkışlarına bağlı görünmektedir.¹⁷⁹

Şekil 6. Aralık 2004 İtibari İle Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı*



* Bu şekil ICF'nin istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

2. Avrupa Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımları

Avrupa menkul kıymet yatırım fonlarının toplam varlık değeri 1999 yılı sonunda 3,2 trilyon Amerikan doları iken, 2004 yılı sonunda 5,64 trilyon Amerikan dolarına ulaşarak % 76 oranında büyümüştür.¹⁸⁰ Bu büyüme, yeni kurulan fonlardan kaynaklanmıştır.¹⁸¹

¹⁷⁸ Tahvilin gelir kaynakları ve getirisi ile ilgili ayrıntılı bilgi için bakınız Frank F. Fabozzi, Fixed Income Analysis, (NewHope, Pennsylvania, Frank J. Fabozzi Associates, 2000): 186-200.

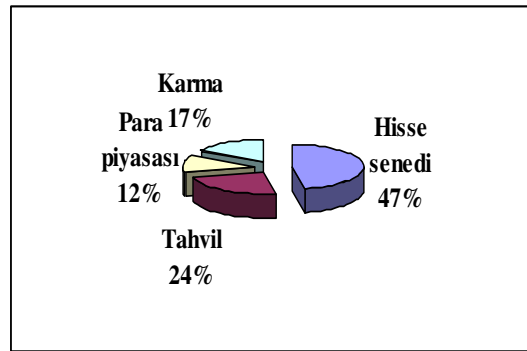
¹⁷⁹ Investment Company Institute, May 2000, s. 2, ve Investment Company Institute, May 2005, s. 13.

¹⁸⁰ Investment Company Institute, May 2006, s. 114.

¹⁸¹ European Fund and Asset Management Association, Worldwide Investment Fund Assets and Flows, July 2003, 7, http://www.efama.org/60Statistics/20MoreStat/International_Statistics/Int_Stat_Q1_2003/documentfile (10.07.2006) ve European Fund and Asset Management Association, Worldwide Investment Fund Assets

Avrupa'daki menkul kıymet yatırım fonlarının 2000 ve 2004'deki vade ve tür dağılımlarına bakmak üzere¹⁸² Şekil 7 ve 8 hazırlanmıştır. Bu şekiller incelendiğinde, tasarruf sahiplerinin uzun dönemli finansal amaçlarına hizmet eden fon türleri olan hisse senedi, tahvil ve karma fon türlerinin¹⁸³ toplam fon yatırımları içindeki payı % 10 azalarak % 78'e inmiştir. Tasarruf sahiplerinin kısa dönemli finansal amaçlarına hizmet eden fon türü olan para piyasası fon türünün¹⁸⁴ toplam varlık değerinin payının ise aynı oranda arttığı görülmektedir. Para piyasası fonlarının varlık değerindeki % 10'luk artış, tasarruf sahiplerinin hisse senedi piyasalarındaki kayıplar nedeniyle sabit getirili fonları tercih etmelerinden kaynaklanmıştır.

Şekil 7. Aralık 2000 İtibari İle Avrupa Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı*



* Bu şekil EFAMA istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır. İrlanda verisi dahil değildir, çünkü İrlanda fon verisini türlere göre ayırmak mümkün değildir.

and Flows, May 2006, 7,

http://www.efama.org/60Statistics/20MoreStat/International_Statistics/quarter42005/documentfile (10.07.2006).

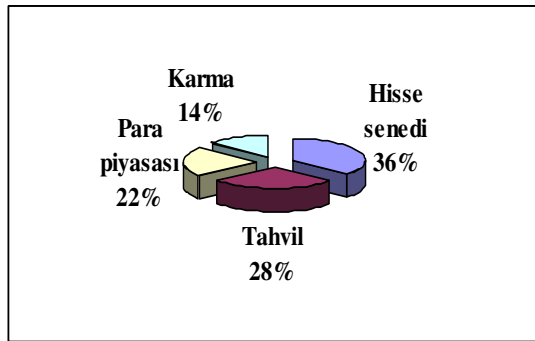
¹⁸² Fonların türlere göre varlık verisi 1999 yılı için bulunamadığından, vade ve tür dağılımları 2000 ve 2004 yılları için incelenmiştir.

¹⁸³ EFAMA, menkul kıymet yatırım fonlarını ICI gibi hisse senedi, tahvil, karma ve para piyasası fonları olmak üzere dört ana sınıfa ayırmaktadır. Hisse senedi fonlarını kendi içerisinde; global, bölge, ülke, sektör (örneğin, telekom) ve konu (örneğin ekolojik) olarak yeniden sınıflandırmaktadır. EFAMA tahvil fonlarını; para birimi (tek veya çoklu para birimi) ve kredi kalitesine göre yeniden sınıflandırmaktadır. Karma fonları, portföylerindeki para piyasası araçları, tahvil ve hisse senedi ağırlıklarına göre sınıflandırmaktadır. European Fund and Asset Management Association, http://www.efama.org/05Home/20InvFundsTutorial/Inv_Funds_Explained (10.07.2006).

¹⁸⁴ EFAMA, para piyasası fonlarını ise, portföylerindeki enstrümanların para birimine (örneğin, Amerikan doları bazlı) göre sınıflandırmaktadır.

Fon türlerinin dağılımına bakıldığında, türlerin toplam varlık değerlerinde önemli ölçüde değişimler olduğu göze çarpmaktadır. Tasarruf sahiplerinin uzun dönemli finansal amaçlarına hizmet eden hisse senedi fonlarının varlık değerinin, 4 türün toplam varlık değeri içindeki payının % 11 azaldığı, tahvil fonların payının % 4 arttığı ve karma fon türünün payının % 3 azaldığı görülmektedir. Bu pay değişimleri, hem tasarruf sahiplerinin hisse senedi piyasalarındaki düşüşler nedeniyle hisse senedi içerikli fonlardan uzaklaşmalarına,¹⁸⁵ hem de fonların performanslarına bağlı görünmektedir.¹⁸⁶

Şekil 8. Aralık 2004 İtibari İle Avrupa Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı*



* Bu şekil EFAMA'nın istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır. İrlanda verisi dahil değildir, çünkü İrlanda fon verisini türlere göre ayırmak mümkün değildir.

C) TÜRKİYE'NİN DÜNYA VE AVRUPA MENKUL KIYMET YATIRIM FONU YATIRIMLARINDAKİ PAYI

Türkiye menkul kıymet yatırım fonu yatırımlarının, Dünya ve Avrupa piyasaları içindeki payının 1999 yılından 2004 yılına geçen 5 yıllık süredeki değişimini ortaya koymak, Türkiye piyasasının durumu ve gelişimi hakkında fikir verir.

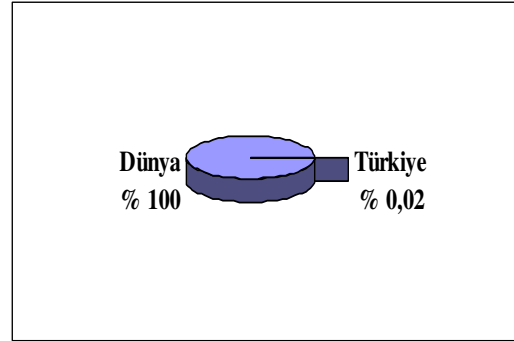
Dünya üzerinde menkul kıymet yatırım fonlarına yapılan toplam yatırımda Türkiye'nin payının, 1999 yılı ile 2004 yılı arasında geçen 5 yıllık süredeki değişimine bakmak üzere, Şekil 9 ve 10 hazırlanmıştır. Bu şekiller incelendiğinde, Türkiye'nin Dünya

¹⁸⁵ European Fund and Asset Management Association, March 2004, s. 4 ve 5.

¹⁸⁶ European Fund and Asset Management Association, June 2003, s. 3.

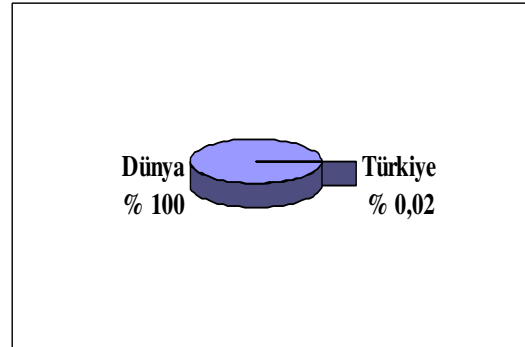
piyasasındaki payının çok çok düşük olup, bu süre içinde de ciddi bir artış gösteremediği görülmektedir.

Şekil 9. Aralık 1999 İtibari İle Türkiye Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Dünya Fon Yatırımları İçindeki Payı*



* Bu şekil ICI'nın istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

Şekil 10. Aralık 2004 İtibari İle Türkiye Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Dünya Fon Yatırımları İçindeki Payı*

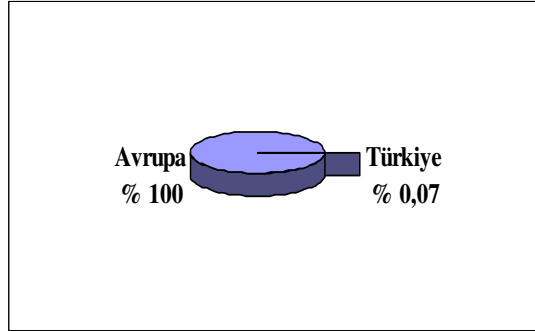


* Bu şekil ICI'nın istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

Avrupa'nın toplam menkul kıymet yatırım fonu yatırımlarında Türkiye'nin payının, 1999 yılından 2004 yılına sergilediği değişime bakmak üzere, Şekil 11 ve 12 hazırlanmıştır. Bu şekiller incelendiğinde, Türkiye'nin Avrupa piyasasındaki payının % 1 bile olmayıp, bu süre içinde de önemli bir sıçrama yapamadığı görülmektedir.

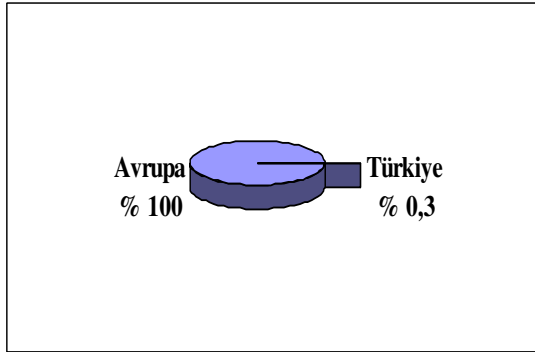
Buradan, Türkiye menkul kıymet yatırım fonu piyasasının gelişmiş değil, gelişmekte olan bir piyasa olduğu anlaşılmaktadır.

Şekil 11. Aralık 1999 İtibari İle Türkiye Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Avrupa Fon Yatırımları İçindeki Payı*



* Bu şekil ICI'nın istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

Şekil 12. Aralık 2004 İtibari İle Türkiye Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Avrupa Fon Yatırımları İçindeki Payı*



* Bu şekil ICI'nın istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

D) TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMET YATIRIM FONU YATIRIMLARI

Türkiye menkul kıymet yatırım fonu yatırımlarının toplam varlık değeri 1999 yılı sonunda 2.147 milyon Amerikan doları iken, 2004 yılı sonunda 18.112 milyon Amerikan dolarına yükselerek, 7,4 kat büyüme sergilemiştir.¹⁸⁷

¹⁸⁷ Investment Company Institute, May 2006, s. 114.

Türkiye’de ekonomik ve finansal koşullar nedeni ile fonlar, gelişmiş ülke piyasalarındaki fonlara göre daha kısa vadeli. Örneğin 2004 yılı sonu itibari ile Türkiye’deki menkul kıymet yatırım fonlarının ortalama vadesi 105 gün iken, Amerika Birleşik Devletleri’nde 5 yıldır.¹⁸⁸ İlâveten Türkiye’de likit fonların ortalama vadesi 2004 yılı sonu itibari ile 39 gün olup, bu fonlar yatırımcıların kısa dönemli finansal amaçlarına hizmet ederler. Likit fonlar dışında kalan fonlar ise tasarruf sahipleri tarafından nispeten daha uzun dönemli finansal amaçlarına ulaşmak üzere kullanılırlar.¹⁸⁹

Türkiye menkul kıymet yatırım fonlarının 1999 ve 2004’deki vade ve tür dağılımlarına bakmak üzere şekil 13 ve 14 hazırlanmıştır. Bu şekiller incelendiğinde, fonların vade dağılımının 1999 yılı sonundan 2004 yılı sonuna önemli ölçüde değiştiği görülmektedir. 1999 yılı sonunda likit fonlar tüm fonların % 37’sini oluştururken, 2004 yılı sonunda % 74’ünü oluşturmaktadır. Likit fonların payının 2 katına yükselmesi, 1999 yılındaki depremin ardından 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan mali krizler nedeniyle makroekonomik koşulların bozulması, hisse senedi piyasasında ciddi kayıpların yaşanması ve bunlara bağlı olarak tasarruf sahiplerinin güven arayışı ile likit fonları tercih etmelerine bağlı görünmektedir.

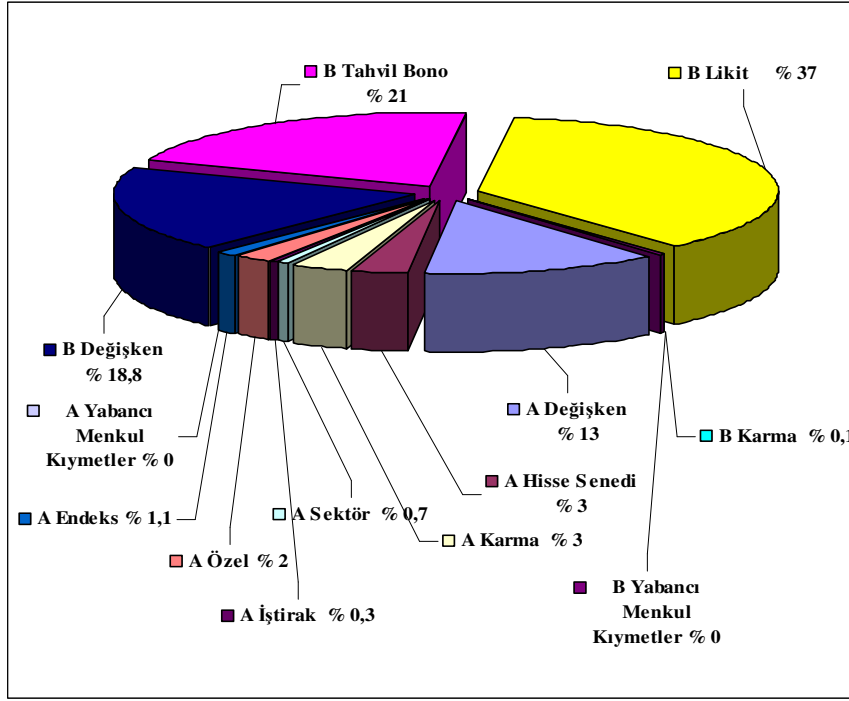
5 yılın sonunda varlık değeri olarak fonların tip ve tür dağılımının değişip değişmediğine bakıldığında, portföylerinin en az % 25’ini Türk firmalarının hisse senetlerine yatırmakla yükümlü olan A tipi fonların, varlık değeri olarak fon piyasası içindeki payının azaldığı görülmektedir. Ayrıca, A tipi fonlar içinde her bir fon türünün varlık değerinin toplam piyasa içindeki payının küçülmüş olması dikkat çekicidir. Bu gelişmeler, yatırımcıların bozulan ekonomik koşullar nedeniyle içerisinde belirli oranda hisse senedi bulunduran bu fonlardan riskten kaçınmak üzere uzaklaşmalarına ve hisse

¹⁸⁸ Investment Company Institute, May 2006, s. 51 ve Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler Raporu, Yıl 1 Sayı 4, 10, <http://www.spk.gov.tr> (20.07.2006).

¹⁸⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler Raporu, Yıl 1 Sayı 4, 10, <http://www.spk.gov.tr> (20.07.2006).

senedi piyasasında 2000 ile 2002 yılları arasında yaşanan düşüişlere bağlı görünmektedir.¹⁹⁰

Şekil 13. Aralık 1999 İtibari İle Türk Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımları*



* Bu şekil SPK'nın istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

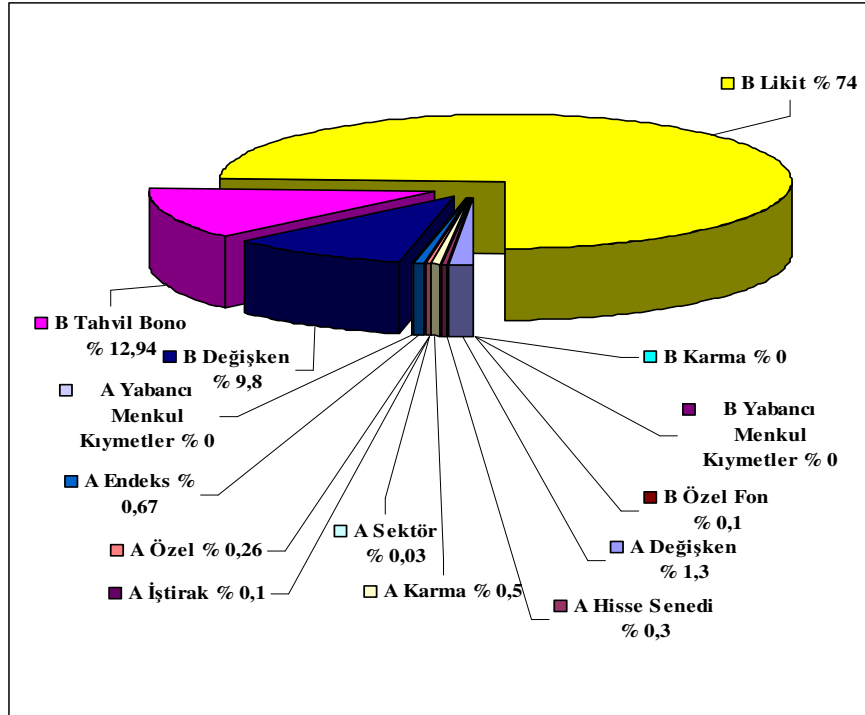
5 yılın sonunda varlık değeri olarak fonların tür dağılımının da değiştii görölmektedir. Likit fon türü hariç, her bir fon türünün piyasa içindeki payının azaldığı, diğer deyişle yatırımcıların 1999'daki tercihlerinden oldukça uzaklaşarak likit fonlara kaydıkları görölmektedir. Bu gelişme, makroekonomik dengelerdeki bozulmalar ve dengelerin iyileşmeye başlamasının zaman alması nedeniyle, yatırımcıların hisse senedi ve sabit getirili menkul kıymetlere olan güven azalışı sonucu riskten kaçınma ihtiyaçlarının artması ile likit fonlara yönelmesine¹⁹¹ ve yine mali krizler nedeni ile hisse senedi

¹⁹⁰ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2004, 46, http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm (20.07.2006).

¹⁹¹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, 7, http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm (20.07.2006). Tasarruf sahipleri likit fonları repoya alternatif görmektedirler.

piyasasının 2000-2002 döneminde, sabit getirili menkul kıymet piyasasının ise 2001 ve 2002 yıllarında dolar cinsinden reel bazda düşüş yaşamasına bağlı görünmektedir.¹⁹²

Şekil 14. Aralık 2004 İtibari İle Türk Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı*



* Bu şekil SPK'nın istatistiklerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

¹⁹² Sermaye Piyasası Kurulu, 2002 Faaliyet Raporu, 34, [http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2002_faaliyet_raporu_\(14072003\).pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2002_faaliyet_raporu_(14072003).pdf) (20.07.2006), Sermaye Piyasası Kurulu, 2005 Faaliyet Raporu, 28, 34 ve 35, http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2005_faaliyet_raporu.pdf (20.07.2006) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2001: 31, Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002, s. 44, Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2003, 38 ve Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2004, s. 40, http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm (20.07.2006).

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMET YATIRIM FONU PERFORMANSININ ÖLÇÜMÜ, HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIĞI VE FONLARDA SONA ERME

I. MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ PERFORMANSI

Menkul kıymet yatırım fonlarının performansı çeşitli kesimleri ilgilendiren bir konudur. Öncelikle ister birey ister kurum olsun tasarruf sahipleri zaman, emek ve para harcayarak bir menkul kıymet portföyü oluşturmak ve yönetmek yerine, profesyonelce oluşturulmuş ve yönetilen bir portföyden pay aldıklarında, bu hizmet için katlandıkları masraftan daha yüksek bir gelir elde edip etmediklerini bilmek isterler.¹⁹³ İkinci olarak, işi profesyonelce menkul kıymet portföyü oluşturmak ve yönetmek olan portföy yöneticisi, izlediği yatırım stratejisinin başarılı mı başarısız mı olduğunu görmek ister. Üçüncü olarak, kâr amacıyla faaliyet gösteren fon kurucusu işletmenin fonun kuruluşu ve yönetimi için katlandığı maliyetlerden daha fazla gelir elde etmesi, yönetimindeki fonların performansı ile çok yakından ilgilidir. Ve son olarak menkul kıymet yatırım fonları ile ilgili düzenleyici otorite, koyduğu kural ve ilkelerin sahip olduğu görev amaçlarına uygun olarak işleyip işlemediğini görmek ister.

Menkul kıymet yatırım fonlarının performansı değişik çevreler tarafından merak edilen bir konu olduğundan, 1933'den beri akademisyenler fon performansını değerlendirme konusunda çok sayıda çalışma yapmışlardır. Gallagher, bu çalışmalarını inceleyerek, fonların uygun kıyaslama ölçüsünden daha yüksek getiri elde edemediği sonucuna varmıştır.¹⁹⁴

¹⁹³ Reilly ve Brown, s. 993.

¹⁹⁴ David R. Gallagher, "Investment Manager Characteristics, Strategy and Fund Performance," (Yayımlanmamış Doktora Tezi, The University of Sydney, 2002), 115 ve 116. Gallagher, bu sonuca, Amerika, Avustralya, Birleşik Krallık ve diğer piyasalardaki menkul kıymet yatırım fonlarının performansını ölçen yayımlanmış araştırmaları inceleyerek varmıştır. Bu yayımlanmış araştırmalar için bakınız Gallagher, s. 121-133.

II. MENKUL KIYMET YATIRIM FONU PERFORMANSININ ÖLÇÜMÜ

Gallagher, 1960'lardan beri menkul kıymet yatırım fonları performansının ölçümü konusunun önem kazandığını belirtir. Gallagher'e göre bu önemi doğuran üç faktör vardır. Bunlar; ABD'de menkul kıymet yatırım fonlarının yönettiği varlık tutarındaki büyüme, SEC'nin fonlara yönelik katı düzenlemeleri ve bazı kuruluşların fon derecelendirme bilgilerinin yaygın şekilde erişilebilirliğe kavuşmasıdır. Bu gelişmeler sonucunda, yatırımcılara sunulan menkul kıymet yatırım fonu verisi, fonları karşılaştırmaya elverişli standardizasyona erişmiştir.

Menkul kıymet yatırım fonu performans ölçümü önceleri, risk ölçümünün bilinmemesi nedeniyle yalnızca getiri oranına dayanmıştır. Daha sonra 1960'ların başında portföy teorisindeki gelişmelerle, riskin getirideki değişkenlik (varyans) cinsinden ölçülebilmesi mümkün olmuştur. Bu gelişmelere dayanarak, hem getiri hem riski tek bir değerde birleştiren performans ölçüm yöntemleri geliştirilmiştir.¹⁹⁵ Daha sonra geleneksel yöntemler olarak isim yapan bu yöntemler, zaman içinde çeşitli eleştiriler almaya başlamıştır. Bu eleştirilerle birlikte daha başka performans ölçüm yöntemlerinin geliştirilmesi mümkün olmuştur. Bu bölümde, menkul kıymet yatırım fonu performansının ölçümü konusundaki bu kronolojiye uygun bir başlıklandırma tercih edilmiştir.

A. MENKUL KIYMET YATIRIM FONU GETİRİSİNİN HESAPLANMASI

Bir menkul kıymet yatırım fonunun yıllık getiri oranının hesaplanması Eşitlik 1 ile ifade edilebilir:¹⁹⁶

$$R_{i,t} = (NAV_{i,t} - NAV_{i,t-1} + D_{i,t}) / NAV_{i,t-1} \quad (1)$$

$R_{i,t}$: Fonun yıllık getiri oranı

¹⁹⁵ Reilly ve Brown, 995.

¹⁹⁶ Bir menkul kıymet yatırım fonunun yıllık getiri oranının hesaplanması için kullanılacak Eşitlik 1, fonun yatırımcısına gelir dağıtımının yılın sonunda gerçekleştiği varsayımı altında kullanılabilir. Fonun gelir dağıtımının yılın sonunda değil herhangi bir döneminde olduğu durumda, yıllık getiri oranının hesaplanma yöntemi için bakınız Sears ve Trennepohl, s. 500-504 ve Kılıç, s. 41-43.

$NAV_{i,t}$: Fonun yıl sonu toplam değeri

$NAV_{i,t-1}$: Fonun önceki yıl sonu toplam değeri

$D_{i,t}$: Fonun yıl sonunda yatırımcılarına dağıttığı gelir.

Bir menkul kıymet yatırım fonunun yıllık getiri oranını hesaplarırken, ülkelerin fon uygulamaları arasındaki farkın gözlemlenmesi gerekir. Bazı ülkelerde, örneğin ABD, menkul kıymet yatırım fonları portföylerindeki menkul kıymetler üzerinden elde ettikleri kâr payı, faiz ve sermaye kazancı gibi gelirleri yatırımcılarına nakit olarak dağıtırlarken; bazı ülkelerde, örneğin Türkiye, fonlar bu tür gelirleri yatırımcılarına nakit şeklinde dağıtmazlar. İkinci grup ülkelerde, portföydeki varlıklar üzerinden elde edilen bu tür gelirler fonun toplam değeri içerisinde yer almaktadır.

A) MENKUL KIYMET YATIRIM FONU PERFORMANSI ÖLÇÜM YÖNTEMLERİ

Menkul kıymet yatırım fonu performansının ölçüm sonuçları daha çok yatırımcıları ilgilendirirken, ölçüm işinin daha çok sektörde ve akademik çevrelerde gerçekleştirildiği görülmektedir. Yatırımcıların haberdar oldukları ölçüm yöntemleri genellikle sektörde kendilerine sunulan yöntemlerdir. Akademik çevrelerde ise teorik gelişmelerle birlikte, yeni yeni yöntemlerin üretilmesi ve kullanılabilmesi mümkün olmaktadır.

1. Menkul Kıymet Yatırım Fonu Sektöründe Kullanılan Performans Ölçüm Yöntemleri

Menkul kıymet yatırım fonu yatırımcıları, yatırım yaptıkları bir fonun performansını, fonun getiri oranını fon portföyünde ağırlıklı olan varlığa ait piyasa endeksi ile karşılaştırmak yoluyla ölçmeye çalışırlar. Menkul kıymet yatırım fonu sektöründe bu yöntem çoğu zaman, fonları risk gruplarına göre ayırmak suretiyle kullanılır. Aynı türdeki fonların risk kategorisine göre ayrılması ve fonların belirli dönemlerdeki getiri oranlarının uygun piyasa endekslerinin aynı dönemlerdeki getiri oranları ile

karşılaştırılması şeklinde uygulanır.¹⁹⁷ Bu karşılaştırma şekil veya tablo şeklinde olabilir.¹⁹⁸

2. Riske Göre Düzeltilmiş Performans Ölçüm Yöntemleri

Portföy teorisinde çığır açarak modern portföy teorisinin babası unvanını kazanan Harry Markowitz, portföyün beklenen getiri ve riski kavramlarını ortaya atarak portföy riskinin portföyün beklenen getiri oranındaki değişme ile ölçülebileceğini göstermiştir.¹⁹⁹ 1960’larda, Harry Markowitz’in bulgularından yararlanan üç araştırmacının ayrı ayrı araştırmaları sayesinde, CAPM ortaya çıkmıştır.²⁰⁰ CAPM, Harry Markowitz’in riskli tüm varlıklardan oluşan etkin portföyüne risksiz, getirisi sabit, bir varlığın eklenmesi fikri ile oluşmuştur.²⁰¹ CAPM’de bir varlığın riski, onun

¹⁹⁷ ABD’de eğer herhangi bir menkul kıymet yatırım fonunun ismi fonun belirli bir menkul kıymete ağırlık verdiğini tavsiye eder nitelikte ise, fon portföyünün en az % 80’i fonun isminde yer alan menkul kıymetten oluşmalıdır. Geriye kalan % 20 ise, nakit ve/veya yüksek riskli menkul kıymetlere yatırılabilir. The U.S. Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/investor/pubs/inwsmf.htm> (26.07.2006). ABD’de ayrıca, çok çeşitli piyasa endeksleri mevcuttur. Dolayısı ile ABD’de fonların getirileri, isimlerinde yer alan menkul kıymete uygun piyasa endekslerinin getirileri ile karşılaştırılabilmektedir. Türkiye’de ise fonların, portföylerinin büyük bir yüzdesini yalnızca belirli bir varlıktan oluşturmaları gereği yoktur. Ayrıca her bir fona uygun piyasa endeksi de yoktur. Bu nedenle Türkiye’de fonların getirileri, her bir fonun portföyündeki varlıkların her birine ait piyasa endeksinin getirisinin, bu varlıkların portföy içindeki payları oranında ağırlandırılması ile elde edilen getirileri ile karşılaştırılır.

¹⁹⁸ Sears ve Trennpohl, s. 504 ve 505.

¹⁹⁹ Harry Markowitz, “Portfolio Selection,” *Journal of Finance* 7, no 1, (1952): 77-91, 88-89. Sharpe, William F., “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk,” *Journal of Finance* 19, no 3, (1964): 425-442, 427 ve 428’de, Harry Markowitz’in portföy teorisindeki varsayım, yatırımcıların yatırımların muhtelif sonuçlarını bir olasılık dağılımı olarak gördüğü, ancak yatırım kararı alırken bu olasılık dağılımının yalnızca iki parametresi üzerinden hareket ettiklerini ifade eder: yatırımın beklenen getirisi ve getirilerin değişimi. Auke Platinga ve Sebastian De Groot, “Preference Functions and Risk-adjusted Performance Measures,” *Managing Downside Risk in Financial Markets: Theory, Practice and Implementations*, Frank A. Sortino ve Stephen Satchell, eds., (Oxford: Butterworth Heinemann, 2002), 176’da bu varsayımın, varlık getirilerinin normal dağılmasını gerektirdiği ifade edilir.

²⁰⁰ CAPM, üç araştırmacının birbirlerinden bağımsız yaptıkları araştırmaların ürünü bir teoridir. Bu araştırmacılar, William Sharpe, John Lintner ve Jan Mossin olup, araştırmalarının sonuçları için bakınız Sharpe, s. 425-442, John Lintner, “Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification,” *Journal of Finance* 20, no 4 (1965): 79-96 ve Jan Mossin, “Equilibrium in a Capital Asset Market,” *Econometrica* 34, no 4 (1966): 768-783.

²⁰¹ Sharpe, s. 431. Sharpe, s. 433’de CAPM’in, yatırımcıların risksiz getiri oranından borçlanabileceği ve borç verebileceği varsayımına dayandığını ifade eder. CAPM’in diğer varsayımları için bakınız Michael C. Jensen, “The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964,” *Journal of Finance*, 23 (May 1968): 389-416, 390.

sistemik riskten oluşur ve varlığın beklenen getirisinin ekonomik aktivitelerden etkilenme derecesini gösterir.²⁰² CAPM'in özelliği, tüm varlıkların dengede nasıl fiyatlandırılması gerektiğini açıklayan bir teori olarak, bu varlıkların beklenen veya istenen getirilerinin belirlenmesine imkân vermesidir.²⁰³

1960'larda, hisse senedi menkul kıymet yatırım fonu verisi ve o zamanlar yeni geliştirilen bir teori olan CAPM'in bulgularını kullanmak yoluyla, *hisse senedi portföylerine* yönelik riske göre düzeltilmiş performans ölçüm yöntemleri, diğer adıyla geleneksel performans ölçüm yöntemleri geliştirilmiştir.²⁰⁴ Bunlardan ilki 1965'de yayımladığı araştırma ile Treynor'a, ikincisi 1966'da yayımladığı araştırma ile Sharpe'a ve sonuncusu 1968'de yayımladığı araştırma ile Jensen'e aittir. Bu yöntemler teoride, farklı risk ve getirilere sahip portföylerin direk olarak karşılaştırılmasını sağlarlar.²⁰⁵

a) Treynor Performans Ölçüm Yöntemi

Treynor, fonun risk ölçüsü olarak, fonun sistemik riskini temsil eden betasını kullanır.²⁰⁶ Treynor performans ölçüsü, Eşitlik (2) yardımı ile ifade edilebilir:

$$TPM = [E(R_i) - r_f] / B_i \quad (2)$$

TPM : Treynor performans ölçüsü

E(R_i) : Fonun beklenen getirisi

r_f : Risksiz getiri oranı

²⁰² Sharpe, s. 439 ve 441'de CAPM'de sistemik risk dışında risk unsuru olmaması, etkin çeşitlendirme sayesinde varlığa özel riskin, diğer adıyla sistemik olmayan riskin tamamen ortadan kaldırılabilmesinden olduğu belirtilir.

²⁰³ Sharpe, s. 442

²⁰⁴ Tahvil portföylerinin performansının CAPM'e dayanarak ölçülmesi girişimi, 1970'lerin sonunda başlamıştır. Tahvil portföylerinin performansının ölçümü, bu portföylerin taşıdığı risk unsurunun hisse senedi portföylerinininkinden daha karmaşık olması nedeni ile daha zordur. Daha fazla bilgi için bakınız Reilly ve Brown, s. 1021-1028.

²⁰⁵ Robert C. Klemkosky, "The Bias in Composite Performance Measures, Journal of Financial and Quantitative Analysis 8 no 3 (1973): 505-514, 505.

²⁰⁶ Reilly ve Brown, s. 995.

B_i : Fonun betası.

Fonun betası, fonun piyasadaki değişimlere hassasiyeti olup, regresyon modelinden elde edilebilir ve Eşitlik (3) ile ifade edilebilir.²⁰⁷

$$B_i = \text{Cov}(R_i, R_m) / \sigma^2(R_m) \quad (3)$$

$\text{Cov}(R_i, R_m)$: fon getirisinin piyasa portföyü getirisi ile kovaryansı

$\sigma^2(R_m)$: piyasa portföyü getirisinin varyansı

Treynor performans ölçüsü daha yüksek olan fon, iyi veya kötü her piyasa koşulunda daha başarılı fondur.²⁰⁸

b) Sharpe Performans Ölçüm Yöntemi

Sharpe, fonun risk ölçüsü olarak, fonun toplam riskini temsil eden standart sapmasını kullanır.²⁰⁹ Sharpe performans ölçüsü, Eşitlik (4) yardımı ile hesaplanabilir.

$$\text{SPM} = [E(R_i) - r_f] / \sigma(R_i) \quad (4)$$

SPM : Sharpe performans ölçüsü

$E(R_i)$: fonun beklenen getirisi

²⁰⁷ Bir fonun betasının nasıl hesaplanacağına ilişkin bakınız Reilly ve Brown, s. 291-297 ve Sears ve Trennepohl, s. 375-379.

²⁰⁸ Jack L. Treynor, "How to Rate Management of Investment Funds," *Harvard Business Review*, 44 (1965): 63-75, 67. Treynor makalesinin 64'üncü sayfasında, performans ölçüsünü teoride gelecekteki performansı ölçmek üzere geliştirdiğini belirtir. Bu ölçünün gerçekleşmiş fon performansını ölçmek üzere nasıl kullanılıp yorumlanacağına dair Reilly ve Brown'un s. 996 ve 997'de yer verdiği örneği vermek faydalı olabilir. En yakın 10 yıl içinde; piyasa portföyünün yıllık ortalama getiri oranının % 14, ortalama risksiz getiri oranının % 8, A, B ve C fonlarının yıllık ortalama getiri oranlarının sırası ile % 12, 16 ve 18; betalarının sırası ile 0,90, 1,05 ve 1,20 olduğunu varsayalım. Fonların başarısı değerlendirilmek istenirse; hem fonların hem piyasa portföyünün Treynor performans ölçüsü izleyen şekilde hesaplanır. $T_m = (0,14 - 0,08)/1,00 = 0,060$; $T_A = (0,12 - 0,08)/0,90 = 0,044$; $T_B = (0,16 - 0,08)/1,05 = 0,076$; $T_C = (0,18 - 0,08)/1,20 = 0,083$. Treynor ölçülerinin ortaya koyduğu sonuçlar şöyle yorumlanabilir: A fonu üç fon içerisinde en düşük sıralamaya sahip olmanın yanında, piyasa portföyü kadar da iyi performans sergileyememiştir. Hem B hem C fonu, piyasa portföyünden daha iyi performans sergilemişlerdir, ancak C fonu B fonundan biraz daha başarılıdır.

²⁰⁹ Sears ve Trennepohl, s. 510.

r_f : risksiz getiri oranı

$\sigma(R_i)$: fon getirilerinin standart sapması

Sharpe performans ölçüsü daha yüksek olan fon, daha başarılı fondur²¹⁰

Sharpe performans ölçüsü toplam riski kullanarak fon portföy yöneticisini, hem getiri oranı performansı, hem de çeşitlendirme bazında değerlendirir. Treynor performans ölçüsü ise sistematik riski kullanarak, fon portföy yöneticisini yalnızca getiri oranı performansı bazında değerlendirir. Eğer fonun portföyü tamamen çeşitlendirilmiş ise, bu portföyün toplam riski onun sistematik riskine eşit olacağından, bu iki ölçü aynı sıralamayı verir. Fakat eğer fonun portföyü zayıf çeşitlendirilmiş ise, Treynor ölçüsü yüksek sıralama verirken, Sharpe ölçüsü çok daha düşük sıralama verir.²¹¹ Buradan hareketle, aslında bu iki ölçü birbirinden farklı bilgiler vermekte olup, gerçekleşmiş performans ölçmek üzere, diğer deyişle ardıl (ex post) veriye Sharpe performans ölçüsü; iyi çeşitlendirilmiş portföy olması şartı ile gelecekteki performans ölçmek üzere, diğer deyişle öncül (ex ante) veriye Treynor ölçüsü kullanılmalıdır.²¹²

c) Jensen Performans Ölçüm Yöntemi

Jensen, fonun performansını ölçerken, tamamıyla portföy yöneticisinin gelecekteki menkul kıymet fiyatlarını tahmin kabiliyetini ölçmek üzere, Eşitlik (5)'i geliştirmiştir.²¹³

²¹⁰ William F. Sharpe, "Mutual Fund Performance," *Journal of Business*, Supplement on Security Prices, 39 (January 1966): 119-138, 123. Sharpe performans ölçüsü, teoride fonun gelecekteki performansını ölçmek üzere geliştirilmiştir. Sharpe performans ölçüsünün gerçekleşmiş fon performansını ölçmek üzere nasıl kullanılıp yorumlanacağına dair Reilly ve Brown'un s. 999'da yer verdiği örneği vermek faydalı olabilir. En yakın 10 yıl içinde; piyasa portföyünün yıllık ortalama getiri oranının % 14, piyasa portföyünün yıllık ortalama getiri oranının standart sapmasının ise % 20, ortalama risksiz getiri oranının % 8, A, B ve C fonlarının yıllık ortalama getiri oranlarının sırası ile % 13, 17 ve 16 ve fonların standart sapmalarının sırası ile 0,18, 0,22 ve 0,23 olduğunu varsayalım. Fonların başarısı değerlendirilmek istenirse; hem fonların hem piyasa portföyünün Sharpe ölçüsü izleyen şekilde hesaplanır. $S_m = (0,14 - 0,08)/0,20 = 0,300$; $S_A = (0,13 - 0,08)/0,18 = 0,278$; $S_B = (0,17 - 0,08)/0,22 = 0,409$; $S_C = (0,16 - 0,08)/0,23 = 0,348$. Sharpe ölçülerinin ortaya koyduğu sonuçlar şöyle yorumlanabilir: A fonu üç fon içerisinde en düşük sıralamaya sahip olmanın yanında, piyasa portföyü kadar da iyi performans sergileyememiştir. Hem B hem C fonu, piyasa portföyünden daha iyi performans sergilemişlerdir, ancak B fonu C fonundan daha başarılıdır.

²¹¹ Sharpe, 1966, s. 127 ve 128.

²¹² Sharpe, 1966, s. 128 ve 129.

²¹³ Jensen, s 390 ve 393.

$$R_{i,t} - r_{f,t} = \alpha_i + (R_{m,t} - r_{f,t})\beta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

- $R_{i,t}$: Fonun t dönemindeki getirisi
 $r_{f,t}$: t dönemindeki risksiz getiri oranı
 α_i : sabit terim
 $R_{m,t}$: piyasa portföyünün t dönemindeki getirisi
 β_i : fonun betası
 $\varepsilon_{i,t}$: rassal yanılı terimi.

Eşitlik (5)'deki sabit terim, portföy yöneticisinin menkul kıymet fiyatı tahmin kabiliyetini gösterir.²¹⁴

Jensen performans ölçüsü mutlak bir performans ölçüsü olup, bu özelliği onu Treynor ve Sharpe ölçülerinden ayırır.²¹⁵

3. Riske Göre Düzeltilmiş Performans Ölçüm Yöntemlerine Getirilen Eleştiriler

Geleneksel performans ölçüm yöntemleri daha önce de belirtildiği gibi CAPM üzerine kurulmuş yöntemler olup, risk ile getiriyi tek değerde toplamayı başaran yöntemler olarak ün yapmışlardır. Ancak bu yöntemleri kullanırken, getirilen eleştirilerin farkında olmak gerekir.

Bu yöntemlere getirilen eleştiriler, yöntemlerin uygulanmasında karşılaşılan dört problemleri noktayı ortaya koymaktadır: piyasa portföyünün belirlenmesi, risksiz

²¹⁴ Jensen, s. 394.

²¹⁵ Jensen, s. 390. Jensen performans ölçüsünün gerçekleşmiş performansı ölçmek üzere nasıl uygulanacağına dair Reilly ve Brown'un s. 1002'deki açıklamalarını vermek faydalı olabilir. Jensen ölçüsünün uygulanmasında, Treynor ve Sharpe ölçülerinde olduğu gibi risksiz getiri oranı, fon getiri oranı ve piyasa portföyü getiri oranının örneklem dönemi ortalamasını kullanmak yerine; bu oranlar her zaman aralığı için ayrı ayrı kullanılır. Bu nedenle, 10 yıllık bir dönem için yıllık aralıklarla performans ölçülmek istense, fonun her bir yıla ait katma getirisi (fon getiri oranı ile risksiz getiri oranı farkı), yine her bir yıla ait piyasa portföyünün katma getirisi (piyasa portföyü getiri oranı ile risksiz getiri oranı farkı) ile regresyona tabii tutulur. Regresyon eşitliğinden elde edilen alfa katsayısı önemli derecede pozitif ise fonun performansı iyi; önemli derecede negatif ise kötü şekilde yorumlanır.

borçlanma varsayımının ihlali, gelecekteki performansı ölçen CAPM'in geçmiş veriye uygulanması, getiri dağılımı normal olmayan fonlar.²¹⁶

a) **Piyasa Portföyünün Belirlenmesi**

Geleneksel performans ölçüm yöntemleri, fonun riskini belirlemek için piyasa portföyünü kullanırlar. Teoriye göre piyasa portföyü, tam olarak çeşitlendirilmiş ve etkin bir portföydür. Bunun için de piyasa portföyünün ekonomide var olan tüm riskli varlıklardan, hisse senetleri, tahviller, yabancı hisse senetleri ve tahviller, emlak, değerli madenler, antika, pul vb., oluşması gerekir.²¹⁷

Uygulamada karşılaşılan sorun, teorideki bu tam olarak çeşitlendirilmiş portföye temsilci (proxy) bulmaktır. Araştırmalarda kullanılan piyasa portföyü temsilcisi, hisse senedi endeksidir. Ekonomideki tüm riskli varlıkları içeren bir endeks olmadığı gibi, hisse senedi endeksinin piyasa portföyünü temsil ettiğini söylemek de mümkün değildir.²¹⁸

Bu problemin neden olduğu etki ise, farklı piyasa portföyü temsilcileri kullanıldığında, fonların sıralamasının önemli ölçüde değişmesidir.²¹⁹

b) **Risksiz Borçlanma Faiz Oranı Varsayımının İhlali**

Daha önce de belirtildiği gibi CAPM'in varsayımlarından biri, yatırımcıların risksiz getiri oranından borçlanabileceği ve borç verebileceğidir. Yatırımcılar risksiz getiri oranı üzerinden borçlanamadığında, performans ölçümleri yanlış sonuçlar vermektedirler. Şöyle ki, düşük riskli fonlar piyasa portföyünden daha başarılı, yüksek riskli fonlar da piyasa portföyünden daha başarısız görünmektedir.²²⁰

²¹⁶ Sears ve Trennepohl, s. 516-520.

²¹⁷ Reilly ve Brown, s. 1016.

²¹⁸ Sears ve Trennepohl, s. 516.

²¹⁹ Reilly ve Brown, s. 1017.

²²⁰ Sears ve Trennepohl, s. 518.

c) Gelecekteki Performansı Ölçen CAPM'in Geçmiş Performansı Ölçmek Üzere Uygulanması

CAPM üzerine kurulmuş performans ölçüm yöntemlerinin kullanılması konusundaki bir başka problem, bu modelin gerçekleşmiş performansı ölçmek üzere uygulanmasının uygunluğudur. Bilindiği gibi CAPM, varlıkların beklenen getirilerini kullanarak, varlıkların nasıl fiyatlandırılması gerektiğini anlatır. Bu nedenle CAPM'in, varlıkların geçmiş performansını ölçmek için kullanılmasının doğru olmadığı ve CAPM'in ortaya koyduğu varlıkların performans tahminlerinin test edilmesinin mümkün olmadığı savunulmuştur.²²¹

d) Getiri Dağılımı Normal Olmayan Fonlar

Daha önce de belirtildiği gibi CAPM'de, varlık getirilerinin normal veya log-normal dağıldıkları ve yatırımcıların yatırım kararlarının beklenen getiri ve getirilerin değişimine dayandığı varsayılır. Ancak gerçekte, fonların getirileri her zaman normal dağılmayabilmektedir.²²² CAPM'in bu fonlara uygulanması, fonların performansı konusunda yanlış sonuçlara varılmasına yol açar.²²³

4. Diğer Performans Ölçüm Yöntemleri

CAPM'e dayanan performans değerlendirme yöntemlerine getirilen eleştiriler, yeni yöntemlerin geliştirilmesine yol açmıştır. Fonların getirileri normal dağılmadığında, fonların performansını ölçmek için farklı bir yaklaşım gerekir. Bu konudaki yaklaşımlardan popüler iki tanesi, stokastik üstünlük kuralları ve kayıp riskidir (downside risk).

İlk yaklaşım olan stokastik üstünlük kuralları, CAPM'deki gibi fonun beklenen getiri ve getirilerin değişimi konusunda beklentileri belirlemek yerine, getiri dağılımının

²²¹ Sears ve Trennepohl, s. 518.

²²² Bu fonlar, çarpıklık derecesi yüksek fonlardır.

²²³ Sears ve Trennepohl, s. 520.

tamamıyla belirlenmesini gerektirir.²²⁴ Bundan sonra, ikili şekilde fonların getiri dağılımları (örneğin Fon A'nın beklenen getiri dağılımı ile Fon B'nin beklenen getiri dağılımı) belirlenen kurallar çerçevesinde karşılaştırılır. Bu karşılaştırmadaki kurallar sayesinde fonlar, üstün olanlar ve üstün olmayanlar şeklinde gruplandırılır. Bir üst kurala geçiş, üstün olanlar grubundaki fonların bir kısmının daha elenmesi ile sonuçlanır. Bu şekilde, üstün getiri elde etmesi beklenen fonlar belirlenebilir.²²⁵

Kayıp riski yaklaşımı, yatırımcıya özel kabul edilebilir en düşük getirinin altında getiri elde etme riskine dayanır.²²⁶ Kayıp riskine dayanan fon performansı değerlendirme yöntemlerinden en yaygın olarak bilineni, Sortino oranıdır. Sortino oranı, fonun getiri oranı ile yatırımcının elde etmek istediği minimum getiri oranı arasındaki farkın, kayıp varyansına bölünmesi ile elde edilir. Kayıp varyansı, yatırımcının istediği getiri oranının altında kalan getirilerin kareleri toplamının, dönem sayısına bölümünün karekökü alınarak hesaplanır.²²⁷ Yüksek Sortino oranı, kayıp riski düşük olan diğer deyişle performansı yüksek olan fonu gösterir.²²⁸

III. MENKUL KIYMET YATIRIM FONU PERFORMANSININ HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIĞI

Yukarıda menkul kıymet yatırım fonu performansı ölçüm yöntemlerine yer verildi. Geleneksel ve daha yakın geçmişe ait yöntemleri geliştiren araştırmacıların ortak özelliği, yöntemleri uygularken yalnızca hayatta kalan fonların getirilerini kullanmış olmalarıdır. Örneğin Treynor, 1953-1962 yılları arasında kesintisiz var olmuş 20 fonun

²²⁴ Frank A. Sortino, "From Alpha to Omega," Managing Downside Risk in Financial Markets: Theory, Practice and Implementation, Frank A. Sortino ve Stephen Satchell, eds., (Oxford: Butterworth Hinemann, 2001), 4.

²²⁵ Sortino, s. 5 ve 6.

²²⁶ Sortino, s. 9.

²²⁷ Plantinga ve de Groot, s. 179.

²²⁸ Brian M. Rom, ve Ferguson W. Kathleen, "A Software Developer's View: Using Post-Modern Portfolio Theory to Improve Investment Performance Measurement," Managing Downside Risk in Financial Markets: Theory, Practice and Implementations, Frank A. Sortino ve Stephen Satchell, eds., (Oxford: Butterworth Hinemann, 2001), 67.

verisini kullanmıştır.²²⁹ Sharpe, en azından 20 yıllık getiri verisine sahip fonlar arasından 34 tanesini seçerek, bunların 10 yıllık verisini kullanmıştır.²³⁰ Jensen, 10 yılın tamamında verisi olan 115 fona ait ve 20 yılın tamamında verisi olan 56 fona ait ölçüm sonuçlarını sunmuştur.²³¹ Sortino ve Price ise, 2 fonun 5 yılın tamamındaki verisini kullanmışlardır.²³²

Fonların performansını ölçmek üzere geliştirilen yöntemler, özellikle Treynor, Sharpe ve Jensen yöntemleri, onları eleştirenler de dâhil olmak üzere çok sayıda araştırmacı tarafından uygulanmıştır. Bu araştırmacılar da yöntemi geliştireni izleyerek, yalnızca hayatta kalan fonların verilerini kullanmışlardır.²³³ Örneğin Mains 1977’de yayımlanan araştırmasında 70 fonun 10 yılın tamamındaki aylık verisini kullanmıştır.²³⁴ Lehman ve Modest, Ocak 1968 ile Haziran 1982 arasında hayatta kalmış fonların verisini kullanmışlardır.²³⁵ Cumby ve Glen, Haziran 1988 sonunda 59 uluslararası fon tespit etmişken, yeterince uzun bir dönem ve yeterince sayıda fonu analiz edebilmek için, Ocak 1982 ile Haziran 1988 dönemini seçerek fon sayısını 15’e düşürmüşlerdir.²³⁶ Plantinga ve De Groot, 105 fonun 6 yılın tamamındaki verisini kullanmışlardır.²³⁷ Tevfik, 52 haftalık sürede hayatta kalmış 22 adet fonun verisini kullanmıştır.²³⁸ Kılıç,

²²⁹ Treynor, s. 70.

²³⁰ Sharpe, 1965, s. 122.

²³¹ Jensen, 1968, s. 408.

²³² Frank A. Sortino ve Lee N. Price, "Performance Measurement in a Downside Risk Framework", Journal of Investing, (Fall 1994), <http://www.sortino.com/htm/performance.htm> (30.07.2006).

²³³ Edwin J. Elton, Martin J. Gruber ve Christopher R. Blake, "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance," The Review of Financial Studies, 9 no 4 (1996): 1097-1120, 1098.

²³⁴ Norman E. Mains, "Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios: Comment," Journal of Business 50, no 3 (July 1977): 371-384, 376.

²³⁵ Bruce N. Lehman, ve David Modest, "Mutual Fund Performance Evaluation: A Comparison of Benchmarks and Benchmark Comparisons," the Journal of Finance, 42, no 2 (1987): 233-265, 243.

²³⁶ R. Cumby ve J. Glen, "Evaluating the Performance of International Mutual Funds," Journal of Finance (June 1990): 497-521, 505.

²³⁷ Plantinga ve de Groot, s. 180.

²³⁸ Tevfik, s. 129 ve 130.

36 aylık dönemde devamlı olarak hayatta kalmış 140 adet yatırım fonunun verisini kullanmıştır.²³⁹ Doğanay, Ekim 2002 sonu itibari ile 19 adet hisse senedi menkul kıymet yatırım fonu tespit etmişken, bunlardan 5 adedini 2 yıllık dönemin tamamında veriye sahip olmadıkları için örnekleminden çıkarmıştır.²⁴⁰ Arslan, 4 yıllık dönemde var olmuş 45 adet A tipi menkul kıymet yatırım fonunun verisini kullanmıştır.²⁴¹

Bildiğimiz kadarıyla ilk olarak 1970'lerde Ball ve Watts, Salamon ve Smith ve Ball ve Watts, hayatta kalma kriterinin istatistikî testler üzerindeki etkisinin, ortaya konan çıkarımlarda yanlılıkla sonuçlanacağından bahsetmişlerdir.²⁴²

1989'da Grinblatt ve Titman, kendilerinden önceki menkul kıymet yatırım fonu performans çalışmalarının yalnızca hayatta kalan fonların verilerini kullandıklarına dikkat çekerek, bu çalışmaların hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kaldığına vurgu yapmışlardır.²⁴³ Menkul kıymet yatırım fonlarının performansını inceleyen daha sonraki araştırmacılar, hayatta kalana bağlı yanlılık konusuna ilgi göstermişlerdir. Örneğin, Malkiel, hayatta kalan ve sona eren hisse senedi menkul kıymet yatırım fonlarının 21 yıllık verilerinden oluşan bir veri seti kullanmıştır.²⁴⁴ Brown ve Goetzman, 1976 ile

²³⁹ Kılıç, s. 80.

²⁴⁰ Mete Doğanay, "Hisse Senedi Yatırım Fonlarının Şartlı Performans Değerlendirilmesi," Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi Cilt 6, Sayı 1 (Bahar 2004): 165-179, 172.

²⁴¹ Mehmet Arslan, "A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans Kabiliyet İlişkisi Analizi: 2000-2005 Dönemi Bir Uygulama," Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi, Sayı 2 (2005), 13, <http://www.ttef.gazi.edu.tr/dergi/makaleler/2005/Sayi2/1-23.pdf#search=%22Arslan%202005%20yat%C4%B1r%C4%B1m%20fonu%22> (10.08.2006).

²⁴² Ray Ball ve Ross Watts, "Some Time Series Properties of Accounting Income," Journal of Finance 27, no 3 (June 1972): 663-681, 667, Ray Ball ve Ross Watts, "Reply to Salamon and Smith," Journal of Finance 32, no 5 (December 1977): 1802-1808, 1802, Gerald L. Salamon ve E. Dan Smith, "Additional Evidence on the Time Series properties of Reported Earnings Per Share: Comment," Journal of Finance, 32, no 5 (1977): 1795-1801, 1795 ve Ray Ball ve Ross Watts, "Some Additional Evidence on Survival Biases," Journal of Finance 34, no 1 (March 1979): 197-206, 197.

²⁴³ Grinblatt ve Titman, s. 394.

²⁴⁴ Malkiel, 1995, s. 552.

1988 arasında hayatta kalmış ve sona ermiş hisse senedi menkul kıymet yatırım fonlarından oluşan bir örneklem kullanmışlardır.²⁴⁵

Menkul kıymet yatırım fonları dışında serbest fonların (hedge funds) performansını inceleyen araştırmacılar da hayatta kalana bağlı yanlılık konusuna ilgi göstermişlerdir. Örneğin Liang, hayatta kalmış ve sona ermiş serbest fonlardan oluşan toplam 1921 adet fona ait veri kullanmıştır.²⁴⁶ Capocci ve Hübner, 1995 hayatta kalmış ve 801 sona ermiş serbest fondan oluşan bir örneklem kullanmışlardır.²⁴⁷

A) Hayatta Kalana Bağlı Yanlılığın Tanımı

Ackermann ve diğerleri, hayatta kalana bağlı yanlılığı, “yalnızca örneklem döneminin sonunda hayatta olan fonların performansını dikkate almanın oluşturduğu etki” olarak tanımlarlar.²⁴⁸ Bu etkiyi Malkiel, fonların performansının abartılması olarak ifade eder.²⁴⁹

B) Hayatta Kalana Bağlı Yanlılığın Nedenleri

Bildiğimiz kadarıyla hayatta kalana bağlı yanlılığa ilk dikkat çeken araştırmacılar olan Ball ve Watts 1972’deki araştırmalarında, uyguladıkları örneklem seçim sürecinin iki nedenle yanlılığa neden olacağına işaret etmişlerdir. İlk olarak, kullandıkları Standard and Poor’s veri tabanı yalnızca hayatta kalan ve büyük firmaların verilerinden oluşmaktadır. İkinci olarak da araştırmacılar 20 yıllık dönemden az veriye sahip firmaları örneklemelerinden çıkarmışlardır.²⁵⁰

²⁴⁵ Brown ve Goetzman, s. 680.

²⁴⁶ Liang, s. 12.

²⁴⁷ Daniel P. J. Capocci ve Georges Hübner, “Analysis of hedge fund performance,” Journal of Empirical Finance 11 (2004): 55-89, 62.

²⁴⁸ Carl Ackermann, Richard Mcenally ve David Ravenscraft, “The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives,” The Journal of Finance 54, no 3 (1999): 833-874, 864.

²⁴⁹ Malkiel, 1995, s. 552.

²⁵⁰ Ball ve Watts, 1972, s. 667.

Elton ve diğeri, yeni performans ölçüm yöntemi geliştiren araştırmacıların yalnızca hayatta kalan fonların getirilerini kullanmalarının, üç nedenden birine bağlı olabileceğini ifade etmişlerdir: araştırmacıların fonları değerlemek kadar yeni metodu açıklamaya odaklanmış olmaları; yeni metodu bir zaman aralığında eksik gözlem olmadan ispat ederek yöntemin uygulanmasını basitleştirmek istemeleri ve bilgisayar ortamındaki veri tabanlarının yeni olup, eksik fonların verisinin tamamlanmasının oldukça güç olması.²⁵¹

Veri tabanlarının pek çoğu yatırımcılar ve yatırım danışmanlarına hizmet etmek üzere kurulup faaliyet göstermektedirler. Bu müşteriler, fonların fiyat, toplam varlık değeri, ve benzeri verilerini fon seçmek üzere kullanırlar ve cari dönemde hayatta olmayan bir fonun verisi ile ilgilenmemeleri bu nedenle doğaldır. Veri oluşturup sunan kuruluşların çoğunun, bu nedenle hayatta olmayan fonların verilerini veri tabanlarından çıkardıkları görülmektedir. Akademik çevrelerde hayatta kalana bağlı yanlılık konusunun ilgi görür hale gelmesi ile birlikte, hayatta kalana bağlı yanlılığa sahip olmayan veri tabanı sunan kuruluşlar da isimlerini daha iyi duyurma şansı bulmuşlardır.

C) Hayatta Kalana Bağlı Yanlılığın Ölçümü

Hayatta kalana bağlı yanlılığın boyutunu tahmin etmeyi deneyen araştırmalar, öncelikle hem hayatta kalan hem de sona eren fonların getiri verilerine sahip olmalıdırlar. Bunun içinse hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kalmayan veri tabanına sahip oldukları yolunda reklâm yapan kuruluşların veri tabanlarından yararlanmaları gerekir. İlginçtir ki, bu veri tabanlarının da gerçekten hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kalıp kalmadıkları akademik çevrelerce araştırma konusu olmuştur. Örneğin Elton ve diğeri, biri daha çok akademik, diğeri hem akademik hem yatırım çevrelerine menkul kıymet yatırım fonu verisi oluşturup sunmakla ün yapmış 2 kuruluşun veri tabanlarını, hisse senedi menkul kıymet yatırım fonları üzerinde hatalar açısından karşılaştırmışlardır. Bu karşılaştırmayı yapmak içinse, daha önce bir veri tabanının verilerinden yola çıkarak, fonları tek tek izlemek yoluyla kendilerinin oluşturdukları bir

²⁵¹ Edwin J. Elton, Gruber Martin J. ve Christopher R. Blake, "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance," *The Review of Financial Studies* 9, no 4 (1996): 1097-1120, 1098.

veri tabanını kullanmışlardır. Bu araştırmanın sonucu, inceledikleri iki veri tabanının da hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kaldıklarının ortaya konmasıdır.²⁵² Buradan yola çıkarak, hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kalmayan bir veri setinin hazır olarak elde edilmesinin ne kadar zor olduğu anlaşılmaktadır.

Hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kalmayan bir veri setinin elde edilmesi ile fonların aşınma oranı belirlenebilir. Fonların aşınma oranı, bir önceki dönem sonunda var olan fonlardan, bu dönem içinde yüzde kaçının sona erdiğini ifade eder. Örneğin Ter Horst ve diğerleri, 1989-1994 döneminde Amerikan hisse senedi menkul kıymet yatırım fonlarının yılda ortalama % 5,30'unun aşındığını tespit etmişlerdir.²⁵³ Deaves, Kanada hisse senedi menkul kıymet yatırım fonlarının 1988-1998 yılları arasında yılda ortalama % 3,5-4 oranında aşındığını ortaya koymuştur.²⁵⁴

Hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kalmayan bir veri setinin elde edilmesinin ardından, yanlılığın boyutunun ölçüm aşamasına geçilebilir. Bu aşamada kullanılan iki yöntem rastlanmaktadır. Bunlardan ilki Malkiel, Brown ve Goetzman ve Carhart ve diğerleri gibi, hayatta kalan fonların getirileri ile hayatta kalan ve sona eren fonlardan oluşan tüm fonların getirilerini karşılaştırmaktır.²⁵⁵ İkinci yöntem ise, daha az kullanılmakta olup, Ackermann ve diğerleri gibi, hayatta kalan fonların getirileri ile sona eren fonların getirilerini karşılaştırmaktır.²⁵⁶

Akademik çevrelerde menkul kıymet yatırım fonlarının hayatta kalana bağlı yanlılığının boyutunu tahmin girişimlerinin ateşini yakan Grinblatt ve Titman, Amerikan hisse

²⁵² Edwin J. Elton, Martin J. Gruber ve Christopher R. Blake, "A First Look at the Accuracy of the CRSP Mutual Fund Database and a Comparison of the CRSP and Morningstar Mutual Fund Databases," The Journal of Finance, 56, no 6 (2001): 2415-2430, 2415 ve 2416.

²⁵³ Jenke R. Ter Horst, Theo E. Nijman ve Marno Verbeek, "Eliminating look-ahead bias in evaluating persistence in mutual fund performance," Journal of Empirical Finance, 8: 345-373, 348.

²⁵⁴ Richard Deaves, "Data-Conditioning Biases, Performance, Persistence and Flows: The Case of Canadian Equity Funds," Journal of Banking and Finance, 28 (2004): 673-694, 678.

²⁵⁵ Malkiel, s. 553, Brown ve Goetzman, s. 683 ve Carhart ve diğerleri, s. 1444.

²⁵⁶ Ackermann ve diğerleri, s. 867.

senedi menkul kıymet yatırım fonlarının yıllık ortalama % 0,10 ile 0,40 arasında değişen bir yanlılığa sahip olduğu sonucuna varmışlardır.²⁵⁷ Amerikan menkul kıymet yatırım fonlarının yanlılığı, incelenen dönem, kullanılan getiri ölçüsü ve ölçüm yöntemine bağlı olarak değişmekte olup, yıllık ortalama % 0,10 ile 1,50 arasında değişmektedir. İngiliz menkul kıymet yatırım fonlarının 1972-1995 yıllarındaki hayatta kalana bağlı yanlılığı yıllık ortalama % 0,80 iken,²⁵⁸ 1988-1998 döneminde Kanada hisse senedi yatırım fonlarının riske göre düzeltilmiş getiri cinsinden hayatta kalana bağlı yanlılığı ise yıllık % 0,46'dır.²⁵⁹ Azımsanmayacak boyutta olan yanlılık bulguları, menkul kıymet yatırım fonu performansının yanlılığını dikkate almaksızın verilen yatırım kararlarının ne kadar yanlış olacağı konusunda bilgi vermektedir.

D) Hayatta Kalana Bağlı Yanlılığın Kaynağı

Yalnızca hayatta kalan fonların verisini kullanma neticesinde fonların hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kalması, hayatta kalan fonların getirileri ile kalamayanların getirileri arasındaki farktan doğmaktadır. Genelde hayatta kalamayan fonlar, kalanlardan daha kötü performansa sahip olanlardır. Örneğin Brown ve Goetzman, 10 yıllık dönemde hayatta kalamayan Amerikan menkul kıymet yatırım fonlarının kalanlardan yıllık ortalama % 4,4 daha düşük getiri elde ettiklerini bulgulamışlardır.²⁶⁰ Performansı kötü menkul kıymet yatırım fonları zaman içinde piyasadan silindikleri için, yalnızca başarılı fonların hayatta kalma eğilimi ortaya çıkmaktadır. Malkiel, "Performansı zayıf bir menkul kıymet yatırım fonunu halka satmak çok zordur." ifadesi ile bir anlamda hayatta kalana bağlı yanlılığın kaynağını özetlemiştir.²⁶¹

²⁵⁷ Grinblatt ve Titman, s. 401.

²⁵⁸ David Blake ve Allan Timmermann, "Mutual Fund Performance: Evidence from the UK," European Finance Review 2, no 1 (1998): 57-77, 63.

²⁵⁹ Deaves, s. 684.

²⁶⁰ Brown ve Goetzman, s. 683.

²⁶¹ Malkiel, s. 551.

IV. MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ SONA ERMESİ

Daha önce de belirtildiği gibi, menkul kıymet yatırım fonlarının performansında hayatta kalana bağlı yanlılığın mevcudiyeti, başarısız fonların zaman içinde piyasadan silinmesinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle fonların sona erme şekilleri ve kurucuların fon sona erdirme motivasyonlarını incelemek faydalı olacaktır.

A) ABD MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ SONA ERME ŞEKİLLERİ

Dünya’da en yoğun menkul kıymet yatırım fonu yatırımının yapıldığı ABD’de menkul kıymet yatırım fonları temel olarak, 1940 Kolektif Yatırım Kuruluşu Kanunu²⁶² ve bu Kanun çerçevesinde konulan kural ve kayıt formlarından ibaret düzenlemeye tabiidirler.²⁶³ Bu fonlar ayrıca, 1933 Menkul Kıymetler Yasası ve 1934 Borsa Kanunu hükümlerine de tabiidirler.²⁶⁴

1940 Kolektif Yatırım Kuruluşu Kanunu’nun 8(f) bölümüne göre SEC, kayıtlı bir menkul kıymet yatırım fonunun fon olmaktan çıktığını tespit etmesi durumunda, fonu kurul kaydından çıkarır. Fonların kurul kaydından çıkarılma işlemlerine ilişkin düzenleme, Kural 8f-1 ve Form N-8F’dir. Fonlar kurul kaydından çıkarılma işlemi için başvururken, Form N-8F²⁶⁵,’yi doldurmakla ve bu formu SEC’nin Elektronik Veri Toplama, Analiz ve Saklama sistemi aracılığı ile elektronik ortamda doldurmakla yükümlüdürler.²⁶⁶

²⁶² University of Cincinnati, <http://www.law.uc.edu/CCL/InvCoAct/index.html> (15.07.2006) ve The U.S. Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/answers/mutfund.htm> (15.07.2006)’ın verdiği bilgilere göre, 1940 Kolektif Yatırım Kuruluşu Kanunu, menkul kıymet ihraç eden ve esas olarak menkul kıymet yatırımı işiyle uğraşan kuruluşları kolektif yatırım kuruluşu olarak tanımlar ve üç tür kolektif yatırım kuruluşunu düzenler: açık uçlu kolektif yatırım kuruluşları (mutual funds), kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşları (closed-end funds) ve süreli sabit portföylü açık uçlu kolektif yatırım kuruluşları (unit investment trusts). Okat, s. 14’de, Sermaye Piyasası Kanunu’nun izin verdiği kolektif yatırım kuruluşlarının yatırım fonları ve yatırım ortakları olup, ilkinin Amerika’daki açık uçlu kolektif yatırım kuruluşlarına, ikincisinin ise kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşlarına denk düştüğü belirtilir.

²⁶³ The U.S. Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/answers/mutfund.htm>, (15.07.2006).

²⁶⁴ Okat, s. 4.

²⁶⁵ Form örneği için bakınız <http://www.sec.gov/pdf/formn8f.pdf> (15.07.2006).

²⁶⁶ The U.S Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/rules/final/ic-23786.txt> (18.07.2006).

1940 Kolektif Yatırım Kuruluşu Kanunu'nun 8(f) bölümünde yer verilen kayıtlı menkul kıymet yatırım fonlarının kurul kaydından çıkarılmasını gerektirecek durumlar, fonların sona erme yöntemleri olup, şunlardan ibarettirler: birleşme, tasfiye, kayıtlı fon olma vasfını kaybetme ve halka açık risk sermayesi fonuna dönüşme.²⁶⁷

1. Birleşme

Menkul kıymet yatırım fonlarının birleşmesi, ya fonun tüm mal varlığını bir başka kayıtlı fona satması, ya da fonun bir başka kayıtlı fonun bünyesine katılması veya bir başka kayıtlı fonla bütünleşmesidir.²⁶⁸

2. Tasfiye

Bir menkul kıymet yatırım fonunun tasfiyesi, ortaklarına fon mal varlığının tamamını dağıtması ve işlerini sonlandırmasıdır.²⁶⁹

Fon kurul kaydından çıkarılmak için başvururken, ortaklarına tüm mal varlığının önemli kısmını dağıtmış ve işlerini sonlandırmış veya sonlandırma sürecinde olması gerekir.²⁷⁰

3. Kayıtlı Fon Olma Vasfını Kaybetme

Bir menkul kıymet yatırım fonunun kayıtlı fon vasfını kaybetmesi, 1940 Kolektif Yatırım Kuruluşu Kanunu'nun kolektif yatırım kuruluşu tanımının dışına çıkması halidir. Kolektif yatırım kuruluşu tanımına dâhil edilmeyen kuruluşlara, Kanun'un 3(c)(1) veya 3(c)(7) bölümlerinde yer verilmiştir²⁷¹

²⁶⁷ The U.S Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/rules/final/ic-23786.txt> ve The U.S Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/pdf/formn8f.pdf> (18.07.2006).

²⁶⁸ The U.S Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/pdf/formn8f.pdf> (18.07.2006).

²⁶⁹ The U.S Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/rules/final/ic-23786.txt> (18.07.2006).

²⁷⁰ The U.S Securities and Exchange Commission <http://www.sec.gov/pdf/formn8f.pdf> (18.07.2006).

²⁷¹ The U.S. Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/pdf/formn8f.pdf> (18.07.2006). 1940 Kolektif Yatırım Kuruluşu Kanunu'nun 3(c)(1) veya 3(c)(7) bölümleri için bakınız, The U.S: Securities and Exchange Commission, Investment Company Act of 1940: 17, <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>, (18.07.2006) .

4. Halka Açık Risk Sermayesi Fonuna Dönüşme

Bir menkul kıymet yatırım fonunun halka açık risk sermayesi fonuna dönüşmesi, fonun halka açık risk sermayesi fonu²⁷² statüsüne geçmesidir.²⁷³

B) TÜRK MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ SONA ERME ŞEKİLLERİ VE SÜRECİ

Menkul kıymet yatırım fonları tüzel kişiliğe sahip olmadıklarından, Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenen sermaye şirketlerine ilişkin hükümlere tabii değildirler.²⁷⁴ Daha önce de belirtildiği gibi fonlar, Sermaye Piyasası Kanunu ve Kanun ile kendisine düzenleme yetkisi verilen SPK tarafından yapılan her türlü düzenlemeye tabiidirler. Bu nedenle fonların sona ermesi de Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ve SPK'nın 24.03.2005 tarih ve 12/387 sayılı İlke Kararı²⁷⁵'na tabiidir. Bu düzenlemeler kapsamında, menkul kıymet yatırım fonlarının sona ermesi kurucu değişikliği, birleşme, dönüşüm ve tasfiye şeklinde meydana gelmektedir.

²⁷² Bu fonlarla ilgili bilgi için bakınız, Ari Nathanson, BDCS: Progenitors of Public PE, Buyouts 19, no 12 (12.06.2006): 35-36 ve <http://www.wall-street.com/venture.html> (19.07.2006).

²⁷³ The U.S. Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/pdf/formn8f.pdf>, (18.07.2006).

²⁷⁴ Ahmet Erol, "Yatırım Fonlarının Tasfiyesi," Mükellefin Dergisi, 76 (1999): 93-97, 96.

²⁷⁵ Onur Atilla, SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi'nde uzman, ile 13.07.2006 tarihinde yapılan telefonla mülakatta, fonun kurucusunun değiştirilmesi, fonların birleştirilmesi ve/veya dönüştürülmesi uygulamalarında kurucuların zaman zaman yaşadıkları kafa karışıklıklarını gidermek ve yatırımcıların yaşadıkları sorunlara çözüm bulmak üzere SPK'nın 24.03.2005 tarih ve 12/387 sayılı İlke Kararı'nı aldığı bilgisi alınmıştır. Kurucuların kafa karışıklığı yaşadıkları duruma bir örnek olarak, kurucu değişikliği, birleşme ve/veya dönüşüm nedeni ile yapılan masrafların fon portföyünden mi yoksa kurucu tarafından mı karşılanacağı olduğunu ifade etmiştir. Yatırımcıların yaşadıkları sorunlara ise izleyen açıklamayı getirmiştir. Fon kurucuları kurucu değişikliği, birleşme ve/veya dönüşüm durumlarında Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 19. maddesi hükümlerine uyararak ilgili durumları yatırımcılarına duyurmalı ve fonların üçtüzük değişikliklerini yapmalıdırlar. Ancak bazı yatırımcıların şikâyetleri üzerine, kurucuların kurucu değişikliği, birleşme ve/veya dönüşümü en düşük tirajlı gazetelerde 2 gün ilan ettirip, ilan gününde veya 10 günden daha kısa süre içinde kurucu değişikliği, birleşme ve/veya dönüşümü gerçekleştirdikleri görülmüştür. Kurucuların mevzuata uygun olmayan bu uygulamalarının, yatırımcıların kurucu değişikliği, birleşme ve/veya dönüşüm gibi önemli gelişmelerden haberdar olmalarına, yatırımlarından getiri ve risk beklentilerini etkileyebilecek bu önemli gelişme üzerine fondan ayrılmak isteyip istemediklerini değerlendirmelerine ve isterlerse bunu gerçekleştirmelerine fırsat tanımadığı anlaşılmıştır. Özetle kurucuların bu uygulamaları sonucu yatırımcılar madur olmuştur.

1. Kurucu Değişikliği

a) Kurucu Değişikliğinin Tanımı

Bir menkul kıymet yatırım fonunun kurucu değişikliği, fonun belirli esaslara göre yönetilmesi, temsil edilmesi ve saklanması sorumluluğunun bir tüzel kişilikten bir başka tüzel kişiliğe geçmesidir.

Bir kurucu yönetimindeki menkul kıymet yatırım fonlarından bir veya birkaçını başka bir kurucuya devretme talebinde bulunabilir. Onur Atilla, fonun başka bir kurucuya satılması kararının, kurucunun yönetim kurulu tarafından alınması gerektiğini belirtmiştir.²⁷⁶ Bir kurucuya ait fon veya fonların başka bir kurucuya devrini SPK da talep edebilir. Kurucunun iflasi veya tasfiyesi halinde kurul, fonun tasfiyesi amacıyla kurucusunun değiştirilmesini talep edebilir. Kurucunun fonunu başka bir kurucuya devretme kararı aldığı kurucu değişikliğinde, devrin gerçekleşmesi ile fonun sona ermesine yönelik ayrı bir karar alınmasına gerek olmadan, kendiliğinden sona ermesi söz konusudur.

b) Kurucu Değişikliği Süreci

A kurucusu, bir veya birkaç fonunu B kurucusuna satmak, B kurucusu da, A kurucusunun satmak istediği fon veya fonları satın almak üzere aralarında anlaşılır. Daha sonra SPK'nın 24.03.2005 tarih ve 12/387 sayılı İlke Kararı ile belirlediği kurucu değişikliği için yapılması gerekenlere²⁷⁷ başlanır. Öncelikle, kurucu değişikliğine konu fonun içtüzük değişikliği ve katılma belgelerinin kayda alınması için SPK'ya başvurulur.²⁷⁸ İçtüzük tadil metninin SPK tarafından onaylandığına dair kurul izin

²⁷⁶ Onur Atilla, telefonla mülakat, 21.06.2006.

²⁷⁷ Bu yapılması gerekenler yalnızca kurucu değişikliğine ait olmayıp, aynı zamanda birleşme ve dönüşümde de geçerlidir.

²⁷⁸ 1999 yılında başlanan Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı çerçevesinde TMSF'ye devredilen bankalar daha sonra başka bankalarla birleştirilmiş, özel gruplara satılmış veya tasfiye edilmiştir. TMSF bünyesinde olan bir bankanın başka bir banka veya bankalarla birleştirilmesi ve/veya özel gruplara satışı söz konusu olduğunda, bu bankalar veya iştiraklerinin fonlarına ilişkin kurucu değişikliği uygulaması, Onur Atilla tarafından 21.06.2006'da yapılan telefonla mülakatta şöyle özetlenmiştir: Önce Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu bankaların birleşmesine veya özel gruplara satışına izin verir. Birleşme söz konusu ise, birleşme işlemi tamamlandıktan sonra fon kurucusu olan bünyesinde birleşilen banka veya iştiraki olan aracı kurum SPK'ya başvurarak, bünyesine kattığı kurumun fonlarını devralmak istediğini belirtir. Özel gruplara satış işlemi söz konusu ise, satış işlemi tamamlandıktan sonra fon kurucusu olan özel bir gruba ait banka veya iştiraki olan aracı kurum SPK'ya

yazısının alınmasından itibaren 6 iş günü içinde, yine kurul tarafından onaylanan yatırımcılara duyuru metni Türkiye çapında yayın yapan en yüksek tirajlı 5 gazetenin en az 3'ünde ilan ettirilir. Duyuru metni ayrıca, fon kurucusunun internet sitesine ve fonun sürekli bilgilendirme formuna konur, fon katılma belgelerinin satışının yapıldığı banka ve aracı kurum şubelerine ise asılır. Duyuru metninde içtüzük değişiklikleri, değişikliklerin gerekçeleri ve değişikliklerin yürürlüğe giriş tarihinin yayım tarihinden itibaren 30 günden az olmamak üzere belirtilmesi gerekir. Katılma belgelerinin kayda alınması işlemlerinin sonuçlanmasına kadar, katılma belgeleri bastırılarak yatırımcıların ellerindeki eski katılma belgeleri ile değiştirilir ve eski katılma belgeleri noter huzurunda imha edilerek, bu işlemlerin yapıldığı 6 işgünü içinde SPK'ya bildirilir. İçtüzük değişikliği, duyuru metninde belirtilen içtüzük değişikliğinin yürürlüğe giriş tarihinde, kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan ettirilir.²⁷⁹ Kurucu değişikliğinin tamamlanmasından sonra, fona ait sürekli bilgilendirme formu güncellenir ve fonun güncel içtüzük metninin bir örneği SPK'ya gönderilir. Kurucu değişikliği nedeni ile yapılan tüm harcamalar, kurucu tarafından üstlenilir.²⁸⁰

2. Birleşme

a) Birleşmenin Tanımı

Menkul kıymet yatırım fonlarının birleşmesi, bir veya birden fazla fonun diğerinin bünyesine katılmasıdır.

başvurarak, satın aldığı kurumun fon veya fonlarını devralmak istediğini belirtir. SPK söz konusu talebi uygun görürse, kurucu değişikliği işlemine başlanır.

²⁷⁹ Kurucu değişikliği halindeki vergi uygulaması, 21.06.2006 tarih ve 26205 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 5520 sayılı KVK'nun 19, 20' ve 21'inci madde hükümlerine göre yapılır. Buna göre; kurucu değişikliği nedeniyle içtüzük değişikliğinin TTSG'de ilân edildiği tarihten itibaren 30 gün içinde, kurucu değişikliği tarihi (içtüzük değişikliğinin TTSG'de tescil tarihi) itibari ile hazırlanacak kurumlar vergisi beyannamesi verilir. Kurucusu değişen fon adına tahakkuk eden vergiler, kurucu değişikliği sonrasındaki fonun kurucu değişikliğinin gerçekleştiği hesap dönemine ilişkin kurumlar vergisi beyannamesinin verildiği ayın sonuna kadar devralan kurucu tarafından ödenir.

²⁸⁰ Sermaye Piyasası Kurulu, http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf (21.06.2006).

Bir kurucu yönettiği fonlardan iki veya daha fazlasını birleştirme talebinde bulunabilir.²⁸¹ Onur Atilla ile 21.06.2006'da yapılan telefonla mülakatta, bu durumda birleştirme kararının, kurucunun yönetim kurulu tarafından alınması gerektiği öğrenilmiştir. Aynı kurucuya ait fonların birleştirilmesini SPK da talep edebilir. Bünyesinde birleşilen fon var olmaya devam ederken, birleşen fon veya fonlar sona erer. Birleşmenin gerçekleşmesi ile birleşen fonun sona ermesine yönelik ayrı bir karar alınmasına gerek olmadan, kendiliğinden sona ermesi söz konusudur.²⁸²

b) Birleşme Süreci

Bir kurucunun yönettiği fonlardan iki veya daha fazlasının birleştirilmesi kararının alınmasının ardından,²⁸³ SPK'nın 24.03.2005 tarih ve 12/387 sayılı İlke Kararı ile belirlediği fonların birleştirilmesi için yapılması gerekenlere başlanır. Öncelikle, birleşmeye konu fonların içtüzük değişiklikleri ve bünyesinde birleşilecek fonun katılma belgelerinin kayda alınması için SPK'ya başvurulur. Daha sonra yapılacaklar, fonların kurucusunun değiştirilmesi için gerekli olanlarla aynı olduğu için burada yeniden açıklanmayacak,²⁸⁴ yalnızca bu ikisi arasındaki tek farkın belirtilmesiyle

²⁸¹ O Atilla, 20.06.2006'da yapılan telefonla mülakatta, bir kurucunun (banka) kendi fonu ile iştirakine (aracı kurum) ait fonu birleştirme talebinde bulunamayacağını, birleştirme taleplerinde birleştirilmek istenen fonların kurucusunun tek bir tüzel kişilik olması gerektiğini belirtmiştir. Ancak bir kurucunun iştirakinin fonunu devralma ve kendi fonlarından biri veya birkaçı ile birleştirme talebinde bulunması durumunda, kurucu değişikliği ve birleşmenin birlikte gerçekleştiğini ifade etmiştir.

²⁸² Akyıldız, s. 130.

²⁸³ 1999 yılında başlanan Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı çerçevesinde TMSF'ye devredilen bankalar daha sonra başka bankalarla birleştirilmiş, özel gruplara satılmış veya tasfiye edilmiştir. TMSF bünyesinde olan bir bankanın başka bir banka veya bankalarla birleştirilmesi ve/veya özel gruplara satışı söz konusu olduğunda bu bankalar veya iştiraklerinin fonlarına ilişkin birleştirme uygulaması Onur Atilla tarafından 21.06.2006'da yapılan telefonla mülakatta şöyle özetlenmiştir: Önce Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu bankaların birleşmesine veya özel gruplara satışına izin verir. Birleşme söz konusu ise, birleşme işlemi tamamlandıktan sonra fon kurucusu olan bünyesinde birleşilen banka veya iştiraki olan aracı kurum SPK'ya başvurarak, bünyesine kattığı kurumun fonlarını devralmak ve bu fonları kendi fonlarından aynı tip ve türdekiler ile birleştirmek istediğini belirtir. Özel gruplara satış işlemi söz konusu ise, satış işlemi tamamlandıktan sonra fon kurucusu olan özel bir gruba ait banka veya iştiraki olan aracı kurum SPK'ya başvurarak, satın aldığı kurumun fon veya fonlarını devralmak ve bu fonları kendi fonlarından aynı tip ve türdekiler ile birleştirmek istediğini belirtir. SPK söz konusu talebi uygun görürse, kurucu değişikliği ve birleşme işlemine başlanır.

²⁸⁴ Fonların birleştirilmesi halindeki vergi uygulamaları, fonların kurucusunun değiştirilmesindeki uygulamalar ile aynıdır.

yetinilecektir. Söz konusu fark, hazırlanan yatırımcılara duyuru metninin ilan ettirileceği gazete sayısının birleşmede 2 olmasıdır.²⁸⁵

3. Dönüşüm

a) Dönüşümün Tanımı

Bir menkul kıymet yatırım fonunun dönüşümü, fonun bir tip ve tür biçiminden bir başka tip veya tür veyahut da tip ve tür biçimine çevrilmesidir.

Bir kurucu, yönettiği fonlardan bir veya birkaçını dönüştürme talebinde bulunabilir. Onur Atilla 21.06.2006'da yapılan telefonla mülakatta, bu durumda dönüştürme kararının, fonun dönüştürülmesi yatırımcıların fon yatırımlarından bekledikleri getiri ve risk düzeylerini etkileyecek bir karar olması nedeni ile fon yönetim kurulu değil, kurucunun yönetim kurulu tarafından alınması gerektiğini belirtmiştir. Bir kurucuya ait fonun dönüştürülmesi talebini SPK da yapabilir. Dönüştürme ile birlikte, dönüştürülen fonun sona ermesine yönelik ayrı bir karar alınmasına gerek kalmaksızın kendiliğinden sona ermesi söz konusudur.

b) Dönüşüm Süreci

Bir kurucunun yönettiği bir fonun dönüştürülmesi kararının alınmasının ardından,²⁸⁶ SPK'nın 24.03.2005 tarih ve 12/387 sayılı İlke Kararı ile belirlediği fonların dönüştürülmesi için yapılması gerekenlere başlanır. İlk olarak dönüştürülecek fonun içtüzük maddesi değişikliği ve dönüşen fonun katılma belgelerinin kayda alınması için

²⁸⁵ Sermaya Piyasası Kurulu, http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf (20.06.2006).

²⁸⁶ 1999 yılında başlanan Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı çerçevesinde TMSF'ye devredilen bankalar daha sonra başka bankalarla birleştirilmiş, özel gruplara satılmış veya tasfiye edilmiştir. TMSF bünyesinde olan bir bankanın başka bir banka veya bankalarla birleştirilmesi ve/veya özel gruplara satışı söz konusu olduğunda, bu bankalar veya iştiraklerinin fonlarına ilişkin dönüştürme kararına ilişkin uygulama Onur Atilla tarafından 21.06.2006'da yapılan telefonla mülakatta şöyle özetlenmiştir: Önce Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu bankaların birleşmesine veya özel gruplara satışına izin verir. Birleşme söz konusu ise, birleşme işlemi tamamlandıktan sonra fon kurucusu olan bünyesinde birleşilen banka veya iştiraki olan aracı kurum SPK'ya başvurarak, bünyesine kattığı kurumun fonlarını devralmak ve bu fonlardan bir veya birkaçını dönüştürmek istediğini belirtir. Kurucunun, devraldığı fonları önce birleştirip daha sonra dönüştürmesi de mümkündür. Özel gruplara satış işlemi söz konusu ise, satış işlemi tamamlandıktan sonra fon kurucusu olan özel bir gruba ait banka veya iştiraki olan aracı kurum, SPK'ya yukarıda bankaların birleşmesinde belirtilen taleple başvurur. Kurul söz konusu talebi uygun görürse, kurucu değişikliği ve dönüştürme işlemine başlanır.

SPK'ya başvurulur. Daha sonra yapılacaklara, fonların birleştirilmesi için gerekli olanlarla aynı olduğu için burada yeniden yer verilmeyecektir.²⁸⁷.

4. Tasfiye

a) Tasfiyenin Tanımı

Bir menkul kıymet yatırım fonunun tasfiyesi, fonun mal varlığının nakde çevrilerek, katılma belgesi sahiplerine payları oranında dağıtılmasıdır.

Bir kurucu yönetimindeki bir menkul kıymet yatırım fonunu tasfiye etme talebinde bulunabilir. Kurucunun böyle bir talepte bulunabilmesi şu hallerde mümkündür: Fonun süresiz olması ve SPK'nın uygun görüşünü aldıktan sonra 6 ay öncesinden feshi ihbar etmesi veya kurucunun fon kurma koşullarını kaybetmesi.²⁸⁸ Onur Atilla 21.06.2006 tarihinde kendisi ile yapılan mülakatta, bu durumda fonun tasfiyesi kararının kurucunun yönetim kurulu tarafından alınması gerektiğini ifade etmiştir.

Bir kurucunun yönetimindeki fonun tasfiyesini SPK da talep edebilir. SPK'nın tasfiyeyi talep edebileceği durumlar, Seri VII, No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği madde 53'de düzenlenmiştir. Kurucunun mali durumunun bozulması, fonun kendi maliyetlerini karşılayamaz duruma gelmesi ve benzer nedenlerle fonun devamının yatırımcıların yararına olmayacağına SPK tarafından tespit edilmiş olması halinde, kurul fonun tasfiyesini talep edebilir. Yine Tebliğ'in aynı maddesinde, SPK'nın tasfiye talebinde bulunabileceği bir başka durum düzenlenmiştir. Endeks fonlara has olan bu durum, ay sonları itibari ile fonun son üç ay içerisindeki birim pay değerinin baz alınan endeksin değeri ile arasındaki korelasyon katsayısının fon içtüzüğünde belirtilen değerin altına düşmesi halidir.

Bir kurucunun menkul kıymet yatırım fonunun tasfiyesi, kurucunun veya SPK'nın talebi olmadan da gerçekleşebilir. Bu durum, mevzuat veya içtüzükte belirtilen nedenlerden birinin yerine gelmesi ile kurucunun iradesi dışında kendiliğinden ortaya

²⁸⁷ Fonların dönüştürülmesinde geçerli vergi uygulamaları, fonların kurucu değişikliğindeki ile aynıdır.

²⁸⁸ Akyıldız, s. 131 ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi, 08.09.2004: 798, <http://www.ticareticil.gov.tr/gosteryeni.php?sayi=6131&sayfa=798> (20.06.2006).

çıkan tasfiyedir. Seri VII No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği madde 52 ve 53 ile düzenlenen bu nedenler, fon içtüzüğünde belirtilen sürenin dolması, kurucunun iflas etmesi veya tasfiyesi ile saklayıcı kurumun iflasıdır.²⁸⁹

Kurucunun veya SPK'nın fonun tasfiye edilmesi kararı alması ile veya mevzuat veya içtüzükte yazılı hallerin meydana gelmesi ile tasfiye süreci başlar ve tasfiye sonuçlandığında fon sona erer.²⁹⁰

b) Tasfiye Süreci

Bazen bir gücün devreye girmesi ile bazen de mevzuat veya içtüzükte belirtilen durumlardan birinin meydana gelmesi halinde bir güç devreye girmeden, tasfiye süreci başlar. Bundan itibaren katılma belgelerinin ihraç ve geri alınması ve fon malvarlığı ile portföy işletmeciliği yapılamaz.²⁹¹

Tasfiye süreci, kurucunun fonun tasfiyesine yönelik aldığı yönetim kurulu kararının SPK tarafından uygun bulunduğu'na dair yazının tarihinden itibaren başlar.²⁹² Tasfiye sürecinin başlaması ile yatırım fonu artık sadece tasfiyeye yönelik işlemleri yapabilir.²⁹³ Tasfiye ile ilgili işlemler kurucu tarafından yerine getirilir.²⁹⁴ Bu işlemler; fonun mal varlığının nakde çevrilmesi, SPK'nın uygun göreceği şekilde katılma belgesi sahiplerine

²⁸⁹ Akyıldız, s. 129 ve Sermaye Piyasası Kurulu, Yatırım Fonu Standart İçtüzük Metni: 17, http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf (16.07.2006)

²⁹⁰ Tasfiye sürecinin başlaması fonun sona ereceği anlamına gelmez. Çünkü tasfiye süreci sonuçlanmadan tasfiyeden vazgeçilmesi ve fonun kurucu değişikliğine uğraması ve/veya kurucunun isteğine göre birleştirilmesi veya dönüştürülmesi mümkündür. Buna bir örnek için bakınız Sermaye Piyasası Kurulu 13.09.2004-17-09.2004 Haftalık Bülten, 6, http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haftalikbulten/bulten_files/2004/2004_39.pdf (16.07.2006) ve Sermaye Piyasası Kurulu 06.12.2004-10.12.2004 Haftalık Bülten, 6, http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haftalikbulten/bulten_files/2004/2004_51.pdf (16.07.2006).

²⁹¹ Akyıldız, s. 132.

²⁹² Sermaye Piyasası Kurulu, 5.7.2004-9.07.2004 Haftalık Bülten, http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/haftalikbulten/2004/2004_28.pdf (16.07.2006)

²⁹³ Hızır Tarakçı, Vergi ve Sermaye Piyasası Mevzuatı ile Türk Ticaret Kanunu Açılımlarından Kurumlarda Sona Erme: Tasfiye, Birleşme, Devir, Nev'i Değiştirme, Tam Bölünme, Kısmi Bölünme, Hisse Değişimi, (İstanbul, Polaris 2003), 18 ve Akyıldız, s. 132.

²⁹⁴ Akyıldız, s. 132.

belgelerinin nakde dönüştürülerek kendilerine ödeneceğinin bildirilmesi,²⁹⁵ ulaşılamayan katılma belgesi sahiplerinin katılma belgelerinin nakde çevrilerek belge sahiplerinin menfaati korunacak şekilde nemalandırılmaya başlanması, tasfiye işlemleri ile ilgili SPK'ya bilgi verilmesi ve katılma belgesi sahiplerine ve onlara ödeme yapılıp yapılmadığına ilişkin bilgilerin yer aldığı listenin kurula iletilmesinden ibarettir.²⁹⁶ Tasfiye işlemlerinin tamamlanmasından sonra, fonun ticaret sicilinden sildirmesi ve TTSG'de ilan ettirilmesi gerekir.²⁹⁷ Bunların ardından da fonun ticaret sicilinden silindiğinin SPK ve kurucu bir banka ise Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'na, sigorta şirketi veya yardımlaşma sandığı ise Hazine Müsteşarlığına bildirilmesi gerekir.²⁹⁸

C) TÜRK MENKUL KIYMET YATIRIM FONU SONA ERMELERİNİN ARKASINDAKİ MOTİVASYONLAR

Türk menkul kıymet yatırım fonu kurucularının fonlarını sona erdirmeye motivasyonları fonların sona erme nedenlerine ışık tutabilir. Bu nedenle kurucuların fon sona erdirmeye motivasyonlarını ele almak faydalı olacaktır.

1. Kötü Performansı Gizleme Motivasyonu

Fonun kötü performansını gizleme motivasyonu, bir fon kurucusunun yönetimindeki bir fonu başka bir kurucuya satma kararı almasında²⁹⁹ etkili olabilir. Bu etki şöyle

²⁹⁵ Sermaye Piyasası Kurulu 05.07.2004 – 09.07.2004 Haftalık Bülteni'ndeki bilgilere göre bu bildirim, eğer fonun katılma belgesi sayısı az ise, belge sahiplerinin kurucuya başvurmaları gerektiğinin kurucu tarafından en seri haberleşme vasıtasıyla duyurulması ile olur. Eğer katılma belgesi sahiplerinin sayısı az değilse, bildirim yolu O. Atilla'nın 21.06.2006'daki mülakatta belirttiği gibi kurucunun her bir belge sahibinin iletişim adresine ulaşmasıdır.

²⁹⁶ Sermaye Piyasası Kurulu, http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/haftalikbulten/2004/2004_28.pdf (21.06.2006).

²⁹⁷ Tasfiye durumunda vergi uygulaması, 21.06.2006 tarih ve 26205 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 5520 sayılı KVK'nun 17 ve 21'inci madde hükümlerine göre yapılır. Buna göre; tasfiyenin sonuçlanmasından (tasfiyenin TTSG'de tescil edildiği tarih) itibaren 30 gün içinde tasfiyenin sona erdiği döneme ilişkin tasfiye beyannamesi verilir. Tasfiye edilen fona ait vergiler, fonun kurumlar vergisi beyannamesi verme süresi içinde ödenir.

²⁹⁸ Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi, 08.09.2004: 798, <http://www.ticareticil.gov.tr> ve SPK, Yatırım Fonu Standart İçtüzük Metni, 17, http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf (20.06.2006).

²⁹⁹ Bir kurucunun satmak istediği bir fonu satın almak isteyen bir kurucunun motivasyonları, kurucuların yeni fon kurmadaki motivasyonları olarak düşünülebilir. Bu motivasyonlar için bakınız Khorana ve Servaes, s. 1043-1074. Bu motivasyonlara ek olarak, hazır bir fonu devralmak yeni fon kurmaktan daha

açıklanabilir: Hâlihazırda fon yatırımcısı olanlar ve potansiyel fon yatırımcıları, fon seçimlerinde fonların performansları ile ilgilenirler.³⁰⁰ Mevcut yatırımcılar fonun performansı kötü olduğunda fondan zaman içinde ayrılır, potansiyel yatırımcılar da performansı kötü fona yatırım yapmazlar.³⁰¹ Dolayısı ile fonun kötü performansı fonun küçülmesine yol açar. Bu ise fonun performansının daha da kötüleşmesine neden olur. Fon küçüldükçe, kurucunun fonun toplam varlık değerinin belirli bir yüzdesi üzerinden aldığı yönetim ücreti de küçülür. Bu nedenle, performansı bir süredir kötü giden bir fonun başka bir kurucuya devredilerek sona erdirilmesi hayli muhtemeldir. Başka kurucuya devredilen fonun devir öncesi adı, çoğu veri tabanında fonlar listesinden çıkarıldığı ve yeni adı ile performansı ancak devirden itibaren verildiği için, fonun kötü performansı gizlenmiş olur.

Kötü performansı gizleme motivasyonu fon birleşmeleri için de geçerli olabilir. Mevcut ve potansiyel yatırımcıların fon seçimi yaparken fon performansını kullanmaları nedeniyle, bir süredir kötü performans sergileyen bir fonun kurucunun yönetimindeki başarılı bir fon ile birleştirilmesi ihtimali yüksek olabilir. Bu, bir yandan diğerinin bünyesinde birleşen fonun kötü performansının gizlenmesini, diğer yandan da hâlâ yatırımcıların paraları üzerinden yönetim ücreti almaya devam edilmesini sağlar.³⁰² Çoğu veri tabanından birleşime konu bünyesinde birleşilen fon dışındaki fonların verileri çıkarıldığı için, fonun kötü performansı gizlenmiş olur.

Bir kurucunun yönetimindeki bir fonu dönüştürme kararı almasının altında da, fonun kötü performansını gizleme amacı olabilir. Fonun performansı mevcut ve potansiyel yatırımcıların fon seçimlerinde etkili olduğundan, bir süredir kötü performans sergileyen bir fonun dönüştürülmesi ihtimali yüksek olup; böylece, bir yandan dönüşen fonun kötü performansı gizlenmiş, diğer yandan da hâlâ yatırımcıların paraları

az riskli olabilir. Mevcut bir fonu devralmak, ufak kayıplar olsa bile hazır bir müşteri portföyünü devralmak olduğu için, rekabetin de etkisi ile sıfırdan müşteri portföyü oluşturmaktan daha az riskli olabilir.

³⁰⁰ Sermaye Piyasası Kurulu, s. 21.

³⁰¹ Erik R. Sirri ve Peter Tufano, "Costly Search and Mutual Fund Flows," *The Journal of Finance* 53, no 5 (1998): 1589-1622, 1590.

³⁰² Elton ve diğerleri, 1996, s. 1098

üzerinden yönetim ücreti almaya devam edilmiş olur. Çoğu veri tabanından dönüştürülmüş fonun adı çıkarılıp, dönüşmüş fonun verileri de dönüşüm tarihinden itibaren verildiği için, fonun kötü performansı gizlenmiş olur.

Fon tasfiyelerinde de etkili olabilecek kötü performansı gizleme motivasyonu, diğer üç sona erme şekli ile aynı temele dayanır. Veri toplayıp sunan kuruluşların çoğunun tasfiye edilen fonlara ait verileri veri tabanlarından çıkarması, kurucuların fonun kötü performansını gizleme amacına hizmet ettiği için; bir süredir performansı kötü giden bir fonun tasfiye edilme olasılığı, performansı iyi giden fonlara göre daha yüksektir.³⁰³

Menkul kıymet yatırım fonlarının geçmiş performans zayıflığının, bu fonların sona erdirilmesi ile ilişkisini, ikili probit model yardımı ile Amerikan hisse senedi menkul kıymet yatırım fon verilerini kullanarak inceleyen Brown ve Goetzman, fonun geçmiş yıl getirilerinin düşüklüğünün, onun sona erdirilme olasılığını yükselttiğini görmüştür. En azından üç yıl gecikme uzunluğuna kadar geçmiş yıl getirileri sona erdirilme olasılığında etkili bulunmuştur.³⁰⁴ Yine Amerikan hisse senedi fon verilerini kullanan, ancak yalnızca tasfiye edilen fon verileri için inceleme yapan Ter Horst ve diğerleri, 12 çeyrek yıl gecikme uzunluğuna kadar geçmiş dönem getirilerini fon tasfiyelerinde etkili bulmuşlardır.³⁰⁵ Carhart ve diğerleri de Amerikan hisse senedi fon verilerini kullanmış ve cari dönemle birlikte iki yıl gecikme uzunluğuna kadar geçmiş dönem getirilerini fon sona ermelerinde etkili bulmuşlardır.³⁰⁶ Lunde ve diğerleri İngiliz hisse senedi menkul kıymet yatırım fon verilerini kullanarak, fonların sona erme olasılığı ile sektör getirisi ve fonun riske göre düzeltilmiş getirisinin negatif ilişki sergilediğini bulmuşlardır.³⁰⁷

³⁰³ William Fung ve David A. Hsieh, "Performance Characteristics of Hedge Funds and Commodity Funds: Natural vs. Spurious Biases," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 3 (2000): 291-307, 294.

³⁰⁴ Brown ve Goetzman, s. 685.

³⁰⁵ Ter Horst ve diğerler, s. 355.

³⁰⁶ Carhart ve diğerleri, s. 1459.

³⁰⁷ Asger Lunde, Allan Timmermann ve David Blake, "The Hazards of Mutual Fund Underperformance: A Cox Regression Analysis," *Journal of Empirical Finance*, 6 (1999): 121-152, 141.

2. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma Motivasyonu

Fonların birleştirilmesi kararının altında yatan amaç, ölçek ekonomilerinden yararlanma amacı olabilir. Aynı türde iş aktivitesinde bulunan iki firmanın birleştirilmesinden beklenen faydalardan biri, birleşme ile daha büyük bir firmaya ulaşarak ölçek ekonomilerinden yararlanmaktır.³⁰⁸ Fon birleşmelerinde de, daha büyük bir fon varlık değerine ulaşarak, fon bazında ölçek ekonomilerinden yararlanılabilir. Her bir fonun portföyünden karşıladığı, noter, ticaret sicili, bağımsız denetim giderleri gibi sabit giderleri tutarı, fon küçüldükçe oransal olarak büyür, bu da fonun performansını olumsuz şekilde etkileyerek büyük fonların performansının gerisinde kalmasına neden olur. Oldukça küçük bir fonun ölçek ekonomilerinden yararlanma imkânı olmadığından,³⁰⁹ kurucunun küçük ölçekli bir fonunu bir başka fonu ile birleştirmesi muhtemeldir.³¹⁰

Fon büyüklüğü ile fonun sona erdirilme olasılığı arasındaki ilişki, Brown ve Goetzman ve Carhart ve diğerleri tarafından incelenmiştir. Ortaya konan ilişki, fon ne kadar küçükse sona erdirilme olasılığının o kadar yüksek olduğu yönündedir.³¹¹

3. Pazarlama Motivasyonu

Bir kurucunun yönettiği bir fonu dönüştürme kararı almasının altında yatan amaç, Onur Atilla tarafından pazarlama amacı olarak adlandırılmıştır. Onur Atilla 13.07.2006 tarihinde yapılan telefonla mülakatta bu amacı şu şekilde açıklamıştır. Kurucular, yüksek meblağda paraya sahip müşterilerinin taleplerini, bu müşterilerini kaybetmemek için yerine getirmek isterler. Bu özellikteki müşteriler, kurucunun elindeki fonlar

³⁰⁸ Burak C. Şahözkan, Banka Birleşmeleri, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No: 233, 2003, 44.

³⁰⁹ Daniel C. Indro, Jiang Christine X., Hu Michael Y. ve Lee Y. Wayne, "Mutual Fund Performance: Does Fund Size Matter?," Financial Analysts Journal 55, no 3 (1999): 74-87, 80.

³¹⁰ Xinge Zhao, "Why Are Some Mutual Funds Closed to New Investors?," Journal of Banking and Finance 28, no 8 (2004): 1867-1887, 1868'de fon birleştirme yoluyla ölçek ekonomilerinden yararlanmanın bir sınırı olduğunu belirtir. Bu durum Türkiye'deki fonların toplam varlık değerleri zaten yeterince büyük olmadığı için mevcut şartlarda gerçekleşmese de, Amerika gibi ülkelerde gerçekleşebilmekte ve bu durumda kurucular bu fonları yeni yatırımcıya kapatmaktadırlar. Indro ve diğerleri, s. 80'de ölçek ekonomilerinden yararlanmanın sınırına, portföy büyüklüğü minimum etkinlik ölçeğine ulaştığında erişildiği belirtilir. Bu seviyenin ötesine geçildiğinde, portföyün büyümesi ortalama fon maliyetini azaltmak yerine artırır.

³¹¹ Brown ve Goetzman, s. 686 ve Carhart ve diğerleri, s. 1459.

arasında yer almayan tip, tür veya tip ve türdeki bir fonu talep ettiklerinde, kurucu bu talebi yerine getirmek ister. Bu nedenle, bir süredir performansı pek tatmin edici olmayan veya zayıf yatırımcı ilgisi nedeniyle büyüyemeyen bir fonun, fondan yüksek meblağda para çıkışı olmasını önlemek üzere dönüştürülmesi olasılığı, performansı iyi veya yatırımcı ilgisinin olduğu bir fona göre daha yüksektir.³¹²

Yatırımcı ilgisini gösteren yeni fon akışı ile fonun sona erdirilme olasılığı arasındaki ilişki, Carhart ve diğerleri tarafından incelenmiş ve yatırımcı ilgisinin yüksek olduğu fonların sona erdirilme olasılığının düşük olduğu görülmüştür.³¹³ Brown ve Goetzman da negatif yönlü, ancak zayıf bir ilişki tespit etmişlerdir.³¹⁴

4. Menkul Kıymet Yatırım Fonu Sektörünün Alt Bölümünden Çıkma Motivasyonu

Bir fon kurucusunun yönetimindeki bir fonu başka bir kurucuya devretme kararının altında yatabilecek amaçlardan biri, Onur Atilla tarafından, genellikle aracı kurumlarca uygulandığını ifade ettiği, fon sektörünün alt bölümünden çıkma amacı olarak isimlendirilmiştir. Onur Atilla menkul kıymet yatırım fonu sektörünün alt bölümünden çıkmak isteyen bir kurucunun, genellikle yönettiği fonu başka bir kurucuya para karşılığı satmayı tercih ettiğini ifade etmiştir.³¹⁵

Bir kurucu fonunun kârsızlığına kanaat getirdiğinde, sektörün alt bölümünden çıkmak üzere o fonu bir başka kurucuya satma kararı alabilir. Kurucunun fon işletiminden elde ettiği gelir fon yönetim ücreti olup, günlük olarak fon büyüklüğünün belirli bir yüzdesi şeklinde hesaplanır. Ayrıca, fonun sabit maliyetleri ile büyüklüğü arasında ters yönlü bir ilişki olduğu bilinir. Küçük fondan alınan yönetim ücretinin fonun kuruluş ve işletim maliyetlerini karşılamaması veya istenen düzeyde karşılamaması olasılığının büyük

³¹² Onur Atilla 13.07.2006'da yapılan mülakatta, dönüştürülen fonların genelde büyük fonlar olduğunu, bu nedenle giderlerinin daha düşük olup, kurucunun daha düşük yönetim ücreti talep ederek müşterilerine diğer fonlara göre daha avantajlı fonlara yatırım yapma imkânı verdiğini belirtmiştir.

³¹³ Carhart ve diğerleri, s. 1459.

³¹⁴ Brown ve Goetzman, s. 697.

³¹⁵ Onur Atilla, telefonla mülakat, 13.07.2006.

fonlara göre daha yüksek, böylece net zarar yaratma olasılığının da daha yüksek olması nedeniyle başka bir kurucuya satılma olasılığının daha yüksek olması muhtemeldir. Fona olan yatırımcı ilgisinin yetersizliği de fonun küçüklüğüne yol açarak, kârsız olması ihtimalini artırır, başka bir kurucuya devredilmesine neden olabilir.³¹⁶ Kurucunun fonu başka bir kurucuya satması ile satıştan elde ettiği parayı daha kârlı alanlarda kullanması da mümkün olabilir.³¹⁷

Ayrıca, kurucular finansal piyasaların durumunu değerlendirmek yoluyla farklı yatırımcı isteklerini veya yatırım stratejilerini değerlendirmek suretiyle yönetim ücretlerini artırmak üzere yeni fonlar kurmaktadır³¹⁸ ve yatırımcıların yeni fonun başarılı olup olmadığını anlamaları ancak zaman içinde gerçekleşebilir.³¹⁹ Böylece yatırımcıların yaşı küçük bir fona ilgi göstermemeleri, fonun da buna bağlı olarak büyümemeyip kuruluş ve işletim maliyetlerini karşılayamaması beklenebilir. Sonuç olarak, kurucunun yaşı küçük bir fonu başka bir kurucuya satma olasılığının, yaşı büyük bir fona göre daha yüksek olması beklenebilir.

Bir kurucunun yönetimindeki bir fonu tasfiye etme kararı almasının altında da, sektörün bir alt bölümünden çıkma amacı yatabilir. Kurucu değişikliğinde olduğu gibi, fonun küçüklüğü veya küçüklüğe götüren zayıf yeni fon akışı, fondan elde edilen yönetim ücretinin fonun kuruluş ve işletim maliyetlerini karşılamayarak zarar yaratması ihtimalini yükseltebilir. Ancak fon, başka bir kurucunun almak isteyeceği bir büyüklükte değilse, geriye fonun tasfiye edilmesi alternatifi kalır. Bu nedenle yeni fon akışı yüksek fonların düşük olanlara göre, büyük ölçekli fonların da küçük ölçekli fonlara göre tasfiye edilme olasılığının daha düşük olması beklenebilir.

³¹⁶ Xinge Zhao, "Exit Decisions in the U.S. Mutual Fund Industry," *The Journal of Business* 78, no 4 (2005): 1365-1401, 1369.

³¹⁷ Sudi Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions* (Prentice Hall: 2003), 242.

³¹⁸ Menkul kıymet yatırım fonu sektörünün genişleme gösterdiği dönemlerde, kurucuların daha önce portföylerinde olmayan fonları portföylerine katma (sıfırdan kurma, başka bir kurucudan devralma veya kendi fonunu dönüştürme yoluyla) eğilimleri yüksekken, diğer dönemlerde bu eğilim daha düşüktür.

³¹⁹ Lunde ve diğerleri, s. 148.

Hatırlanacağı üzere, gelişmiş ülke fonlarını kullanan araştırmalarda fon büyüklüğü ile fonun sona erme olasılığının ilişkili olduğu ortaya konmuştu. Ayrıca yeni fon akışı ile fonun sona erme olasılığı arasında, negatif yönlü bir ilişki olduğu ortaya konmuştu. Yaş ile ilgili olarak da, fon yaşı ile fonun sona erdirilme olasılığının ilişkili olduğu yönünde tespitler mevcuttur. Örneğin, Brown ve Goetzman ve Ter Horst ve diğerleri, fon yaşı ile fon sona erme olasılığı arasında ters yönlü ve lineer bir ilişki bulmuşlardır.³²⁰ Lunde ve diğerleri ise fon yaşı ile fonun sona erdirilme olasılığı arasında, lineer olmayan bir ilişki bulmuşlardır. Genç ve yaşı çok ileri olan fonlar, en düşük sona erdirilme olasılığına sahip olanlardır.³²¹

³²⁰ Brown ve Goetzman, s. 685 ve Ter Horst ve diğerleri, s. 355.

³²¹ Lunde ve diğerleri, s. 121.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK A TİPİ MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARINDA YANLILIK VE SONA ERME TAHMİNLERİ

I. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

Bundan önceki bölümde, menkul kıymet yatırım fonlarının performans ölçüm yöntemleri, fon performansının hayatta kalana bağlı yanlılığı ve fonların sona erme şekilleri ile bunların arkasındaki motivasyonlara yer verildi. Bu bölümde ise, Türk menkul kıymet yatırım fonu verileri kullanılarak fonların hayatta kalana bağlı yanlılığı ve fon sona ermeleri ile ilişkili faktörler belirlenmeye çalışılacaktır.

A) ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Bu araştırmanın iki temel amacı vardır. İlk amaç, gelişmekte olan bir piyasa özelliği gösteren Türk menkul kıymet yatırım fonu piyasasındaki fonların hayatta kalana bağlı yanlılığa sahip olmayan ilk performans sonucunu 2000’li yıllar için ortaya koymaktır. Mevcut araştırmalar gelişmiş piyasalardaki fonları kullanarak gerçekleştirilmiş olduğundan, gelişmekte olan bir piyasadaki fonlar için bu yönde bir ihtiyaç vardır. Gelişmekte olan menkul kıymet yatırım fonu piyasaları ile gelişmiş fon piyasaları arasındaki farklı makro ve mikro çevre koşulları, yasal düzenlemeler ve fon gider uygulamaları nedeniyle, aşınma oranı ve hayatta kalana bağlı yanlılığın da farklı olması beklenebilir. Hatta gelişmekte olan piyasa fonlarının gelişmiş piyasa fonlarına göre daha yüksek hayatta kalana bağlı yanlılık sergilemesi beklenebilir.

Araştırmanın ikinci amacı, hayatta kalana bağlı yanlılıkla sonuçlanan hayatta kalan fonlarla sona eren fonlar arasındaki performans farkının, fon sona ermelerine etkisini incelemektir. Ancak, menkul kıymet yatırım fonlarında sona ermeye neden olan faktörlerin belirlenmesi çok araştırılmış bir konu değildir. Dahası, bugüne kadar

yapılmış araştırmaların tümünün gelişmiş yatırım fonu piyasalarında ve sadece biri hariç hepsinin Amerikan yatırım fonu piyasasında yer alan fon verileri kullanılarak gerçekleştirildiği görülmektedir. Bilindiği kadarıyla gelişmekte olan menkul kıymet yatırım fonu piyasalarında, fon sona ermeleri ile ilişkili faktörlerin bugüne kadar hiç araştırılmamış olması, bu konudaki ihtiyacı ortaya koymaktadır. Gelişmekte olan piyasaların gelişmiş piyasalarinkinden farklı makro ve mikro çevre koşulları, yasal düzenlemeleri ve fon yönetim kültürleri fon sona ermelerini de farklılaştırabilir.

Yukarıda bahsedilen amaçlar doğrultusunda gerçekleştirilecek bu araştırmada ulaşılacak bulgular; yatırımcılar, fon kurucuları, portföy yöneticileri, devlet ve benzeri kesimleri ilgilendirebilir. İlk olarak, ortaya konacak olan hayatta kalana bağlı yanlılığın büyüklüğü; geçmişteki fon getiri verilerini kullanan yatırımcıların yatırım kararlarını, bireysel ve kurumsal yatırımcılara yatırım önerisi veren yatırım danışmanlarının önerilerini ve kurucuların portföy yöneticilerine ödeyecekleri ücret ve primleri etkileyebilir. İkinci olarak, bu araştırmada ortaya konulacak olan ampirik fon sona erme olasılığı ölçümü, yatırımcılara ve yatırım danışmanlarına menkul kıymet yatırım fonu seçerken yardımcı olabilir. Üçüncü olarak, fonların sona erme olasılığında etkili olarak ortaya çıkacak faktörlerin incelenmesi sonucunda, hem fon kurucularının davranışları hem de yatırımcıların yatırım stratejileri ile ilgili bilgi edinilebilir. Örneğin, fonun birkaç dönem geriye uzanan getirisinin, onun sona erdirilmesinde etkili olduğu görülürse, fon kurucularının kısa değil, nispi olarak daha uzun dönemli bakış açısına sahip olduğu düşünülebilir. Bu bilgilerin ise, devletin ilgili kurulları,³²² portföy yöneticileri ve yatırımcılar tarafından değerlendirilmesi ile, fon piyasasının geliştirilmesine yönelik her kesimin üzerine düşeni yapması kolaylaşabilir.

B) ARAşTIRMANIN YÖNTEMİ

Regresyon analizinde, bir model oluşturularak bağımsız değerşkenler ile bağımlı değerşken arasındaki ilişki ortaya konmaya çalışılır. Bağımlı değerşkenin sürekli olduğu regresyon modellerinde, bağımsız değerşkenlerden biri veya birkaçı kesikli olursa,

³²² Bu kurular, fon piyasasını düzenleyici konumdaki SPK ve vergi koyucu konumdaki Bakanlar Kurulu'dur.

modele (0,1) kukla değişkenler katılarak bu problem çözülebilir. Ancak, bağımlı değişkenin kesikli olup, 0 ile 1 değerlerini aldığı durumlara çok sık rastlanabilir. Örneğin, araba sahibi olup olmama, belirli bir malı tüketip tüketmeme, belirli bir partiye oy verip vermeme, bir menkul kıymet yatırım fonunun sona erip ermemesi. Bağımlı değişkenin 0 ile 1 değerlerini aldığı bir durumla karşı karşıya olduğumuzda, standart regresyon analizini kullanılabilir miyiz?

Bağımlı değişkenin 0 ile 1 değerlerini aldığı bir durumda doğrusal regresyon modelini tayin etmek, söz konusu modelin belli problemlere sahip olmasına neden olur. Bu problemlerden ilki, doğrusal regresyonun varsayımlarından olan modeldeki rassal yanılığı terimlerinin (e_i) ortalamasının sıfır olduğu varsayımının, e_i nin alacağı değerlerin olasılıklarını 0'dan küçük 1'den büyük yaparak, bağımlı değişken 0 ve 1 değerlerini varsayarken, modelin 0'dan küçük 1'den büyük tahminler ortaya koymasına neden olmasıdır.³²³ İkinci olarak, bağımlı değişkenin 0 ve 1 değerlerini aldığı durumda, rassal yanılığı terimleri değişkendir ve bu durumda doğrusal regresyon modelinin tayin edilmesi etkin olmayan tahminler elde edilmesine yol açar. Üçüncü olarak, modelle ortaya konan ilişki, açıklayıcı değişkenlerin alacağı değerlere karşı fazla hassastır. Ayrıca, tahmin edilen katsayıların önemliliklerini test için kullanılan olağan testler kullanılamaz, tahmin edilen standart hatalar tutarlı değildir ve modelin eldeki veriye uyum iyiliğini gösteren R^2 artık kullanılamaz.³²⁴ Son olarak, yine doğrusal regresyonun varsayımlarından olan rassal yanılığı terimlerinin normal dağıldığı varsayımı, bağımlı değişkenin de normal dağılması anlamına gelir.³²⁵ Yalnızca 0 ve 1 değerlerini alan bağımlı değişkenin varlığında, bağımlı değişkenin normal dağıldığı varsayımı geçerli

³²³ William H. Green, *Econometric Analysis*, 3rd. Ed., (NJ: Prectice-Hall, 1997), 874 ve George G. Judge, William E. Griffiths, Carter R. Hill ve Tsoung-Chao Lee, *The Theory and Practice of Economics*, (New York: John Wiley Sons, 1980), 586.

³²⁴ Judge ve diğerleri, s. 586 ve 587.

³²⁵ Leighton R. Thomas, *Modern Econometrics*, (Addison Wesley Longman, 1997), 143'de, doğrusal regresyon modelinde, rassal yanılığı terimlerinin normal dağıldığı varsayımı, aynı zamanda sabit terim ve açıklayıcı değişkenlerin de normal dağılmalarını gerektirdiği yer alır.

olamaz. Bu nedenle doğrusal bir tahmin yöntemi, doğrusal olmayan bir ilişkiyi açıklamak için kullanılamaz.³²⁶

Yukarıda sayılan nedenlerle bağımlı değişkenin 0 ve 1 değerlerini aldığı durumlarda doğrusal regresyon işe yaramayacağı için, doğrusal regresyonun kısıtlayıcı varsayımlarına sahip olmayan lojistik regresyon devreye girer.³²⁷

Y , 0 ile 1 değerlerini alan bağımlı değişken; X de, bağımsız değişkenler vektörü olduğunda; ikili lojit modelde, X veriyken Y 'nin aranan özelliğe sahip olması olasılığı ile ilgilenilir.

Yukarıda bahsedilen aranan özelliğe sahip olma olasılığının tahmini için, ikili lojit model kurulması gerekir. Böyle bir model, lojistik dağılım fonksiyonu kullanılarak kurulabilir.³²⁸ Eşitlik (6) lojistik dağılım fonksiyonunu gösterir:³²⁹

$$P_i = e^{(\beta'X)} / [1 + e^{(\beta'X)}] \quad (6)$$

Eşitlik (6)'de gösterilen haliyle parametrelerin, β , tahminini elde etmek zordur. Bu nedenle, Eşitlik (6)'nın doğal logaritması alınarak doğrusallaştırılması gerekir. Bu işlem sonucunda, Eşitlik (7) elde edilir:

$$L_i = \ln [e^{(\beta'X)}] = \beta'X \quad (7)$$

³²⁶ Judge ve diğerleri, s. 587.

³²⁷ Green, s. 874.

³²⁸ Timothy M. Hagle ve II Glenn E. Mitchell, "Goodness of Fit Measures for Probit and Logit," American Journal of Political Science 36, no 3, (1992): 762-784.

³²⁹ Green, s. 874.

Eşitlik (7), en çok benzerlik tahmin yaklaşımı ile bilinmeyen parametrelerin tahminine imkân verir. Daha sonra, her bir birey için aranan özelliğe sahip olma olasılığı tahmin edilir. Ortaya çıkan olasılık her zaman 0 ile 1 arasındadır.³³⁰

Tahmin edilen bir lojit modelin eldeki veriye uyum iyiliğini tespit etmek için kullanılan yöntemlerden biri, logaritmik olabilirlik oranı testidir. Bunun için önce, bağımsız değişkenleri içeren (tümel) model tahmin edilerek, bu modelin maksimize edilmiş olabilirlik değeri bulunur. Daha sonra, sadece sabit terimi içeren model tahmin edilerek, o modelin maksimize edilmiş olabilirlik değeri bulunur. Bu aşamada, sadece sabit terimi içeren modelin maksimize edilmiş olabilirlik değeri ile tümel modelin maksimize edilmiş olabilirlik değeri farkı alınarak -2 ile çarpılır. Çıkan değer, olabilirlik oranı adını alır ve tümel modelin serbestlik derecesi (modeldeki açıklayıcı değişkenlerin sayısı) için ki-kare dağılımına sahiptir. Ki-kare tablosundan bulunacak kritik değer, olabilirlik oranı ile karşılaştırılır. Eğer olabilirlik oranı kritik ki-kare değerine eşit veya ondan büyükse, tümel modelin eldeki veriye uyumu iyidir.³³¹

Bir lojit modelin eldeki veriye uyum iyiliği için önerilen yöntemlerden ikincisi, McFadden pseudo- R^2 yöntemidir. Yukarıda anlatıldığı gibi tümel ve sadece sabit terimi içeren modellerin maksimize edilmiş olabilirlik değerleri elde edilir. Daha sonra, tümel modelin maksimize edilmiş olabilirlik değeri, sadece sabit terimi içeren modelin maksimize edilmiş olabilirlik değerine bölünerek, bulunan sonuç 1'den çıkarılır. McFadden pseudo- R^2 her zaman 0 ile 1 arasında bir değer alır.³³² Modelin uyumu iyileştikçe, McFadden pseudo- R^2 büyür.³³³

³³⁰ Şahin Akkaya, *Ekonometri II* (İzmir: Anadolu Matbaacılık, 1991), 84.

³³¹ Green, s. 886.

³³² Thomas, s. 475.

³³³ Green, s. 892.

Lojit modeldeki her bir açıklayıcı değişkenin modele katkısının önemini belirlemek üzere kullanılan yöntem, olabilirlik oranı yöntemidir. Bu yöntem, tümel modelden çıkarılan bir veya birkaç açıklayıcı değişkenin, modele katkısı olup olmadığını gösterir. Tümel modelin maksimize edilmiş olabilirlik değeri ile tümel modeldeki bir veya birkaç açıklayıcı değişkenin yer almadığı modelin maksimize edilmiş olabilirlik değeri arasındaki farkın, iki modelin serbestlik dereceleri arasındaki farka ait kritik ki-kare değerine eşit veya ondan büyük olup olmadığına bakılır. Eğer eşit veya büyük ise, modelden çıkarılan değişkenin model için önemli olduğu sonucuna varılır.³³⁴

C) VERİNİN OLUŞTURULMASI

1. Veri Kaynakları ve Özellikleri

Yatırımcılar ne kadar çok bilgilendirilirse, yatırım fonu seçme işlemleri de o kadar başarılı olacaktır. Türkiye’de yatırımcılara yönelik olarak menkul kıymet yatırım fonlarına ilişkin bilgi sunan değişik kaynaklar mevcuttur: SPK, yatırım fonu kurucusu, gazeteler, finansal veri yayını yapan firmalar ve benzeri. SPK’nın oluşturduğu veri tabanında, değişik ihtiyaçları karşılayacak özellikte veriler ve bilgiler sunmaktadır. Bu veri tabanında, aylık bültenler sayesinde Ocak 1998’den başlamak üzere cari döneme kadar aylık bazda tüm fonlara ait veriler mevcuttur. Bu veriler, fonların portföy bilgilerini ve getirilerini, kurucuların piyasa paylarını, ve fonların tarihsel konsolide portföy büyüklüklerini içerir. Fonların portföy bilgileri ve getirileri başlığı altında, ay sonu itibari ile fonun tipi, türü, kodu, portföy dağılımı, toplam değeri, yatırımcı sayısı ve birim fiyat verileri yer almaktadır. Aylık bültenler içinde fon adı veya kodu ile arama yapmak mümkün değildir. SPK’nın elektronik veri tabanında ayrıca portföy değerleri başlığı altında, yalnızca cari dönemde var olan fonlara yönelik olarak fon ve tarih bazında arama yapmaya izin verir nitelikte günlük verilere ulaşma imkanı mevcuttur. Bu başlık altında; fonun tipi, türü, toplam değeri, birim pay değeri, dolaşımdaki pay sayısı, yatırımcı sayısı ve portföy dağılımı yer almaktadır.

³³⁴ J. S. Cramer, An Introduction to the Logit Model for Economists, 2. Ed., (London: Timberlake Consultants Press, 2001), 39.

SPK'nın elektronik veri tabanı, tüm fonları içeren ve fon adı veya kodu ile arama yapmaya izin veren bir yapıda olmamasına rağmen, 1998 yılından cari döneme kadar uzanan aylık bültenler tek tek taranmak suretiyle, cari dönemde var olmayan diğer deyişle hayatta kalamamış fonlara ait verilere de ulaşmak mümkündür. Bu, tahmin edileceği üzere oldukça zaman alıcı bir işlemdir.

Fon kurucuları yatırımcılarını sürekli bilgilendirmek üzere; fon içtüzüğü, izahnamesi, mali tabloları, aylık raporları, alım satım saatleri, fon karşılaştırma ölçütü ve yatırım stratejisi gibi bilgileri sunarlar. SPK'nın internet sayfasında, fonların sürekli bilgilendirme formlarına bu amaçla bağlantı verilmiştir. Kurulun sitesinde ayrıca, kurucu ile temasa geçmek için adres, telefon, faks ve elektronik posta adresleri verilmektedir.

Fonlara ilişkin veri sunan diğer veri kaynakları ise gerek basılı gerek elektronik ortamda mevcut olan gazeteler ve yine elektronik ortamda ilgilenenlere ücretsiz fon verisi sağlayan firmalardır. Ancak, gazetelerde yalnızca fonların birim fiyat bilgisi yer almaktadır. Ücretsiz fon verisi sağlayan bilgi iletişim hizmeti veren firmalar veya yazılım firmaları ise yalnızca cari dönemde var olan fonları içeren bir veri tabanı sunmaktadırlar. Bu veri tabanlarında kurucu değişikliği, birleşme veya dönüşüm gibi durumlarda fonlar tarihsel olarak birbirinin devamı olarak kabul edilmekte, ancak söz konusu durumlardan öncesine ait verilere yer verilmemektedir. Fon adı ile ve tarih aralığına göre arama yapılabilen bu tür veri tabanlarında; fonun fiyatı, portföy dağılımı, toplam değeri, yatırımcı sayısı, doluluk oranı gibi veriler yanında, fonun belirli tarih aralıklarındaki getirisini görme, başka fonların ve yatırım araçlarının getirileri ile karşılaştırma yapma seçenekleri de söz konusudur.

2. Veri Setinin Derlenmesi

Elektronik ortamda finansal veri yayınlayan firmalardan bir kaçı ile temasa geçildiğinde, 1998 yılından başlayarak fon verilerinin ellerinde olduğu; ancak, bir fon birleşme, dönüşüm veya kurucu değişikliği yaşadığında, yeni fon adı ile devam edildiği

ve birleşmiş, dönüşmüş, kurucusu değişmiş veya tasfiye olmuş fonları da içerecek şekilde tüm fonların verisini ve bilgisini çıkarmalarının hiçbir suretle mümkün olmayacağı öğrenilmiştir. Bu nedenlerle, cari dönemde var olan fonlara ilişkin veri sağlayan bu firmaların veri tabanlarından yararlanmama yolu seçilmiştir.

Bu araştırmada oluşturulan veri seti, SPK'nın oluşturduğu ve elektronik ortamda sunduğu veri tabanından elde edilmiştir. Ayrıca gerektiğinde kurulun internet sayfasında yer alan sürekli bilgilendirme bağlantısından fonların içtüzük ve izahnamelerini incelemek ve fon kurucularına elektronik posta yoluyla ve bazen telefonla ulaşmak yoluyla eksik kalan veriler ve bilgiler tamamlanmaya çalışılmıştır. Bir önceki bölümde diğer veri kaynakları olarak yer verilen ulusal gazetelere, yalnızca fonların yaşlarını tespit sırasında bilgi amaçlı olarak nadiren başvurulmuştur.

SPK'nın elektronik veri tabanında yer alan, cari dönemde hayatta olmayan fonları³³⁵ da içerir nitelikteki aylık bültenlerin taranması yoluyla, hem hayatta olan hem hayatta olmayan tüm fonlara ait verilere ulaşılmıştır. Bunun için öncelikle, kurulun elektronik veri tabanında yer alan aylık bültenler örneklem dönemi içerisinde yer alan her ay itibari taranmak yoluyla var olan A tipi fonların isimleri ve türleri belirlenmiş ve her birine türüne göre bir numara verilmiştir. Daha sonra aylık olarak, bu fonların ay sonu itibari ile kapanış fiyatları ve toplam değerleri aynı bültenlerden elde edilmiştir.

Fonların yaşları SPK'nın hazır olarak sunduğu bir bilgi değildir. Kurul ile iletişime geçilerek fonların yaşlarını tespite yardımcı olacak veri olup olmadığı sorulduğunda, kurul tarafından elektronik ortamda; birleşen, tasfiye edilen ve mevcut fonlar şeklinde üç adet tablo sunulmuştur. Bu tablolarda, fonların kuruldan kuruluş izni alma ve ticaret

³³⁵ Türkiye uygulamasında fonların hayatta kalamaması diğer ülke piyasalarındakilerden farklılıklar göstermektedir. İlk olarak, SPK'dan alınan bilgiye göre, Türkiye'de bir fonun aşırı büyüyerek yeniden yapılandırma çerçevesinde ikiye bölünmesi uygulaması hiç görülmemiştir. İkinci olarak, Türkiye'de, veri toplayan kuruluşlar fon verilerini direk olarak Takasbank'ın veri tabanından çekmektedirler. Takasbank'ta işlem yapan her fona ait veri, Takasbank'ın veri tabanında yer almaktadır. Dolayısıyla fonların isteğe bağlı olarak veri tabanına girmesi veya çıkması söz konusu olmamaktadır. Bu nedenlerle Türkiye'de veri tabanlarındaki hayatta kalamayan fonlar; yalnızca tasfiye, birleşme, dönüşüm veya kurucu değişikliği sonucunda oluşmaktadır.

siciline tescil tarihleri yanında, katılma belgelerinin kayda alınma ve halka arz tarihleri de yer almaktadır. Fonların, kurucu değişikliği, birleşme veya dönüşüm gibi durumlarda birbirinin devamı olarak kabul edildiği bu tablolarda,³³⁶ az sayıda fon hariç, kurucu değişikliği, birleşme, dönüşüm veya tasfiyenin ticaret siciline tescil ve TTSG’de ilan tarihleri de yer almaktadır. Sonuç olarak, örneklem dönemi içinde var olmuş her fonun yaşını tespit etmek üzere, fon piyasasının fiilen faaliyete geçtiği 1987 yılından bu yana kurucu değişikliği, birleşme, dönüşüm veya tasfiye yaşamış fonların başlangıç ve sona erme tarihlerinin belirlenmesi ihtiyacı doğmuştur. Bu nedenle, SPK’nın 1997 yılı aylık bültenlerini taramak,³³⁷ kuruldan elektronik ortamda sunulan birleşen, tasfiye edilmiş ve mevcut fonlar tablolarını incelemek, kurulun internet sayfasında sunduğu haftalık bültenleri taramak,³³⁸ fon kurucularının sürekli bilgilendirme formlarını incelemek, fon kurucuları veya devralan kurucular ile temasa geçmek ve ulusal gazeteleri taramak yolları izlenmiştir. Tüm bunlardan sonra fonların bireysel olarak yaşlarının hesaplanması işlemine geçilmiştir. Bir fonun başlangıç tarihi olarak; yeni kurulan bir fon söz konusu ise katılma belgelerinin halka arz tarihi,³³⁹ kurucusu değişen, birleşen veya dönüşen bir fon söz konusu ise kurucu değişikliği, birleşme veya dönüşümün ticaret siciline tescil tarihi³⁴⁰ kullanılmıştır.

³³⁶ Bu tablolarda bir fon için yer verilen fonun kuruluş izni alma, ticaret siciline tescil ve halka arz tarihleri, aslında tüm dönüşümlerden ve/ya birleşmelerden önceki ilk fona ait tarihlerdir.

³³⁷ Bir önceki dipnotta verilen nedene ek olarak, fonların ilk defa tür ayrımına tabii tutulması 1997 yılında gerçekleştiği için, bazı fonların başlangıç tarihini belirlemek amacıyla 1997 yılı aylık bültenlerinin taranması gerekmiştir.

³³⁸ Haftalık bültenler 2000 yılından itibaren sunulmaktadır.

³³⁹ Eğer halka arz tarihi ayın son 3 gününe denk geliyorsa, bir sonraki ay başlangıç tarihi olarak kabul edilmiştir.

³⁴⁰ Çok az sayıda fon için, ticaret siciline tescilin gerçekleştiği aydan bir sonraki aya ait SPK’nın aylık bülteninde yeni fon yer almıştır. Bu durumda, yeni fonun aylık bültenlerde görüldüğü ilk ay başlangıç tarihi olarak kabul edilmiştir. SPK’dan alınan bilgiye göre, bu durum uygulamadan kaynaklanan gecikmeler nedeniyle fonun birleşme, dönüşüm veya kurucu değişikliğinin tamamlanmasının tescil tarihini aşmasından ötürüdür. Ayrıca, 1997 yılında fonların türlere göre ayrımı uygulamasına gidilmiş ve yılın ikinci yarısında fonların dönüşümleri gerçekleşmiştir. Bu dönüşümlerde bir kısım fon için ticaret siciline tescil tarihine değil, SPK’nın dönüşüme ilişkin izin yazısı tarihine ulaşılabilmektedir. Bu durumda, SPK’nın ilgili yıla ait aylık bültenlerinde dönüşüm sonrası isim altında fonun yer aldığı ay ile izin yazısı tarihi karşılaştırılmış ve bunların aynı olduğu görülmüştür. 1997’de tür ayrımı nedeniyle dönüşen fonlardan, o yıldaki dönüşüme ait bilgilerine ulaşılamayanlar için ise, ne ticaret siciline tescil tarihine ne de SPK’nın dönüşüme ilişkin izin yazısı tarihine ulaşılabilmektedir. Bu durumda, SPK’nın ilgili yıla ait aylık bültenlerinde yeni fonun bültende yer aldığı ay, o fon için başlangıç tarihi olarak kabul edilmiştir.

Fonların yaşlarını tespit etme işlemi sırasında elde edilen fon kuruluş ve sona erme tarihleri göz önüne alınarak, SPK'nın aylık bültenlerinden derlenen her bir fona ait verinin dönemi gözden geçirilmiştir. Bu işlem sonucunda, üç adet fonun birkaç aylık verisinin eksik olduğu gözlenmiştir. Bu fonlardan ikisi tasfiye edilmemiş oldukları için, biri için devralan kurucuya diğeri için de kurucuya ulaşarak eksik aylara ait birim fiyat ve fon toplam değeri verileri tamamlanmıştır. Üçüncü fon tasfiye edilmiş bir fon olduğu için ne veri eksikliğinin nedenine ne de verilere ulaşılabilmıştır.³⁴¹

3. Örneklem

Bu araştırmada oluşturulan örneklem, 2000-2004 döneminde var olmuş tüm A tipi menkul kıymet yatırım fonlarına ait çeyrek yıllık veriden oluşmaktadır. Örneklem dönemi olarak 2000-2004 yıllarının seçilmesinin iki nedeni vardır. İlk olarak, SPK'nın elektronik ortamda sunduğu fon verileri 1998 yılından itibaren mevcuttur. Ancak, fon yaş değişkeninin fonların tasfiye edilme olasılığı modeline katılması düşünüldüğü ve bunun yapılabilmesi için kurulun 2000 yılından itibaren elektronik ortamda sunduğu haftalık bültenlerin taranması gerekli olacağı için, 2000 yılı örneklemin başlangıç yılı olarak seçilmiştir. Örneklem döneminin 2004 yılında sona erdirilmesinde ise, veri kaynağı olarak seçilen SPK'nın bu araştırmaya başladığında açıklamış olduğu bilgi ve verilerin 2004 yılı sonu itibari ile sona ermiş olması belirleyici olmuştur.

Örneklemin A tipi menkul kıymet yatırım fonlarından oluşturulmasına, araştırmanın birinci bölümünün “Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Fonu Yatırımları” alt başlığında ortaya konan bulgular sonucu karar verilmiştir. Hatırlanacağı üzere, örneklem dönemi olarak seçilmiş olan 2000-2004 yıllarında, menkul kıymet yatırım fonu piyasası varlık değerinde büyüme görülmüştü. Ancak, A tipi fonların yönettikleri varlık değerinin, fon piyasasının toplam varlık değeri içindeki payının ciddi ölçüde azaldığı, B tipi fonların payınınsa aynı ölçüde arttığı tespit edilmişti. A tipi fonların yönettikleri varlık değerinin tüm fonların varlık değeri içindeki payının 1999 yılı

³⁴¹ Bu fonun kayıtlı halka arz tarihinden 4 ay sonrasında ilk verisi gözlenmiştir. Bu eksikliğin tamamlanması için önce kurucu, daha sonra SPK, finansal veri sağlayan firmalar, Takasbank dâhil değişik kaynaklara başvurulmuş, ancak veri eksikliğinin nedenine veya veriye ulaşmak mümkün olmamıştır.

sonunda % 23,10 iken, 2004 yılı sonunda % 3,16'ya düştüğü ve istisnasız her fon türünün payında azalma olduğu ortaya konmuştu. Buna ek olarak, aynı dönemdeki A ve B tipi fonların yönettikleri varlık değerinde gerçekleşen yüzde değişime bakıldığında, A tipi fonların varlıklarının % 189 büyüdüğü, B tipi fonların varlıklarının % 2.539 büyüdüğü görülür. Bu bulgular ile, seçilen dönemde B tipi fonlarda değil, A tipi fonlarda araştırma konumuz olan sona ermelerin gerçekleştiği anlaşılmıştır.

Örnekleme, A tipi fon türlerinden altı tanesi dâhil edilmiştir. Türler; karma, sektör, iştirak, yabancı menkul kıymetler, değişken ve hisse senedidir. Endeks fonlar ve özel fonların örnekleme dâhil edilmemesi; endeks fonların aktif yönetim stratejisi uygulamaması, özel fonlarınsa sadece belirli bir gruba (örneğin bir firmanın çalışanları) açık fonlar olması nedeniyledir.

Örneklemede çeyrek yıllık veri aralığının tercih edilmesinde, hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kalmayan bir veri seti oluşturulmasının amaçlanmış olması belirleyici olmuştur. Yıllık veri aralığı belirlenmesi halinde, örnekleme, ancak bir tam yıl boyunca hayatta kalan fonlar dâhil edilip, bir tam yıldan daha kısa süre hayatta kalan fonlar ise dâhil edilmez. Dolayısı ile fonların sona erdiği yıla ait veriler ve aynı yıl içerisinde kurulan ve ortadan kalkan fonların verileri örneklemin dışında kalır. Bu ise, örnekleme hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz bırakır. Çeyrek yıllık veri aralığı ise, fonların veri tabanlarına giriş ve çıkışlarının doğru bir şekilde yakalanmasını sağlayarak, hayatta kalana bağlı yanlılığın daha doğru ölçülmesine yardımcı olur. Yıllık veri aralığı bu sakıncalarına rağmen bazı araştırmacılar tarafından kullanılmıştır. Yıllık veri aralığına sahip bir veri seti, fonların sona erme olasılık tahmini sonuçlarının sağlamlığını görmek amaçlı kullanılacaktır.

Örnekleme, 1999 yılı sonu ile 2004 yılı sonu arasında 6 fon türünde sona ermiş ve hayatta kalmış toplam 189 adet fona ait 2.312 adet gözlemden oluşmaktadır. 189 fon, 31 Aralık 2004 itibari ile hayatta olan fonlar ile 31 Aralık 2004 itibari ile en azından bir çeyrek yıllık getiri verisine sahip sona ermiş fonların toplamından oluşur. 189 adet

fonun 46'sı karma, 18'i sektör, 3'ü iştirak, 3'ü yabancı menkul kıymetler, 88'i değişken ve 31'i hisse senedi fonudur.

Tablo 1'den görüleceği üzere 189 fondan 93 adedi, 31 Ocak 2000 ile 31 Aralık 2004 tarihleri arasında sona ermiş fonlardır. Bu 93 fondan 22 adedi tasfiye yaşayarak, geri kalanı ise kurucu değişikliği, birleşme ve dönüşümden biri ve bazen birkaçını yaşayarak hayatta kalamamıştır. 189 fondan 96 adedi, 31 Aralık 2004 itibari ile hayatta olan fonlardır.

Tablo 1. 2000-2004 Döneminde Hayatta Kalan ve Sona Eren A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Sayısal Dağılımı

Hayatta Kalan Fonlar	Kurucusu Değişen Fonlar	Dönüşen Fonlar	Birleşen Fonlar	Tasfiye Edilen Fonlar
96	22*	26	23**	22
<p>* Kurucusu değişen fonlardan 7 tanesi aynı zamanda birleşme, 1 tanesi ise dönüşüm yaşamıştır.</p> <p>** Birleşen fonlardan 5 tanesi aynı zamanda dönüşüm, 3 tanesi kurucu değişikliği, 1 tanesi ise hem kurucu değişikliği hem dönüşüm yaşamıştır.</p>				

D) ARAŞTIRMANIN KISITLARI

Bu araştırma, incelemeyi hedeflediği konular nedeniyle hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kalmayan bir veri setinin kullanılmasını gerektirir. Bu veri seti hazır olmadığı için, tarafımızdan oluşturulmuştur. Oluşturulan veri setinin tamamıyla hayatta kalana bağlı yanlılıktan arındırılmış olduğunu söylemek zordur. Çünkü bir fona ait 4 aylık veri eksik görünmektedir ve bu eksikliğin nedenine veya verilere ulaşılamamıştır.

Bu araştırmada fonların performansı, Ter Horst ve diğerleri gibi yalın getiri cinsinden ölçülmüştür.³⁴² Bunda ilk olarak, yazılı basında yer alan getirinin yalın getiri olması ve yatırımcıların genellikle bu getiri ile ilgilenmesi etkili olmuştur. İkinci faktör, geleneksel performans ölçüm yöntemlerine getirilen eleştirilerin bu araştırma için de geçerli olmasıdır.³⁴³ Ayrıca, yalın getiriye kullanmanın yaratabileceği sakıncanın telâfi edilmesi mümkündür.³⁴⁴

Bu araştırmada ayrıca, daha önceki araştırmaların çoğuyla uyumlu olarak, fon sona ermeleri bir bütün olarak ele alınmıştır. Fon sona ermelerinin en önemli etkilerinden biri fon performansında hayatta kalana bağlı yanlılık meydana getirmeleridir ve bu açıdan tüm fon sona ermeleri önemlidir. Fon sona erme şekillerinden yalnızca biri veya her biri için ayrı ayrı, sona ermenin ilişkili olduğu faktörlerin belirlenmesi ilginç bir araştırma konusu olabilecekken; seçilen fon piyasasının ölçek ve yaş bazında küçük olmasına bağlı olarak her bir sona erme şeklinin örneklem içindeki sayısının tek başına ele alınmak üzere az olması ve birbirleri ile ilişkili olmaları nedeniyle, fon sona ermelerinin bir bütün olarak incelenmesi tercih edilmiştir.

³⁴² Ter Horst ve diğerleri, s. 352.

³⁴³ Öncelikle, geleneksel performans ölçüm yöntemlerinde söz konusu olan getirilerin normal dağıldığı varsayımının sağlanıp sağlanmadığına bakıldığında, bazılarının getirilerinin normal dağılmadığı tespit edilmiştir. Bunun için log-normal getiri dağılımı elde etme yoluna gidilebilir. Log-normal getiri dağılımı negatif getiriler varken elde edilemez. Bu getirilerin pozitifte dönüştürülmesi gerekir. Fonların getirileri normal dağılmış olsa bile, fonun türüne uygun piyasa portföyünün tespiti problemlidir. Örneğin değişken fonlar, portföylerine alacakları varlıklarla ilgili herhangi bir sınırlamaya tabii olmayan fonlardır. Bunun için her fon türüne uygun varlıklardan oluşan bir piyasa portföyü oluşturmak yolu izlenebilir. Ancak bir başka problem, fonun riskinin ölçülmesindedir. Sortino, s. 12’de, risk ölçümü için en azından 5 yıllık getiri verisi kullandığını, bunun bile riski doğru olarak yansıtmadığını; bazı fonların yalnızca birkaç dönemlik getiriye sahip olmalarının risk ölçümünü daha da zorlaştırdığı ifade etmiştir. Geleneksel yöntemlerin uygulanmasındaki bu problemler nedeni ile daha güncel riske göre düzeltilmiş performans ölçüm yöntemlerini kullanarak hayatta kalana bağlı yanlılık ve sona erme olasılık tahmininin denemesi tercih edilebilir. Ancak, daha güncel olan riske göre düzeltilmiş performans ölçüm yöntemlerinin uygulanması da kolay değildir. Centre for Microdata Methods and Practice (http://cemmap.ifs.org.uk/events.php?event_id=95, 08.08.2006)’e göre, Stokastik üstünlükler kuralının uygulanması matematiksel programlama ve karmaşık istatistiksel testlerin yapılmasını gerektirir. Sortino, s. 12’de, kayıp riskine dayanan performans ölçüm yöntemlerinin, kayıp riskinin hesaplanabilmesi için Sharpe’nin stil analizi ve Efron’un bootstrapping tekniğinin uygulanmasını gerektirdiği belirtilir. Ayrıca Rom ve Ferguson, s. 69’da yer alan bilgiye göre, kayıp riskine dayanan yöntemler, performansın sunulacağı kişi veya çevreye özel performans ölçümünü amaçlamakta olan yöntemlerdir.

³⁴⁴ Telâfi yöntemi, araştırmanın bu bölümünde “Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Sona Erme Tahmin Modeli” başlığı altında, analizde kullanılan değişkenlere ilişkin açıklamada bulunabilir.

II. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

A) TÜRK A TİPİ MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIK TAHMİNİ

Veri kaynaklarının ortak uygulaması cari dönemde var olan fonların bilgilerini sunmaktır. Bu uygulama, yatırım fonlarının performansını ölçmek isteyenleri yalnızca cari dönemde var olan fon getirilerini kullanmaya zorlayarak, fon getirilerinin olduğundan daha yüksek görünmesine yol açar. Çünkü genelde, sona eren fonlar hayatta kalmayı başaranlardan daha düşük getiri elde ederler. Sona eren fonların getirilerinin de dikkate alınması ile ortaya konacak yatırım fonlarına ilişkin performans değerlendirmeleri, gerçeğe çok daha yakın olacaktır.

Menkul kıymet yatırım fonlarının sona erme nedenlerini incelemek için, öncelikle A tipi fonların Ocak 2000-Aralık 2004 dönemindeki aşınma oranına bakmak gerekir. Aşınma oranı, bir önceki dönem sonunda var olan fonlardan, bu dönem içinde yüzde kaçının sona erdiğini ifade eder. Tablo 2, çeyrek yıl bazında yeni kurulan ve sona eren fon sayılarının detayına yer vermektedir. Örneğin, 2001 yılının 1. çeyreğinde 9 yeni fon kurulmuş, 2 adet fon ise sona ermiştir. 2000 yılının 4. çeyreği sonunda 134 adet fon varken, bunlardan 2 adedi 2001 yılının 1. çeyreğinde sona erdiği için, 2001 yılı 1. çeyreğinde gerçekleşen aşınma oranı % 1,49'dur.

Tablo 2'ye bakıldığında, çeyrek yıl itibari ile aşınma oranlarının birbirinden oldukça farklı olduğu görülmektedir. 2000-2004 dönemi içerisinde, 2000 yılı 2. ve 4. çeyrekleri ile 2003 yılı 2. çeyreğinde hiç aşınma yaşanmamıştır. 2002 yılı 1. çeyreğinde ise, % 14,50 ile en yüksek oranlı aşınma yaşanmıştır. 2002 yılı 1. çeyreğinde, yeni fon sayısı 7 iken sona eren fon sayısı 19'dur. Bu çeyrek yıldaki yüksek oranlı aşınmada, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı³⁴⁵ kapsamında TMSF'ye devredilen bankalara ve iştiraklerine ait 7 adet fonun tasfiyesinin ve 11 adet fonun kurucu değişikliği veya dönüşümünün bu çeyrek yılda gerçekleşmesinin büyük payı vardır. 2000-2004 döneminde Türk A tipi menkul kıymet yatırım fonlarının çeyrek yıllık ortalama aşınma

³⁴⁵ Bu program 1999 yılında uygulanmaya başlanmıştır.

**Tablo 2. Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının
2000-2004 Dönemi Çeyrek Yıllık Aşınma Oranları**

Yıl	Çeyrek Yıl	Var Olan Fon Sayısı	Yeni Kurulan Fon Sayısı	Sona Eren Fon* Sayısı	Aşınma Oranı (%)
2000	1	97	6	1	1,03
	2	102	12	0	0,00
	3	114	14	1	0,88
	4	127	7	0	0,00
2001	1	134	9	2	1,49
	2	141	4	5	3,55
	3	140	2	9	6,43
	4	133	6	8	6,02
2002	1	131	7	19	14,50
	2	119	4	11	9,24
	3	112	1	2	1,79
	4	111	3	6	5,41
2003	1	108	1	3	2,78
	2	106	0	0	0,00
	3	106	4	4	3,78
	4	106	4	8	7,55
2004	1	102	5	6	5,89
	2	101	2	5	4,95
	3	98	1	1	1,02
	4	98	1	2	2,04
Ortalama					3,92

* Kurucusu değişmiş, birleşmiş, dönüşmüş ve tasfiye olmuş fonlar.

oranı % 3,92 (veya yıllık % 15,68)'dir. Dahlquist ve diğerlerinin, 1993-1997 döneminde İsveç hisse senedi menkul kıymet yatırım fonlarından vergi avantajı sağlayan özelliktekiler için tespit ettikleri yıllık aşınma oranları % 2 ile % 3 arasındadır.³⁴⁶ Ter Horst ve diğerlerinin, Amerikan hisse senedi menkul kıymet yatırım fonları için 1989-1994 dönemine ait olarak buldukları ortalama yıllık aşınma oranı ise % 5,30'dur.³⁴⁷ Türk A tipi menkul kıymet yatırım fonlarının beş yıllık dönem için ortalama aşınma oranı, bu iki araştırmada ortaya konan orandan oldukça yüksektir. Ancak, bu iki araştırmada inceleme döneminin altı yıl olduğu, incelenen fonların gelişmiş piyasalara ait olduğu ve sadece hisse senedi fonlarının incelendiği unutulmamalıdır.

Fonun düşük getirisi ile onun sona erdirilme olasılığı arasında ilişki olduğu düşünülür. Tablo 3, 2000-2004 döneminde var olmuş A tipi menkul kıymet yatırım fonlarının, çeyrek yıllık yalın getirilerine³⁴⁸ yer vermektedir.³⁴⁹ İlk grup, 31 Aralık 2004 tarihine kadar hayatta kalan fonları; ikinci grup 2000-2004 dönemi içinde sona ermiş fonları ve son grup, ikisinin birleşiminden oluşan tüm fonları içermektedir. Görüldüğü gibi, 4 çeyrek yıl hariç tüm çeyrek yıllarda hayatta kalan fonların ortalama getirisi, sona eren fonların ortalama getirisinden daha yüksektir. Hayatta kalan fonların 2000-2004 dönemindeki ortalama çeyrek yıllık getirisi % 6,942 iken (veya yıllık % 27,768), sona eren fonların aynı dönemdeki ortalama getirisi % 4,650 (veya yıllık % 17,830)'dir. 2000-2004 döneminde, hayatta kalan fonların ortalama çeyrek yıllık getirisi, sona eren fonların ortalama getirisinin 1,5 katıdır. Tüm fonların aynı dönemdeki ortalama çeyrek yıllık getirisi ise % 6,085 (veya yıllık % 24,340)'dir. Malkiel, hayatta kalana bağlı yanlılığı, hayatta kalan fonlarla tüm fonların getirileri arasındaki fark olarak tanımlar.³⁵⁰

³⁴⁶ Magnus Dahlquist, Stephan Engström ve Paul Söderlind, "Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds," Journal of Financial and Quantitative Analysis 35, no 2 (2000): 409-423, 415.

³⁴⁷ Ter Horst ve diğerler, s. 348.

³⁴⁸ Fonun getirisi, çeyrek yıl içindeki son birim fiyatın bir önceki çeyrek yılın sonundaki birim fiyata bölümünden 1 çıkarılması yolu ile hesaplanmıştır. Fonun birim fiyatı, fon portföy değerine fonun alacaklarının eklenip borçlarının düşülmesinden sonra ulaşılan fon toplam değerinin, değerlendirme gününde dolaşımdaki katılma belgesi sayısına bölünmesiyle hesaplanır.

³⁴⁹ Burada, karşılaştırma ölçütüne yer verilmemiştir. Çünkü kurucu, her bir fon için karşılaştırma ölçütünü kendisi belirleyebilmektedir ve bu ölçüt portföyde yer alan varlık gruplarına göre belirlenen endekslerin ağırlıklı ortalaması olup, kurucu tarafından zaman içinde değiştirilebilmektedir.

³⁵⁰ Malkiel, 1995, s. 553.

**Tablo 3. Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının
2000-2004 Dönemi Ortalama Çeyrek Yıllık Getirileri (%)**

Yıl	Çeyrek Yıl	Hayatta Kalan Fonların Ortalama Getirisi	Sona Ermiş Fonların* Ortalama Getirisi	Tüm Fonların** Ortalama Getirisi
2000	1	10,650	10,600	10,619
	2	-0,003	-1,670	-0,986
	3	-10,946	-10,990	-10,969
	4	-2,635	-2,800	-2,721
2001	1	7,662	4,040	5,762
	2	22,820	23,230	23,03
	3	- 0,123	-8,070	- 10,198
	4	42,210	31,880	37,460
2002	1	3,260	-3,300	-3,276
	2	-4,710	-3,390	-4,242
	3	1,900	1,700	1,840
	4	8,430	6,690	8,460
2003	1	-1,950	-1,710	-1,890
	2	10,420	8,790	10,070
	3	12,910	9,980	12,300
	4	22,700	17,750	21,448
2004	1	7,070	3,600	6,659
	2	-6,500	-8,950	-6,69
	3	12,720	5,840	12,51
	4	2,960	2,870	2,962
Ortalama		6,942	4,650	6,085

* Kurucusu değişmiş, birleşmiş, dönüşmüş veya tasfiye olmuş fonlar.

** Hayatta kalan ve sona ermiş fonlar.

2000-2004 döneminde, Türk A tipi menkul kıymet yatırım fonları için tahmin edilen hayatta kalana bağlı yanlılık, çeyrek yıl bazında ortalama % 0,857 (veya yıllık % 3,428)'dir. Bu yanlılık tahmini yabana atılır bir büyüklükte olmayıp, Amerikan hisse senedi menkul kıymet yatırım fonları için elde edilen tahminlerin oldukça üzerindedir. Örneğin, yıllık bazda Malkiel, 1982-1991 dönemi için % 1,50, Brown ve Goetzman, 1977-1988 dönemi % 0,80, Ter Horst ve diğerleri 1989-1994 dönemi için % 0,64 hayatta kalana bağlı yanlılık tahmin etmişlerdir.³⁵¹ Ancak, bu araştırmalardaki fonların yalnızca hisse senedi menkul kıymet yatırım fonları olduğu unutulmamalıdır. Yine bir başka gelişmiş bir piyasa olan İngiliz yatırım fonları piyasası için Blake ve Timmermann, 20 sektörden 16'sında pozitif ve tüm fonlar için yıllık % 0,80 yanlılık tahmin etmiştir.³⁵² Bildiğimiz kadarıyla gelişmekte olan bir menkul kıymet yatırım fonu piyasası yanlılık tahmini daha önce yapılmadığı için, elde edilen yanlılık tahminini karşılaştırma imkânı yoktur.

B) TÜRK A TİPİ MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ SONA ERME TAHMİN MODELİ

Bu araştırmanın 2'inci bölümünde, Türk menkul kıymet yatırım fonu kurucularının fon sona erdirme motivasyonlarına yer verildi. Bu motivasyonlar ile fon sona ermelerini belirleyen faktörlere ışık tutulmaya çalışılmıştır. Bu bölümde ise, 2000-2004 döneminde Türk A tipi menkul kıymet yatırım fonlarından hayatta kalanlarla sona erenler arasında, sona erenlerin aleyhine performans farkı olduğu görülmüştür. Sona eren fonlarla hayatta kalanlar arasındaki performans farkı, sona ermelerin düşük performans ile ilişkili olabileceği yönünde bir yönlendirmede bulunmuştur. Motivasyonlar ve performans farkından yola çıkarak, Türk menkul kıymet yatırım fonlarının sona erme analizi için belirlediğimiz açıklayıcı değişkenler şunlardır:

- **Fonun getirileri:** Yatırımcıların fon seçerken baktıkları faktörlerden başta geleni fonun getirileridir. Bu nedenle fonlarının getirisinden memnun olmayan kurucuların bu fonları sona erdirdiği düşünülür. Fon performansının yetersizliği

³⁵¹ Malkiel, 1995, s. 553, Brown ve Goetzman, 1995, s. 683 ve Ter Horst ve diğerleri, s. 350.

³⁵² Blake ve Timmermann, s. 683.

mevcut ve potansiyel yatırımcıları fondan uzaklaştıracağından, performansı kötü fonların sona erme olasılığının iyi olanlara göre daha yüksek olması beklenir. Fonların sona erme olasılık tahmininde kullanılan getiri, fonun cari dönem ve gecikmeli yalın çeyrek yıllık getirileridir.

- **Fonun büyüklüğü:** Fonun toplam büyüklüğü onun ölçeğini ifade eder. Büyük ölçekli fonlar küçük ölçeklilere göre hem yatırımcılar hem kurucular açısından daha avantajlı olduğundan, büyük fonların küçük ölçekli fonlara göre sona erme olasılığının daha düşük olması beklenir. Fonların sona erme olasılık tahmininde kullanılan fon büyüklüğü, fonun logaritmik toplam değeridir.
- **Yeni fon akışı:** Yeni fon akışı, yatırımcıların fona olan ilgisini gösterir ve kurucular fonlarının büyümesi için fona yeni yatırımcıların gelmesini, mevcutların da fondan ayrılmamasını isterler. Dolayısı ile yatırımcıların ilgi gösterdiği bir fonun sona erme olasılığının, yeni fon akışının düşük olduğu bir fona göre daha düşük olması beklenir.

Bir fonun yeni fon akışı, fondaki büyüme, yani fonun toplam değerindeki yüzde değişimdir. Bir fonun toplam değerindeki yüzde değişim, portföy yöneticisinin elde ettiği getirilerden de etkilendiği için, yeni fon akışının hesaplanmasında getirilerin fonun büyüklüğü üzerindeki etkisinin arındırılması yoluna gidilir. Bunun için önceki araştırmalarla uyumlu olarak aşağıdaki eşitlik kullanılmıştır:

$$NFF_{i,t} = [NAV_{i,t} - (1 + R_{i,t}) NAV_{i,t-1}] / NAV_{i,t-1} \quad (8)$$

$NFF_{i,t}$: Fonun t dönemindeki net yeni fon akışı

$R_{i,t}$: Fonun t dönemindeki getirisi

$NAV_{i,t}$: Fonun t dönemi sonundaki toplam değeri

$NAV_{i,t-1}$: Fonun t-1 dönemi sonundaki toplam değeri.

- **Fonun yaşı:** Brown ve Goetzman'a göre, yatırımcıların bir fonun performansı hakkında bilgi edinmeleri fonun yaşıyla ilişkili olabilir. Örneğin, fonun performansı hakkında bir fikre varabilmek için zaman geçmesini beklemeleri makul görünmektedir.³⁵³ Fonun yaşı küçükken ona yeterli ilginin oluşmaması, böylece yaşı küçük fonların büyük olanlara göre sona erme olasılıklarının daha yüksek olması beklenebilir. Sona erme olasılık tahmininde kullanılan fon yaşı, fonun katılma belgelerinin halka arz tarihinden itibaren geçen ay sayısıdır.
- **Zaman kuklası:** Fonlar hem mikro hem de makro çevrenin içerisinde faaliyet gösterdiklerinden, bu çevrelerde meydana gelen gelişmelerle ilişkili olarak sona ermeleri beklenebilir. Örneğin, fon sona ermelerinin kıyaslama ölçüsünün getirisinden etkilenmesi veya ekonominin konjonktürel dalgalanmasından etkilenmesi olasıdır. Toplam şokların dikkate alınması ile fon sona ermelerinin fonun kendi performansına veya kıyaslama ölçüsünün performansı ile farkına bağlı olarak sona erdiği konusunda önceden varsayımda bulunmak gerekmez. Ayrıca fonlar arasında sona erme olasılıklarının birbirine bağımlılığı da bu yolla dikkate alınmış olur.³⁵⁴

Fon performansının, yukarıda belirlenen fon karakteristiklerinin ve toplam şokların fonların sona erme olasılığına etkisini tahmin etmek amacıyla ilk olarak, 5 yılın tamamını kapsayan ve tüm fonlardan oluşan bir veri seti ile birinci model kurulmuştur. Bu modelde kullanılan veri seti toplam 189 adet fona ait olup, bunlardan 93 adedi kurucu değişikliği, birleşme, dönüşüm veya tasfiye yaşamış fonlardır.³⁵⁵ Daha sonra,

³⁵³ Brown ve Goetzman, 1995, s. 684.

³⁵⁴ Ter Horst ve diğerleri, s. 352.

³⁵⁵ Sona eren 93 adet fonun içinde, 1999 yılında uygulanmaya başlanan Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı çerçevesinde TMSF'ye devredilen bankalar ve iştirakleri olan aracı kurumların kurucusu oldukları fonlara da yer verilmiştir. Söz konusu fonlar, kurucularının kararı ile değil, kurucuları olan bankalara Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu tarafından el konulması ve daha sonra bankaların tasfiyesi, başka bankalarla birleştirilmesi veya özel gruplara satılması neticesinde ortadan kalkmıştır. Bu bankalara el konulmasının nedeni ise finansal yapılarının aşırı bozulmasıdır. Buradan hareketle, bu bankaların ve iştirakleri konumundaki aracı kurumların kurucusu oldukları fonların durumuna ilişkin bazı çıkarsamalar yapılabilir. İlk olarak, söz konusu bankaların ve iştirakleri olan aracı kurumların finansal gücü zayıf olduğu için, başarılı portföy yöneticilerini işe almaları düşük ihtimaldir.

çeyrek yıllık veri setinin kullanıldığı birinci modelin sonuçlarının sağlamlılığını görmek üzere Brown ve Goetzman'ın uyguladığı şekilde bir veri seti oluşturularak, bu veri seti ile ikinci bir model tayin edilmiştir. Brown ve Goetzman, yalnızca yıllık veri hesaplanabilecek fonlardan oluşan bir veri seti kullanmışlardır. Bir yıldan az süre var olmuş fonları dışarıda bırakan Brown ve Goetzman, bunun sonucunda fonların sona erdiği yılı da dışarıda bırakmışlardır.³⁵⁶ İkinci modelde kullanılan veri setinde, toplam 156 adet fon verisi bulunmaktadır ve bu fonlardan 70 adedi sona eren fon niteliğindedir.

Birinci modelde, sona erme gösterge değişkeni SE ile ifade edilerek, eğer i fonu t çeyrek yılında sona ermiş ise $SE_{i,t} = 0$, tersi durumda $SE_{i,t} = 1$ olacaktır. İkinci modelde ise, eğer i fonu t yılını izleyen yılda sona ermişse, t yılında $SE_{i,t} = 0$, tersi durumda $SE_{i,t} = 1$ olacaktır. Bir fonun sona erme olasılığı, ikili lojit model olarak gizli değişken eşitliği ile ortaya konmuştur. Eğer gizli değişken, SE_{it}^* pozitifse, fon sona erdirilmez ($SE_{i,t} \geq 0$).

$$SE_{i,t}^* = \mathbf{X}'_{i,t} \boldsymbol{\beta} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

Judith A. Chevalier ve Glenn Ellison, "Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance," *The Journal of Finance* 54, no 3 (1999), 875-898, 896'da, bazı menkul kıymet yatırım fonu portföy yöneticilerinin diğer yöneticilerden sistematik olarak daha başarılı olduğunu görmüşlerdir. Dolayısı ile bu bankaların ve aracı kurumların kurucusu oldukları fonların performanslarının zayıf olması beklenebilir. İkinci olarak, bu bankaların ve aracı kurumların finansal gücü zayıf olup, zaman içinde tamamen bozulduğu için, bu fonların küçük ölçekli olması beklenebilir. Son olarak, bozuk finansal yapı nedeniyle bankaların ve aracı kurumların dağıtım kanallarının yetersiz kalması, buna bağlı olarak da fonların büyüyememesi beklenebilir. Tüm bu nedenlerin sonucunda, bu fonların zaten kurucuları tarafından sona erdirilmelerinin muhtemel olduğu, ancak kötü yönetim nedeniyle kurucuların bu fonları sonlandırmadığı düşünülebilir. Ayrıca, kurucu değişikliği, birleşme, dönüşüm veya tasfiye yaşayan tüm fonlar; kurucularının kararı ile sona erenler ve kurucunun TMSF'ye devri nedeniyle sona erenler olarak iki gruba ayrılarak; ortalama getiri, toplam değer, yeni fon akışı ve yaş açısından karşılaştırıldığında, bu iki grup arasında önemli bir fark olmadığı görülmüştür. Bu iki grubun çeyrek yıl bazında ortalama olarak getirileri arasında % 1,11, toplam değerleri arasında 1.040.494 YTL, yeni fon akışları arasında % 0,04 ve yaşları arasında 2 ay fark mevcuttur. İlaveten, kurucu değişikliği, birleşme, dönüşüm veya tasfiyeden önceki son çeyrek yılda ortalama olarak getirileri arasında % 3,6, toplam değerleri arasında 946.771 YTL, yeni fon akışları arasında % 24 ve yaşları arasında 0 ay fark mevcuttur. Söz konusu farklar, bu iki grubun birbirinden önemli ölçüde farklı olduğunu gösterecek kadar büyük değildir.

³⁵⁶ Brown ve Goetzman, 1995, s. 681.

Tablo 4’de, modellerde yer verilen açıklayıcı değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri yer almaktadır.³⁵⁷ Fonların çeyrek yıllık cari dönem ve gecikmeli getirileri ortalaması % 5,80’dir. Yıl bazında cari dönem ve gecikmeli getiri ortalama değeri ise % 27,90’dır. Ortalama fon büyüklükleri, logaritmik fon toplam değeri olarak ölçülmüş olup, çeyrek yıl için 27,87, yıl için 28’dir. Fonların gecikmeli ortalama büyüme oranı çeyrek yıl için % 30,80, yıl için % 47,5’dur. Ortalama fon yaşı ise yaklaşık olarak 37 aydır.

Tablo 5’de verilen model taylorlarında, değişkenlerin bir bütün halinde ve bireysel olarak önemli olup olmadığı incelenmiştir. Modeldeki değişkenlerin bütün halinde önemliliği Ki-kare testi sonucu ve McFadden pseudo-R² değerine göre, değişkenlerin bireysel olarak önemliliği ise, olabilirlik oranı yöntemi kullanılarak belirlenmiştir. Daha uzun gecikmeli getirilerin veya yeni fon akışlarının modelleri geliştirip geliştirmediğine de olabilirlik oranı yöntemi ile bakılmıştır. Örneğin, 3 ve 4 çeyrek yıl gecikme uzunluklarında getiriler çeyrek yıllık modele eklendiğinde elde edilen olabilirlik oranı test istatistiği 0,94 olup, % 10 seviyesinde önemsiz olduğu için modele dâhil edilmemiştir.³⁵⁸ Fon türleri arasında sona erme olasılıkları açısından fark olabileceği düşüncesi ile tür kukla değişkenleri modellere katılmış ve tür kuklalarının modele katkısı olmadığı görülmüştür. Son olarak yaş ve fon büyüklüğü değişkenlerinin lineer olmayan alternatifleri test edilmiş, ancak yüksek dereceli çoklu bağıntı problemi nedeniyle modele dâhil edilmemiştir.

Açıklayıcı değişkenlerin örneklem değerleri arasında yüksek dereceli lineer ilişki, çoklu bağıntı (multicollinearity) problemi olarak bilinir. Çoklu bağıntının yol açabileceği sorun, standart hataların yüksek, t değerlerinin de düşük olmasıdır.³⁵⁹ Her bir açıklayıcı değişken katsayısının bağıntı enflasyon faktörü (variance inflation factor-VIF) en iyi çoklu bağıntı ölçüsü olarak bilinir ve lojit modeller için de kullanılır. 10’un üzerinde bir

³⁵⁷ Yer tasarrufu sağlamak için modellerin açıklayıcı değişkenlerinin tanımlayıcı istatistikleri bir tabloda sunulmuştur. Ayrıca model sonuçları da aynı amaçla bir tabloda toplanmıştır.

³⁵⁸ Asimtotik dağılım, 2 serbestlik derecesi ile Ki-karedir.

³⁵⁹ Thomas, s. 237 ve 241.

VIF, çoklu bağıntı problemine işaret eder.³⁶⁰ Tayin edilen modeller için açıklayıcı değişken katsayılarının VIF değerleri hesaplanıp incelendiğinde, bu değerlerin çeyrek yıllık veri ile kurulan modelde en yüksek 2,91, yıllık veri ile kurulan modelde ise 2,75 olduğu ve çoklu bağıntıya delil olmadıkları görülmüştür.

Tablo 4. Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Sona Erme Olasılığı Lojistik Regresyon Analizindeki Açıklayıcı Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri*

Değişken	Aritmetik ortalama	Standart hata	Minimum	Maksimum
Çeyrek yıllık getiri ve gecikmeli getiriler	0,058	0,167	-0,950	1,088
Yıllık getiri ve gecikmeli getiriler	0,279	0,361	-0,999	1,591
Çeyrek yıllık yeni fon akışı ve gecikmeli yeni fon akışları	0,308	3,067	-1,500	69,290
Yıllık yeni fon akışı ve gecikmeli yeni fon akışları	0,475	3,746	-1,841	67,006
Çeyrek yıllık Ln (Fon büyüklüğü)	27,870	1,763	13,121	32,633
Yıllık Ln (Fon büyüklüğü)	27,996	1,826	17,941	31,728
Çeyrek yıllık yaş	37,198	22,356	1,000	91,000

* Çeyrek yıllık istatistikler 2.312 adet, yıllık istatistikler ise 486 adet gözleme aittir.

³⁶⁰ John A. Schinka ve Donald K. Freedheim, Handbook of Psychology Vol. 2 Research Methods in Psychology, (New York, John Wiley and Sons., 2003), 517 ve 518.

Değişen varyans (heteroskedasticity), modelin rassal yanılı terimlerinin varyanslarının farklı gözlemler için aynı olmaması problemi olarak bilinir. Değişen varyanslı yanılı terimlerinin olduğu bir ikili bağımlı değişken modelin tahmin ettiği katsayılar tutarsız olur. Tahmin edilen bağımlı değişkenin 0 ile 1 değerini aldığı modellerin değişen varyans problemi olup olmadığını test etmek amacıyla Lagrange Multiplier (LM) testi geliştirmiştir. Ancak bu test lojit modellerde doğru sonuçlar vermediği için, bu modellere uygun değildir.³⁶¹ Bu nedenle, değişen varyans problemi model tayinlerindeki hatalardan da kaynaklanabileceği için, model tayinlerinde hatalara karşı sağlam (robust) standart hata tahmin yöntemi kullanılmıştır. Ayrıca Deaton, ikili bağımlı değişken modellerinde yapılanın, açıklayıcı değişkenlerin olasılık üzerindeki etkisini tahmin etmek olduğunu ve mekanizmanın aritmetik ortalama veya varyans yoluyla işleminin önemli olmadığını ifade eder. Bu nedenle, değişen varyans halinde meydana gelebilecek katsayılardaki tutarsızlığın önemsiz olduğunu ekler.³⁶²

Öz ilinti (autocorrelation), rassal yanılı terimlerinin korelasyonudur ve genelde verinin zaman boyutu olduğunda söz konusu olur.³⁶³ Öz ilintinin varlığında, tahmin ediciler tutarlı olmakla birlikte, etkin değildirler. Rassal yanılı terimlerinin öz ilinti problemi, model tayinlerindeki hatalardan kaynaklanabilir.³⁶⁴ Bu nedenle, model tayinindeki hatalara karşı sağlam standart hata tahmin yöntemi kullanılmıştır. Tahmin edilen modellerin öz ilinti problemi olup olmadığını incelemek üzere, rassal yanılı terimlerinin belirlenen gecikme uzunluklarındaki Ljung-Box Q-istatistiklerine bakılmıştır. Gecikme uzunluklarının tümünde öz ilinti ve kısmi öz ilintilerin sıfıra yakın olması ve Q-istatistiklerinin yüksek olasılık değerlerine sahip olması, rassal yanılı terimlerinin korelasyon problemi olmadığını gösterir. Her iki modelin de rassal yanılı terimlerinin Ljung-Box Q-istatistikleri, gecikme uzunluklarının tümünde yüksek olasılık

³⁶¹ Green, s. 889.

³⁶² Angus Deaton, The Analysis of Household Surveys: A Microeconomic Approach to Development Policy, (Baltimore: John Hopkins University Pres, 1997), 85 ve 86.

³⁶³ Öz ilintinin diğer boyutu, konumsal öz ilinti (spatial autocorrelation) olarak bilinen objeler arasındaki bağımlılıktır. Hatırlanacağı üzere fonların sona erme olasılıkları arasında söz konusu olabilecek bağımlılık, zaman kuklaları kullanmak yoluyla çözülmüştür.

³⁶⁴ Thomas, s. 296 ve 297.

değerlerine sahip olduğu için, rassal yanılı terimlerinin öz ilinti problemi olmadığı sonucuna varılmıştır.

Her iki modelde de fon sona ermeleri, fon getirisi, büyüklüğü, yaşı, yeni fon akışı ve toplam şokların bir fonksiyonu olarak tayin edilmiştir. Modellerin sonuçları Tablo 5’de verilmiştir. Modellerde Brown ve Goetzman gibi, hem fon getirileri hem de yeni fon akışlarına yer verilmiştir. Brown ve Goetzman, yöneticilerin fon sona erdirme kararlarında fonun getirisinden çok yatırımcıların getiriye olan tepkisinin etkili olabileceği düşüncesi ile hareket etmişlerdir.³⁶⁵ Tablo 5’de verilen model sonuçları, fonun çeyrek yıllık cari dönem performansı ile sona erme olasılığı arasında negatif ve istatistiksel olarak önemli bir ilişki olduğuna işaret etmektedir. Fonun çeyrek yıllık cari dönem getirisinin pozitif katsayısı, fonun cari dönem getirisi ne kadar yüksekse, sona erme olasılığının o kadar düşük olduğunu gösterir. İkinci modelde, yıl bazında fon getirisi ile fonun sona erme olasılığı arasında ise istatistiki olarak önemli bir ilişki çıkmamıştır. Gelişmiş fon piyasalarındaki fonların çeyrek yıllık veya yıllık verilerini kullanan araştırmalarda, 3 yıl gecikmeye kadar fon getirisinin fon sona ermelerinde etkili olduğu görülmüştü. Türkiye örneğinde ise yalnızca çeyrek yıllık cari dönem getirinin istatistiki olarak önemli çıkması ve bu getirinin ekonomik olarak da önemli (yüksek katsayı değeri) olması, cari çeyrek yıl getirisinin fon sona ermeleri ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu da kurucuların fonun mevcut dönemdeki performans düşüklüğü ile ilgilendiklerini tavsiye etmektedir. Bu durumda kurucuların fonun geçmiş dönemlerdeki düşük performansını gizleme motivasyonu ile hareket ettikleri yönündeki düşüncemiz doğrulanmamıştır. Türkiye’deki yatırımcıların genelde fonlara yatırım yapmadan önce bir uzman görüşüne başvurmadıkları veya kendileri fonlara yönelik bir inceleme yapmadıkları düşünüldüğünde ve ABD’de fon yatırımları ortalama olarak 5 yıllık bir vadeye sahipken, Türkiye’de bu vadenin ortalama olarak 1 yılın altında olduğu hatırlandığında, Türkiye’deki fon kurucularının getiriye bakış açısındaki farklılık anlaşılabilir.

³⁶⁵Brown ve Goetzman, 1995, s. 684 ve 685.

Çeyrek yıllık veri ile tayin edilen birinci modelde, cari çeyrek yıldaki düşük performansın yanında, aynı dönemin yeni fon akışı da fon sona ermeleri ile ilişkili görünmektedir. Bu durum kurucuların fon sona erdirme kararı alırken, cari dönemde fonun düşük performansı ile birlikte yatırımcı ilgisine de baktıklarına işaret etmektedir. Yıllık veri ile tayin edilen ikinci modelde ise, cari dönem getirisi değil, yeni fon akışı fon sona ermeleri ile istatistiksel olarak önemli bir ilişki göstermektedir. Ayrıca hem gecikmeli getiri hem de gecikmeli yeni fon akışları sona ermeler ile ilişkisiz görünmektedir. Bu sonuçlar Brown ve Goetzman'ın fon sona ermelerinde getiriden çok yatırımcı ilgisinin etkili olabileceği düşüncesinin testini amaçlarken, yıllık bazda getirinin değil yeni fon akışının etkili olduğunu telkin etmektedir. Brown ve Goetzman'ın bulgusu ise, Amerikan hisse senedi fon kurucularının fon sona erdirme kararlarında fonun geçmiş dönem yeni fon akışının değil, fon getirisinin etkili olduğu yönündedir.³⁶⁶ Carhart ve diğerleri, Amerikan hisse senedi fonlarının sona ermesinde cari dönem yeni fon akışını ve hem cari dönem hem de gecikmeli getirileri etkili bulmuşlardır.³⁶⁷ Bulgular arasındaki farklılık, Türkiye'de fon yatırımcılarının kısa yatırım vadesine sahip olması, genelde bilinçli fon seçimi yapmaması ve finansal piyasaların sık sık iniş çıkış yaşaması nedenleriyle, kurucuların da bunlara paralel olarak kısa vadeli bakış açısı ile fonun yeni fon akışı yoluyla büyümesine önem verdiklerini işaret etmektedir.

Gelişmiş piyasa fonlarını ele alan araştırmalarla uyumlu olarak ve beklenildiği gibi fon büyüklüğü, fonun sona erdirilme olasılığı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Pozitif katsayıya sahip fon büyüklüğü değişkeni, diğer koşullar aynı kaldığında, fonun toplam değeri ne kadar küçükse, gelecek çeyrek yılda sona erdirilme olasılığının o kadar yüksek olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, hem küçük fonun ölçek ekonomisinden yararlanamaması nedeniyle zarar yaratacağı ve sona erdirileceği, hem de fon büyüklüğüne bağlı olarak yönetim ücreti alan kurucunun küçük fonu sona erdirmeye çekinmeyeceği düşüncelerini doğrular niteliktedir.

³⁶⁶ Brown ve Goetzman, 1995, s. 685.

³⁶⁷ Carhart ve diğerleri, s. 1459.

Son olarak toplam şoklar (tabloda verilmedi), fon sona erme olasılıklarını bir çeyrek yıldan veya bir yıldan diğerine önemli ölçüde etkiler görünmektedir. Bu bulgu, makro ve mikro çevre koşullarına bağlı olarak fonların sona erme olasılıklarının bazı dönemlerde yüksek, bazılarında düşük olduğunu telkin etmektedir. Gelişmiş fon piyasalarındaki fonları kullanan araştırmalarda da, toplam şokların menkul kıymet yatırım fonlarının sona erme olasılıkları ile ilişkili olduğu görülmüştü.

Lojistik analizinin ortaya koyduğu sonuç, fon sona ermelerinin fonun geçmiş dönem getirisi veya yeni fon akışı ile ilişkili olmadığını telkin etmektedir. Cari dönem yeni fon akışı ve performans ise çeyrek yıl bazında fon sona ermeleri ile ilişkilidir. Ayrıca fon büyüklüğü fon sona ermelerinde belirleyici görünmektedir. Hem yeni fon akışı hem fon büyüklüğü, fonun sona erdirilme olasılığı ile negatif yönlü bir ilişki sergilemektedir. Son olarak toplam şoklar fon sona ermeleri ile ilişkilidir.

Tablo 5. Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Sona Erme Olasılığı Modellerinin Tahmin Sonuçları^a

Açıklayıcı Değişkenler	Model 1 Katsayı t-istatistiği	Açıklayıcı Değişkenler	Model 2 Katsayı t-istatistiği
Sabit terim	-8,379958 -4,75***	Sabit terim	-5,880456 -2,74***
Getiri	1,751284 2,22**	Getiri	0,623807 1,13
1 çeyrek yıl gecikmeli getiri	0,471567 0,55	1 yıl gecikmeli getiri	-0,237726 -0,46
2 çeyrek yıl gecikmeli getiri	-0,223492 -0,31	2 yıl gecikmeli getiri	0,477361 1,01
Yeni fon akışı	0,476859 1,72*	Yeni fon akışı	0,302789 1,95**
1 çeyrek yıl gecikmeli yeni fon akışı	-0,031567 -1,24	1 yıl gecikmeli yeni fon akışı	0,136862 1,26
2 çeyrek yıl gecikmeli yeni fon akışı	0,149787 1,54	2 yıl gecikmeli yeni fon akışı	-0,001845 -0,07
Fon büyüklüğü	0,439968 7,06***	Fon büyüklüğü	0,294118 0,59***
Yaş	0,000077 0,12	Yaş	0,004267 0,54
Ki-kare testi	-295,61 (serbestlik derecesi = 27) (p = 0,000)	Ki-kare testi	-171,30 (serbestlik derecesi = 12) (p = 0,000)
McFadden pseudo-R ²	% 22,87	McFadden pseudo-R ²	% 14,56

^a Birinci modelde çeyrek yıllık, ikinci modelde yıllık zaman kuklalarının katsayıları yer tasarrufu için yazılmamıştır.

* % 90, ** % 95, *** % 99 düzeyinde önemlilik ifade eder.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Menkul kıymet yatırım fonu, pek çok tasarruf sahibinin parasının belirlenen finansal amaca ulaşmak üzere hisse senedi, tahvil, bono gibi menkul kıymetlere yatırıldığı bir yatırım aracı olarak tanımlanabilir.

Dünya üzerinde menkul kıymet yatırım fonları, artan şekilde tasarrufların aktarıldığı bir yatırım aracı olma özelliği göstermektedir. Bu durum, fonların yatırımcılara sağladığı profesyonel yönetim, riskin dağıtılması, likidite ve benzeri avantajlardan ve genel olarak ülkelerdeki finansal piyasaların yükseliş göstermesinden kaynaklanmaktadır. Ülke yönetimlerinin kendi fon piyasalarının daha çok yatırımcı çekmesi için uğraş vermesi, menkul kıymet fon yatırımlarının ülke ekonomisine sağladığı sermaye birikimine katkı, sınai ve ticari işletmelere ucuz finansman kaynağı sağlama ve benzeri faydalar nedeniyledir.

Türkiye’de ilk menkul kıymet yatırım fonunun kuruluşu, 1981’de Sermaye Piyasası Kanunu’nda fonların ilk defa düzenlenmesinden 5 yıl sonra gerçekleşmiştir. O yıldan bu yana yatırımcıların haklarını koruyacak ve daha fazla tasarrufun fon piyasasına akışını sağlamayı amaçlayan düzenlemeler yapıla gelmiştir.

Bir menkul kıymet yatırım fonunu oluşturan taraflar; fon kurucusu, portföy yöneticisi, saklayıcı kurum ve katılma belgesi sahipleridir. Menkul kıymet yatırım fonu kurabilecekler; SPK’dan izin almış bankalar, aracı kurumlar, emekli ve yardım sandıklarıdır. Fon portföyünün işletilmesi kurucunun görevlendireceği portföy yöneticisi tarafından, portföydeki varlıkların saklanması ise saklayıcı kurum tarafından yapılır. Birey veya kurum tasarruf sahipleri ise, fonun katılma belgelerini satın alırlar. Katılma belgesinin satın alınması, fonun mülkiyetinin inançlı malik adı ile anılan

kurucuya devredilmesi anlamına gelir. Kurucu fonun sahibi iken, fonlara yönelik düzenlemelere bağılı kalarak fonun işletilmesi, saklanması ve temsilinden sorumludur. Kurucu ile saklayıcı, portföy yöneticisi ve katılma belgesi satın alan arasındaki sözleşme, fonun iztüzüğüdür. Bir tasarruf sahibi bir fona yatırım yapmadan önce, fonun içtüzüğü yanında, izahnamesi, sirküleri, fon mali tabloları ve periyodik raporları incelemelidir.

SPK iznine bağılı olarak fon kurmasına izin verilen kuruluşların kurabilecekleri fonlar tip ve tür ayırımına tabiidirler. A tipi fonlar portföylerinin en az % 25'ini Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerinden oluşturan fonlarken, B tipi fonlar bu tür bir kısıtlamaya tabii olmayan fonlardır. Fonların türleri ise portföylerine alabilecekleri varlıklara göre 11'e ayrılmıştır. 12'inci fon türü, katılma belgelerinin satışının halka değılı önceden belirlenmiş bir kesime, 13'üncü tür ise nitelikli yatırımcılara yapıldığı fonlar olarak düzenlenmiştir.

Dünya üzerinde en çok menkul kıymet yatırım fonu yatırımının gerçekleştiğı bölge Amerika bölgesi, ülke ise ABD'dir. Bu ülkede menkul kıymet yatırım fonu yatırımlarının 1960'larda büyük yükseliş sergilemesine bağılı olarak, fon verisinin fonları karşılaştırmaya imkân vermesi ile fonların performansının ölçülmesi konusu önem kazanmaya başlamıştır. Fonların performansı fon yatırımcıları yanında; fonların portföy yöneticileri, fon kurucuları ve fon piyasasını düzenleyici otoriteyi ilgilendirir. Yatırımcılar, profesyonel yönetim ve risk dağıtımı gibi hizmetler sunan fonlardan aldıkları payları daha yüksek fiyata satmak isterler. Yetersiz performans gösteren bir fonun katılma payının fiyatı ise düşer. Portföy yöneticisi fon performansı ile, uyguladığı yatırım stratejisi ve ortaya koyduğu araştırma faaliyetlerinin başarılı olup olmadığını görebilir. Fon kurucusu fonun maliyetlerinden daha yüksek gelir elde etmek amacıyla faaliyet göstermekte olup, bu amacın sağlanıp sağlanmadığını değerlendirmek için fonun performansına ihtiyaç duyar. Son olarak fonları düzenleyici otorite, yaptığı düzenlemelerin görev amaçlarına uygun şekilde işleyip işlemediğı ile ilgili fonların performansına bakarak değerlendirme yapabilir.

Menkul kıymet yatırım fonu performansının ölçümü için sektörde kullanılan yöntem, aynı türdeki fonları risk kategorisine göre ayırmak ve fonların incelenen dönemdeki getiri oranını fonun portföyündeki varlıklara uygun piyasa endeksinin aynı dönemdeki getiri oranı veya portföydeki varlıklara uygun endekslerin aynı dönemdeki getirilerinin ağırlıklı ortalaması ile karşılaştırmaktır.

Menkul kıymet yatırım fonu performansının ölçümünde, Harry Markowitz'in portföyün beklenen getiri ve riski kavramlarını geliştirmesi ve riski ölçmenin yolunu göstermesinin büyük katkısı olmuştur. Harry Markowitz'in riski ölçme başarısı ile modern portföy teorisi dönemi başlamıştır. Harry Markowitz'in bulgularından yola çıkan üç araştırmacının ayrı ayrı çalışmaları sonucunda, tüm varlıkların dengede nasıl fiyatlandırılması gerektiğini gösteren CAPM ortaya çıkmıştır. CAPM'de bir varlığın riski, onun beklenen getirisinin ekonomik aktivitelerden etkilenme derecesi olarak tanımlanır ve sistematik risk olarak adlandırılır.

1960'larda, CAPM'in bulgularından ve hisse senedi menkul kıymet yatırım fonu verisinden yararlanan Treynor, Sharpe ve Jensen, riske göre düzeltilmiş, diğer adıyla geleneksel performans ölçüm yöntemlerini geliştirmişlerdir. Treynor, fonun risk ölçüsü olarak onun betasını kullanır ve fonun performansını fonun beklenen getirisi ile risksiz getiri oranı arasındaki farkın fonun betasına bölümü yoluyla hesaplar. Sharpe, fonun risk ölçüsü olarak onun toplam riskini, fon getirilerinin standart sapması, kullanır ve Treynor ölçüsünden farklı olarak fonun betası yerine standart sapmasını kullanır. Treynor ve Sharpe performans ölçüm yöntemleri fonları ölçüm sonuçlarına göre sıralarlar ve eğer fonun portföyü tam olarak çeşitlendirilmiş ise bu iki ölçüm yönteminin sıralaması aynı olur. Jensen, Treynor ve Sharpe yöntemlerinden farklı olarak bir fonun performansını diğer fonlarla kıyaslayarak değil mutlak olarak değerlendirir. Jensen fon performansını, fonun risk priminin, piyasa portföyünün risk primi fonun betası çarpımı ile regresyonunun sabit terimi olarak hesaplar. Eğer sabit terim pozitif ise fonun performansı iyidir.

Geleneksel performans ölçüm yöntemleri yaygın şekilde kullanılmış olmakla birlikte ciddi eleştiriler de almışlardır. Bu eleştiriler, piyasa portföyünün belirlenmesi, risksiz borçlanma oranının borç verme oranını aşması, gelecekteki performansı ölçen CAPM'in geçmiş performansı ölçmek üzere uygulanması ve getiri dağılımı normal olmayan fonlar şeklinde, yöntemlerin uygulanması aşamasında karşılaşılan problemlerdir. Piyasa portföyü teoride, yabancı menkul kıymetler, emlak, pul ve benzeri dâhil ekonomide var olan tüm varlıklardan oluşur. Uygulamada kullanılan vekil hisse senedi endeksi olup, bu endeksin piyasa portföyünü temsil ettiğini söylemek mümkün değildir. Bu problemin performans değerlemesinde yol açtığı sorun, piyasa portföyü için farklı vekiller kullanıldığında farklı fon sıralamaları elde edilmesidir. Risksiz getiri oranından borçlanamama sorunu, fonların performans sonuçlarının risk düzeylerine bağlı olarak yanlış olmasına neden olmaktadır. Gelecekteki performansı ölçmek üzere geliştirilen CAPM'in, gerçekleşmiş performansı ölçmek üzere kullanılmasının doğru olmadığı savunulmuştur. Son olarak, fon getirileri her zaman normal dağılmamaktadır ve CAPM'in bu fonlara uygulanması yanlış performans sonuçlarına ulaşılmasına yol açar.

Geleneksel yöntemlere getirilen eleştiriler sonucu performans ölçümüne yeni yaklaşımlar getirilmiştir. Bunlardan en yaygın olarak bilinen iki tanesi stokastik üstünlük kuralları ve kayıp riski yaklaşımlarıdır. Stokastik üstünlük kuralları yaklaşımı, fonların getiri dağılımlarının tamamıyla belirlenmesi ve belirlenen kurallar çerçevesinde karşılaştırılarak üstün olmayanların elenmesi temeline dayanır. Kayıp riski yaklaşımı ise, yatırımcıya özel kabul edilebilir en düşük getirinin altında getiri elde etme riskine dayanır ve bu yaklaşımı kullanan en çok bilinen performans ölçüm yöntemi Sortino oranıdır. Sortino oranı, fonun getiri oranından yatırımcının kabul edilebilir minimum getiri oranının çıkarılması ve sonucun kayıp riski varyansına bölünmesi ile hesaplanır.

Menkul kıymet yatırım fonu performansı geniş kitleleri ilgilendiren bir konu iken, bu yöntemleri geliştiren ve uygulayan araştırmacıların yalnızca hayatta kalan fon verilerini kullandıkları görülmektedir. Yeni performans ölçüm yöntemini geliştiren araştırmacıların bu uygulamalarının üç nedenden birine bağlı olabileceği belirtilir. Araştırmacıların yeni yöntemi açıklamaya, fonları değerlemek kadar önem vermiş

olmaları, yeni yöntemin uygulanmasını basitleştirmek istemeleri ve veri tabanlarında yer almayan fonlara ait verilerinin tamamlanmasının güçlüğü.

Hayatta kalma kriterinin araştırma bulgularında yanlılık yaratacağından ilk olarak 1970'lerde bahsedilmiştir. Fonlardan yalnızca hayatta kalanların verilerinin kullanılmasının yaratacağı yanlılıktan ise ilk defa Grinblatt ve Titman tarafından 1989'da yayımladıkları makalede bahsedilmiştir. Bu araştırmacıların ardından hayatta kalan fon verilerinin kullanılmasının yarattığı yanlılık konusu ilgi görmeye başlamış ve fon performansının ölçümünde hem hayatta kalan hem de kalamayan fon verilerinin kullanılması gereğinden bahsedilir olmuştur.

Yalnızca hayatta kalan fon verilerini kullanma nedeniyle fon performansının gerçekte olduğundan daha yüksek çıkması, fon performansının hayatta kalana bağlı yanlılığı olarak anılır. Fon performansının hayatta kalana bağlı yanlılığa sahipliği konusunun gündeme gelmesi ile çeşitli araştırmacılar tarafından yanlılığın boyutu ölçülmeye çalışılmıştır. Böyle bir ölçümün yapılabilmesi için öncelikle hem hayatta olan hem de sona ermiş fon verilerinin elde edilmesi gerekir. Hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kalmayan bir menkul kıymet yatırım fonu veri tabanı sunduğu iddiasında bulunan veri toplayan kuruluşların yardımı ile yapılan bu ölçümlerde, iki yöntem uygulanmaktadır. Bunlardan en yaygın olarak uygulananı Malkiel'in 1995'deki veya Grinblatt ve Titman'ın 1989'daki makalelerinde uyguladıkları, hayatta kalan fonların getirileri ile hem hayatta kalan hem de sona eren fonlardan oluşan tüm fonların getirilerini karşılaştırmaktır. Diğer yöntem ise, daha az kullanılmakta olup, Ackermann ve diğerlerinin 1999'daki makalelerinde uyguladıkları, hayatta kalan fonların getirileri ile sona eren fonların getirilerini karşılaştırmaktır.

Menkul kıymet yatırım fonlarının hayatta kalana bağlı yanlılığını ölçen araştırmacılar yanlılığın göz ardı edilecek kadar düşük olmadığını ortaya koymuşlardır. Menkul kıymet yatırım fon performansının yanlılığı, incelenen döneme, kullanılan getiri ölçüsüne ve ölçüm yöntemine göre değişmektedir. Ancak yıllık olarak ortalama % 0,10 ile 1,50 arasında değişmektedir. İngiliz menkul kıymet yatırım fonlarının 1972-1995

yıllarındaki hayatta kalana bağılı yanlılığı yıllık ortalama % 0,80 iken, 1988-1998 döneminde Kanada hisse senedi yatırım fonlarının riske göre düzeltilmiş getiri cinsinden hayatta kalana bağılı yanlılığı ise yıllık % 0,46'dır.³⁶⁸ Azımsanmayacak boyutta olan yanlılık bulguları, menkul kıymet yatırım fonu performansının yanlılığını dikkate almaksızın verilen yatırım kararlarının ne kadar yanlış olacağı konusunda bilgi vermektedir.

Hayatta kalana bağılı yanlılığın fon performansında yarattığı etkinin boyutu inceleme konusu iken, bu inceleme için gerekli olan hayatta kalana bağılı yanlılığa maruz kalmayan veri tabanlarının da yanlılık açısından mercek altına yatırıldığı görülmektedir. Hayatta kalana bağılı yanlılığa maruz kalmayan menkul kıymet yatırım fonu verisi sunduğu yolunda reklâm yapan veri tabanlarının incelenmesi, ne yazık ki bu veri tabanlarının hayatta kalana bağılı yanlılığa maruz kaldığı sonucunu vermiştir. Bu nedenle, hayatta kalana bağılı yanlılığa gerçek anlamda maruz kalmayan veri tabanlarının oluşturulması ve özellikle araştırmacılara sunulması önemlidir.

Hayatta kalana bağılı yanlılığın boyutunu ölçmeyi deneyen araştırmacılar, sona eren fonların hayatta kalan fonlardan daha düşük performans sergilediğini görmüş ve performans farkının fon sona ermelerinin nedeni olabileceği şeklinde fikir sunmuşlardır. Buradan hareketle, fon sona ermelerinin fonun düşük performansı ile ilişkisini inceleyen birkaç araştırmacı olmuştur. En büyük menkul kıymet yatırım fonu piyasası olan Amerikan piyasası fonlarının hayatta kalana bağılı yanlılığa maruz kalmamış verilerinden yararlanan araştırmacılar, fon sona ermelerini incelemişlerdir. Amerikan piyasasındaki fonların sona ermesi hukuken 4 yolla gerçekleşmektedir. Ancak uygulamada bunlardan ikisinin adı fon sona erme araştırmalarında geçmektedir. Bu sona erme şekilleri fon birleşmeleri ve tasfiyedir. Amerikan menkul kıymet yatırım fonu düzenlemelerine göre fon birleşmeleri, kurucular arasında olabileceği gibi, kurucu bünyesinde de olabilir. Fon sona erme nedenlerini fonun düşük performansına dayandırarak inceleyen araştırmacıların, bu düşüncelerini doğrular nitelikte bulgulara ulaştıkları görülmektedir.

³⁶⁸ Lunde ve diğerleri, s. 63 ve Deaves, s. 684.

Gelişmiş ülke fonlarının sona erme nedenlerini ele alan araştırmalar mevcutken, gelişmekte olan piyasa özelliği gösteren Türkiye'deki fonların sona erme nedenlerini incelemeyi amaçlayan bu araştırmada, öncelikle Türkiye'deki fon sona erme şekilleri belirlenmiştir. Türkiye'deki menkul kıymet yatırım fonu düzenlemelerine göre fon sona ermeleri 4 şekilde gerçekleşmektedir. Bunlar; kurucu değişikliği, birleşme, dönüşüm ve tasfiyedir. Kurucu değişikliği fonun başka bir kurucuya devri, birleşme aynı kurucu bünyesinde bir fonun diğerinin bünyesine katılması, dönüşüm kurucunun fonunun türünü, tipini veya hem tip hem türünü değiştirmesi, tasfiye ise kurucunun fonun portföyündeki varlıkları nakde çevirerek yatırımcılarına dağıtmasıdır.

Türkiye'de fon sona erme şekillerinin tercihinde kurucuların birden fazla motivasyonla hareket etmesi mümkündür. Kurucuların motivasyonları arasında fonun düşük performansını gizleme motivasyonu olabileceği gibi, ölçek ekonomilerinden yararlanma motivasyonu da olabilir. Araştırmalar yatırımcıların fonun getirisine bakarak fon seçtiklerini işaret eder niteliktedir. Bu nedenle, fonun getirisi düşük olduğunda kurucunun bunu yatırımcılardan gizleme ihtiyacı duyması ve çoğu veri tabanının yalnızca cari dönemde var olan fonların verisini sunmasının kurucuya bu açıdan iyi bir fırsat sunması, düşük performansı gizleme motivasyonunun fon sona ermelerindeki motivasyonlardan biri olarak düşünülebilir. Fonların portföylerinden karşıladıkları bazı gider kalemleri sabit maliyetlerini oluşturmaktadır ve işletmelerde olduğu gibi bu kalemlerin toplamının fonun getirisini etkilemesi fonun büyüklüğüne bağlı olabilir. Sona erme şekillerinin, büyük ölçekli fonların sabit maliyetlerinin düşük olması nedeniyle daha büyük ölçekli fonlara ulaşmak üzere kullanılması muhtemelken, küçük ölçekli fonların yüksek sabit maliyet nedeniyle zarar yaratması sonucu sona erdirilmesi de mümkün olabilir. Kurucuların fonlardan elde ettikleri gelir fonun büyüklüğünün belirli bir yüzdesi olarak aldıkları yönetim ücretidir. Yönetim ücreti fon büyüklüğüne bağlı olduğundan, kurucunun daha büyük fona ulaşmak üzere sona erme şekillerini kullanması muhtemeldir. Farklı yatırımcı istekleri ve yatırım stratejilerini değerlendirmek isteyen kurucular yeni fonlar kurmaktadır ve yeni fonların başarısını yatırımcıların anlaması için zaman gerekebilir Bu nedenle yaşı küçük fonlara yatırımcı

ilgisi olmayarak,³⁶⁹ bu fonların büyümemesi sonucu kurucunun fonu sona erdirerek sektörün bir alt bölümünden çıkma motivasyonunu izlemesi muhtemeldir. Fon portföyündeki varlıkların getirisi veya yatırımcı ilgisinden memnun olmayan kurucunun, fon portföyünün ilişkili olduğu finansal piyasanın durumuna da bakarak fonun kârlı olmadığı sonucuna varması, böylece fonu sona erdirmesi mümkündür. Bu durumda kurucunun motivasyonu, sektörün bir alt bölümünden çıkma olabilir.

Gelişmekte olan bir fon piyasası olan Türk menkul kıymet yatırım fonlarının sona erme nedenlerini incelemek üzere bu çalışmada, ilk olarak 2000-2004 dönemi içinde var olmuş, endeks ve özel fonlar hariç tüm A tipi menkul kıymet yatırım fonları tespit edilerek, çeyrek yıllık veri seti oluşturulmuştur. Belirtilen dönemde toplam 189 fon, 93 adedinin birleşme, dönüşüm, kurucu değişikliği veya tasfiye yaşayarak hayatta kalamadığı görülmüş ve bu fonların tümüne sona eren fonlar denmiştir. Daha sonra, bu dönemde fonların hayatta kalana bağlı yanlılığı incelenmiştir. Bilindiği kadarıyla gelişmekte olan bir piyasanın fonları için bir ilk olan bu inceleme, hayatta kalana bağlı yanlılığın büyüklüğünün gelişmiş piyasa fonlarına göre yüksek olduğunu göstermiştir. Bu inceleme sonucunda, hayatta kalan fonların sona eren fonlardan daha yüksek getiri elde ettikleri gözlenmiştir.

2000-2004 dönemi içinde, Türk A tipi menkul kıymet yatırım fonlarından sona erenlerin, hayatta kalanlardan daha düşük getiri elde ettiklerinin görülmesinin ardından, yalnızca hayatta kalan fon verilerini kullanarak hesaplanan ve yatırımcılara açıklanan fon performanslarının gerçekte olduğundan daha yüksek gösterilmesi sorununun boyutu da su yüzüne çıkmıştır. Performansta meydana gelen hayatta kalana bağlı yanlılığın boyutu küçümsenmeyecek kadar büyük olduğu için, yanlılığın varlığı ve boyutu yatırım kararı alan ve yatırım önerisi veren piyasa katılımcıları yanında, fon kurucuları ve piyasa düzenleyicisi konumundaki SPK tarafından değerlendirmeye alınmalıdır. Ancak, fon piyasasının ve fonların gerçek performansını ortaya koyacak performans

³⁶⁹ Brown ve Goetzman, 1995, s. 684.

analizlerinin yapılabilmesi için, öncelikle sona eren fonların bilgi ve verilerini de içeren veri tabanlarının³⁷⁰ oluşturulmasına ihtiyaç vardır.

Araştırmada daha sonra, fonların sona erdirilmesinde etkili olabilecek kurucu motivasyonlarından yola çıkarak belirlenen faktörlerin, fon sona ermeleri ile ilişkisini araştırmak üzere lojistik regresyon analizi uygulanmıştır. 2000-2004 dönemi içinde var olmuş tüm fonlara ait veri seti kullanılarak gerçekleştirilen bu analiz, bilindiği kadarıyla gelişmekte olan bir fon piyasasında yer alan fonlar üzerinde daha önce yapılmamıştır. İlk önce çeyrek yıllık veri seti ile daha sonra yıllık veri seti ile tayin edilip tahmin edilen lojit modeller, menkul kıymet yatırım fonlarının sona erme olasılığı ile fonun cari dönem yeni fon akışı ve büyüklüğünün ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Cari dönem yeni fon akışı yüksekse, fonun hayatta kalma olasılığı yüksektir. Cari dönemde ölçek olarak büyük fonların sona erme olasılıkları, küçüklere göre daha yüksektir. Cari dönem getirisi ise çeyrek yıllık bazda sona erme ile ilişkili görünmektedir. Ayrıca toplam şoklar da fon sona ermelerini etkiler görünmektedir.

Gelişmekte olan bir fon piyasasındaki fon verilerini kullanarak, fonların sona erme olasılığında etkili faktörleri belirlemeyi deneyen bu araştırmanın bulguları, bu piyasadaki yatırımcılar ve yatırım danışmanları tarafından sona erme sinyallerini değerlendirmek ve bu fonlara yatırım yapmaktan kaçınmak için kullanılabilir. Düşük varlık değeri, fonun etkin şekilde faaliyette bulunmasına engel olduğu için, küçük ölçekli fonlara yatırım yapmamak yolu izlenebilir. Ayrıca fondan para çıkışı olması halinde, fondan ayrılmak tercih edilebilir. Gelişmekte olan bir piyasa olan Türkiye piyasası için tayin ve tahmin edilen modellerin sona ermesi muhtemel fonları tahmin etmek üzere kullanılmasının yanında, “Ne kadar düşük fon büyüklüğü fona yatırım yapmamak veya fondan ayrılmak için gereklidir?” veya “Ne kadar çok para çıkışı fona yatırım yapmamak veya fondan ayrılmak için gereklidir?” sorularının cevabı akademisyenler tarafından araştırıldığında, yatırımcılar ve yatırım danışmanlarının elindeki bilgiler daha çok anlam kazanacak ve faydalı olacaktır. Bu bulgulardan yola

³⁷⁰ Bu veri tabanları, tarih, fon türü, fon adı ve benzeri bazda arama yapmaya izin veren; fon kurucusu, fonun yaşı, kuruluş, dönüşüm, birleşme ve tasfiye tarihleri, fonun giderleri, fon portföy yöneticisinin eğitimi, tecrübesi ve benzeri bilgileri içeren nitelikte olmalıdır.

çıkarak, piyasa düzenleyici konumundaki SPK'nın da fon sona ermeleri nedeniyle meydana gelebilecek kayıp ve sorunları çözümler, ayrıca piyasanın sağlıklı bir biçimde büyümesine katkıda bulunur düzenlemelere gitmesi de kolaylaşacaktır. Bu nedenler, fon sona ermeleri ve ilişkili olduğu konuların aydınlatılabilmesi için, sona eren fon verilerini içeren veri tabanlarının oluşturulmasına olan ihtiyacı bir kez daha ortaya koymaktadır.

Ayrıca, fon sona ermelerinin yatırımcılara yaratacağı zorluklar ve kayıpların ortadan kaldırılabilmesi için, SPK'nın yalnızca düzenleme yapması yeterli olmayabilir. SPK piyasa düzenleyici rolünü, fon kurucusu, saklayıcı ve portföy yöneticisi kuruluşların yatırımcıların haklarını koruyacak şekilde hareket etmelerini teminen kullanır. Bunun yanında, düzenlemelerin ilgili taraflarca hakkıyla uygulanıp uygulanmadığını denetlemek görevi de verilmiştir SPK'ya. Ancak yatırımcılar kendi haklarını koruyucu bilinçte olurlarsa, kurul düzenleme ve denetlemelerinin daha da sağlıklı şekilde işlemesi mümkün olabilir. Düzenleme ve denetleme yetkilerinin aşırı kullanılmasının piyasanın işleyişini yavaşlatıcı ve benzeri bazı sakıncaları olabilirken, yatırımcıların düşük bilinç seviyesinde olduğu Türkiye'de bu faaliyetlerin ciddi şekilde yapılması önemlidir. Bu aşamada önerilmesi gereken, yatırımcıların fon seçerken, fonda kaldıkları sürece ve fondan ayrılırken bilinçli hareket etmelerini sağlayacak çeşitli bilgilendirici faaliyetlerin SPK tarafından uygulamaya konması olabilir. Daha sonra yatırımcılar, haklarını koruyucu bilinçte yatırımcı olma sürecinde ilerlerken, piyasanın şeffaflık kazanmasına da katkı sağlayabileceklerdir.

KAYNAKÇA

Ackermann, Carl, Richard Mcenally, ve David Ravenscraft. "The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives." The Journal of Finance, 54, no 3 (1999): 833-874.

Akkaya, Şahin. Ekonometri II. İzmir: Anadolu Matbaacılık, 1991.

Akyıldız, Berna. "Yatırım Fonlarının Türk Hukuku Açısından Değerlendirilmesi." Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003.

Amin, S. Guarav ve Harry M. Kat. "Welcome to the Dark Side: Hedge Fund Attrition and Survivorship Bias Over the Period 1994-2001." Journal of Alternative Investments 6, no 1 (Summer 2003): 57-73.

Arslan, Mehmet. "A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans Kabiliyet İlişkisi Analizi: 2000-2005 Dönemi Bir Uygulama." Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi, Sayı 2 (2005), <http://www.ttef.gazi.edu.tr/dergi/makaleler/2005/Sayi2/1-23.pdf#search=%22Arslan%202005%20yat%C4%B1r%C4%B1m%20fonu%22> (

Association for Investment Management and Research. Standards of Practice Handbook, 8th. ed., 1999.

Avrupa Komisyonu Türkiye Delegasyonu, Ulusal Program-2001, <http://www.deltur.cec.eu.int/default.asp?lang=0&pId=4&fId=4&prnId=5&hnd=1&ord=4&docId=351&fop=0>, (12.07.2006).

Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı (2001), <http://www.euturkey.org.tr> (05.07.2006).

Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı (2003), <http://www.euturkey.org.tr> (05.07.2006).

Ball, Ray ve Ross Watts. “Some Time Series Properties of Accounting Income.” Journal of Finance 27, no 3 (June 1972): 663-681.

Ball, Ray ve Ross Watts. “Reply to Salamon and Smith.” Journal of Finance 32, no 5 (December 1977): 1802-1808.

Ball, Ray ve Ross Watts. “Some Additional Evidence on Survival Biases.” Journal of Finance 34, no 1 (March 1979): 197-206.

Bell, Allison. “Advisors Should Keep An Eye On Fund Liquidations.” National Underwriter/Life & Health Financial Services, 30 April 2001, 4-5.

Blake David ve Allan Timmermann. “Mutual Fund Performance: Evidence from the UK.” European Finance Review 2, no 1 (1998): 57-77.

Bodie, Zvi, Alex Kane ve Alan J. Marcus. Investments, 5th ed., New York: McGraw-Hill Irwin, 2002.

Brown, Stephen J., William Goetzmann, Roger G. Ibbotson ve Stephen A. Ross. “Survivorship bias in performance studies.” Review of Financial Studies 5, no. 4 (1992): 553-580.

Brown, Stephen J. ve William N. Goetzman. “Performance Persistence.” The Journal of Finance 50, no. 2 (1995): 679-698.

Capocci, Daniel P. J. ve Georges Hübner. "Analysis of Hedge Fund Performance." Journal of Empirical Finance 11 (2004): 55-89.

Carhart, Mark M., J. N. Carpenter, Jennifer N., Anthony W. Lynch ve David K. Musto. "Mutual Fund Survivorship." The Review of Financial Studies 15, no 5 (2002): 1439-1463.

Chevalier, Judith A. ve Glenn Ellison. "Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance." The Journal of Finance 54, no 3 (1999): 875-898.

Cramer, J. S. An Introduction to the Logit Model for Economists. 2. Ed., London: Timberlake Consultants Press, 2001.

Cumbo, Josephine. "Equity Funds." Financial Times, 12.05.2006, <http://www.ft.com/cms/s/797de0e0-e198-11da-bf4c-0000779e2340.html> (06.06.2006).

Cumby, Robert ve Jack Glen. "Evaluating the Performance of International Mutual Funds." Journal of Finance (June 1990): 497-521.

Çudin, Şenol. "Yatırım Fonları." Vergi Sorunları Dergisi 71 (Mart-Nisan 1994): 24-35.

Dahlquist, Magnus, Stephan Engström ve Paul Söderlind. "Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds." Journal of Financial and Quantitative Analysis 35, no 2 (2000): 409-423.

Deaton, Angus. The Analysis of Household Surveys: A Microeconomic Approach to Development Policy. Baltimore: John Hopkins University Pres, 1997.

Deaves, R. "Data-Conditioning Biases, Performance, Persistence and Flows: The Case of Canadian Equity Funds." Journal of Banking and Finance, 28 (2004): 673-694.

Doğanay Mete. "Hisse Senedi Yatırım Fonlarının Şartlı Performans Değerlendirilmesi." Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi Cilt 6, Sayı 1 (Bahar 2004): 165-179.

Earnst and Young,
http://www.vergidegundem.com/circular.asp?circular_id=1235&page_id=1,
 (14.08.2006).

Earnst and Young, <http://www.vergidegundem.com/files/SIRKULER-115-EKTABLO.doc>, (17.08.2006).

Elton, Edwin J., Gruber Martin J., Christopher R. Blake. "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance." The Review of Financial Studies, 9, 4 (1996): 1097-1120.

Elton, E. J., Gruber J. M., Blake C. R. 2001, A First Look at the Accuracy of the CRSP Mutual Fund Database and a Comparison of the CRSP and Morningstar Mutual Fund Databases. The Journal of Finance, 56 (6): 2415-2430.

Erol, Ahmet. "Yatırım Fonlarının Tasfiyesi." Mükellefin Dergisi, 76 (1999): 93-97.

Ertaş, Vahdettin, Kürşat Tuncel ve Bahadır Teker. Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması. Sermaye Piyasası Kurulu, 103, 1997.

Eruygur, Hakan K. "Yatırım Fonları ve Hukuki Mahiyeti." Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998.

Eş, Mecit. Türkiye'de Vergilerin Sermaye Piyasasının Gelişmesine Etkileri. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, no 227, 1987.

European Fund and Asset Management Association, Investment Funds Tutorial, http://www.efama.org/05Home/20InvFundsTutorial/Inv_Funds_Explained (20.06.2006)

European Fund and Asset Management Association, Quarterly Statistical Release, http://www.efama.org/60Statistics/20MoreStat/European_Statistics/Eu_Stat_Q1_2003/documentfile (12.07.2006).

European Fund and Asset Management Association, Trends in the Investment Fund Industry in the First Quarter of 2003, (17.07.2006).

European Fund and Asset Management Association, Turkey to End Withholding Tax, <http://www.efama.org/05Home/news/turkeywithholdingtax> (15.08.2006)

European Fund and Asset Management Association, Worldwide Investment Fund Assets and Flows, July 2003, http://www.efama.org/60Statistics/20MoreStat/International_Statistics/Int_Stat_Q1_2003/documentfile (10.07.2006)

European Fund and Asset Management Association, Worldwide Investment Fund Assets and Flows, May 2006, http://www.efama.org/60Statistics/20MoreStat/International_Statistics/quarter42005/documentfile (10.07.2006).

Fabozzi, Frank F. Fixed Income Analysis, NewHope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 2000.

Fung William ve David A. Hsieh. "Performance Characteristics of Hedge Funds and Commodity Funds: Natural vs. Spurious Biases." Journal of Financial and Quantitative Analysis, 35, 3 (2000): 291-307.

Gallagher, David R. Investment Manager Characteristics, Strategy and Fund

Performance.” Yayınlanmamış Doktora Tezi, The University of Sydney, 2002.

Goldberg, Stewan T. “Low Costs Mean Higher Returns.” Kiplinger's Personal Finance 60, no. 4 (2006).

Green, William H. Econometric Analysis, 3rd. Ed., NJ: Prectice-Hall, Inc., 1997.

Grinblatt, Mark ve Titman Sheridan. “Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings.” Journal of Business 62, no. 3 (1989): 393-416.

Günel, Vural. Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1997.

Gücenme, Ümit. Türkiye’de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yanını No: 181, 1994.

Hagle , Timothy M. ve Glenn II E. Mitchell. “Goodness of Fit Measures for Probit and Logit.” American Journal of Political Science 36, no 3, (1992): 762-784.

Indro, Daniel C., Jiang Christine X., Hu Michael Y. ve Lee Y. Wayne. “Mutual Fund Performance: Does Fund Size Matter?” Financial Analysts Journal 55, no 3 (1999): 74-87, 80.

Investment Company Institute, Investment Company Fact Book, May 2000, http://www.ici.org/pdf/2000_factbook.pdf (15.07.2006).

Investment Company Institute, Investment Company Fact Book, 46th. edition, 2001, http://www.ici.org/stats/mf/2006_factbook.pdf (

Investment Company Institute, Investment Company Fact Book, May 2005, http://www.ici.org/pdf/2005_factbook.pdf (11.07.2006).

Investment Company Institute, Investment Company Fact Book, 46th. edition, May 2006, http://www.ici.org/stats/mf/2006_factbook.pdf (

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon Sürekli Bilgilendirme Formu, <http://www.isyatirim.com.tr/EskiSite/spk/AtipiDegisken.asp> (25.09.2005).

Jensen, Michale C. “The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964.” Journal of Finance, 23 (May 1968): 389-416, 393.

Judge, George G., William E. Griffiths, Carter R. Hill ve Tsoung-Chao Lee. The Theory and Practice of Economics. (New York: John Wiley Sons, 1980).

Karabulut, Özlem G. “Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçlarından Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesinde 5281 Sayılı Kanun ile Yapılan Düzenlemeler.” Vergi Sorunları 199 (Nisan 2005): 134-199.

Kılıç, Saim. Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi. İstanbul: Mart Matbaacılık, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002.

Kırman, Ahmet. Yatırım Fonları, Katılma Belgeleri ve Vergilendirme Esasları. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği, 1999.

Khorana, Ajay ve Henri Servaes. “The Determinants of Mutual Fund Starts.” The Review of Financial Studies 12, no 5 (1999): 1043-1074.

Khorana, Ajay; Servaes, Henri; Tufano, Peter. “Explaining the Size of the Mutual Fund Industry Around the World.” Journal of Financial Economics 78, no. 1 (2005): 145-185.

Klemkosky, Robert C. “The Bias in Composite Performance Measures. Journal of Financial and Quantitative Analysis 8, no 3 (1973): 505-514.

Lehman, Bruce N. ve Modest David. "Mutual Fund Performance Evaluation: A Comparison of Benchmarks and Benchmark Comparisons." The Journal of Finance, 42, no 2 (1987): 233-265.

Liang, Bing. "Hedge Funds: The Living and the Dead." Journal of Financial and Quantitative Analysis 35, no. 3 (2000): 309-326.

Lintner, John. "Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification." Journal of Finance 20, no 4 (1965): 79-96

Lunde, Asger, Allan Timmermann ve David Blake. "The Hazards of Mutual Fund Underperformance: A Cox Regression Analysis." Journal of Empirical Finance, 6 (1999): 121-152.

Mains, Norman E. "Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios: Comment." Journal of Business 50, no 3 (July 1977): 371-384, 376.

Malkiel, Burton G. "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991." The Journal of Finance 50, no 2 (1995): 549-572.

Markowitz, Harry. "Portfolio Selection." Journal of Finance, 7 (1) (1952): 77-91.

Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 18. Basım, İstanbul, 2003.

Mossin, Jan. "Equilibrium in a Capital Asset Market." Econometrica 34, no 4 (1966): 768-783.

Nathanson, Ari. "BDCS: Progenitors of Public PE." Buyouts 19, no 12: 35-36 ve <http://www.wall-street.com/venture.html> (19.07.2006).

Okat, Özge K. “Kolektif Yatırım Modellerine İlişkin AT ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Kolektif Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları.” SPK Yeterlik Etüdü, 2000.

Platinga, Auke ve Sebastian De Groot. “Preference Functions and Risk-adjusted Performance Measures.” Managing Downside Risk in Financial Markets: Theory, Practice and Implementations, Frank A. Sortino ve Stephen Satchell, eds., Oxford: Butterworth Hinemann, 2001.

Reilly, Frank K. ve Keith C. Brown. Investment Analysis and Portfolio Management, 5. ed., Dryden, 1997.

Rekenthaler, John. “When Mutual Funds Die.” Money, April 2003.

Rom, Brian M. ve Ferguson W. Kathleen. “A Software Developer’s View: Using Post-Modern Portfolio Theory to Improve Investment Performance Measurement.” Managing Downside Risk in Financial Markets: Theory, Practice and Implementations, Frank A. Sortino ve Stephen Satchell, eds., Oxford: Butterworth Hinemann, 2001.

Rose, Jane S. “UCITS III: Mutual Fund Regulation in Europe with a Focus on Luxemburg.” The Investment Lawyer 12, no. 9, (2005): 20-25.

Salamon, Gerald L. ve E. Dan Smith. “Additional Evidence on the Time Series Properties of Reported Earnings Per Share: Comment.” Journal of Finance, 32, no 5 (1977): 1795-1801.

Schinka, John A. ve Donald K. Freedheim. Handbook of Psychology Vol. 2 Research Methods in Psychology, New York: John Wiley and Sons., 2003.

Sears, Stephen R. ve Gary L. Trennepohl. Investment Management, Dryden Pres, 1993.

Sermaye Piyasası Kurulu, 2499 Sayılı Kanun Gerekçesi, Sermaye Piyasasının Düzenlenmesi ve Denetimi Hakkında Kanun Tasarısı ve Bütçe, 20 Mart 1981, <http://www.spk.gov.tr> (20.09.2005)

Sermaye Piyasası Kurulu, 05.07.2004 – 09.07.2004 Haftalık Bülten, http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/haftalikbulten/2004/2004_28.pdf (16.07.2006)

Sermaye Piyasası Kurulu, 13.09.2004-17-09.2004 Haftalık Bülten, http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haftalikbulten/bulten_files/2004/2004_39.pdf (16.07.2006)

Sermaye Piyasası Kurulu, 06.12.2004-10.12.2004 Haftalık Bülten, http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haftalikbulten/bulten_files/2004/2004_51.pdf (16.07.2006)

Sermaye Piyasası Kurulu, 24.03.2005 tarih ve 12/387 sayılı İlke Kararı, http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf (20.01.2006).

Sermaye Piyasası Kurulu, Yatırım Fonu Standart İçtüzük Metni, http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf (16.07.2006)

Sermaye Piyasası Kurulu, 2002 Faaliyet Raporu, [http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2002_faaliyet_raporu_\(14072003\).pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2002_faaliyet_raporu_(14072003).pdf) (20.07.2006).

Sermaye Piyasası Kurulu, 2005 Faaliyet Raporu, http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2005_faaliyet_raporu.pdf (20.07.2006).

Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler Raporu, Yıl 1 Sayı 4, <http://www.spk.gov.tr> (20.07.2006).

Sharpe, William F. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk." Journal of Finance 19, no 3 (1964): 425-442.

Sharpe, William F. "Mutual Fund Performance." Journal of Business, Supplement on Security Prices, 39 (January 1966): 119-138.

Sirri, Erik R. ve Peter Tufano. "Costly Search and Mutual Fund Flows." The Journal of Finance 53, no 5 (1998): 1589-1622.

Sortino, Frank A. "From Alpha to Omega." Managing Downside Risk in Financial Markets: Theory, Practice and Implementaion, Frank A. Sortino ve Stephen Satchell, eds., Oxford: Butterworth Hinemann, 2001.

Sortino, Frank A ve Lee N. Price. "Performance Measurement in a Downside Risk Framework." Journal of Investing, (Fall 1994), <http://www.sortino.com/html/performance.htm> (30.07.2006).

Sönmez, Hakkı İ. "Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Sermaye Piyasası'ndaki Yeri, Önemi, Ekonomik Yararları ve Mevcut Durumları," Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1994.

Sudarsanam, Sudi. Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challanges. Malaysia: FT Prentice Hall, 2003.

Sumer, Ayşe. Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, 3. baskı İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., 2002.

Şahözkan, Burak C. Banka Birleşmeleri. Türkiye Bankalar Birliği Yayın No: 233, 2003.

Tanör, Reha. Türk Sermaye Piyasası 2. Cilt Halka Arz. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 2000.

Tarakçı, Hızır. Vergi ve Sermaye Piyasası Mevzuatı ile Türk Ticaret Kanunu Açılımlarından Kurumlarda Sona Erme: Tasfiye, Birleşme, Devir, Nev'i Değişirme, Tam Bölünme, Kısmi Bölünme, Hisse Değişimi. İstanbul: Polaris, 2003.

T.C. Resmi Gazete, 30.07.1981 tarih ve 17416 sayı.

T. C. Resmi Gazete, 13.12.1986 tarih ve 19310 sayı.

T.C. Resmi Gazete, 13.05.1992 tarih ve 21227 sayı.

T.C. Resmi Gazete, 19.12.1996 tarih ve 22852 sayı.

T.C. Resmi Gazete, 24 Temmuz 2003 tarih ve 25178 Mükerrer sayı,
<http://rega.basbakanlik.gov.tr/Eskiler/2003/07/20030724M1.htm> (05.07.2006)

T.C. Resmi Gazete, 22.09.2006 tarih ve 26297 sayı,
<http://rega.basbakanlik.gov.tr/Eskiler/2006/09/20060922-7.htm> (01.10.2006).

Tekin, Cem. "Dar Mükellef Kurumlar Tarafından Elde Edilen Menkul Kıymet Gelirlerinin Yeni Sistem Çerçevesinde Vergilendirilmesi." Yaklaşım 14, no 160, 2006: 96-104.

Ter Horst, Jenke R., Theo E. Nijman ve Marno Verbeek. "Eliminating Look-Ahead Bias in Evaluating Persistence in Mutual Fund Performance." Journal of Empirical Finance, 8: 345-373.

Tevfik, Gürman. Dünya'da ve Türkiye'de Yatırım Fonları. Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları No: 342, Ankara: Tisamat Basım Sanayi, 1995.

The U.S. Securities and Exchange Commission,
<http://www.sec.gov/answers/mutfund.htm> (15.07.2006).

The U.S. Securities and Exchange Commission,
<http://www.sec.gov/rules/final/ic-23786.txt> (18.07.2006)

The U.S. Securities and Exchange Commission,
<http://www.sec.gov/pdf/formn8f.pdf> (18.07.2006).

The U.S. Securities and Exchange Commission, Investment Company Act of 1940, <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>, (18.07.2006) .

Thomas, Leighton R. Modern Econometrics. Addison Wesley Longman, 1997.

Treynor, Jack L., "How to Rate Management of Investment Funds," Harvard Business Review, 44 (1965): 63-75.

Tuncer, Selahattin. "Yatırım Fonları ve Yatırım Belgelerinin Vergilendirilmesi." Yaklaşım 70, (1998): 77-81.

Tuncer, Selahattin. "Yatırım Fonları-katılma Belgeler ve Bunlarla İlgili Vergi Sorunları." Mükellefin Dergisi 99, no. 84 (1999): 52-66.

Türkiye İş Bankası,
<http://www.isbank.com.tr/ss/foSikcaSorulanSorular.asp?iKodSikcaSorulanSoru=173>
(10.06.2006).

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği. AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası-AB Müktesabatının Üstlenilmesinin Sermaye Piyasasına Etkileri, (Kasım 2004), http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/AB_Yol_SerPiy.pdf
(20.07.2006).

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Türkiye Sermaye Piyasası Raporu-2001, http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm (20.07.2006).

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği , Türkiye Sermaye Piyasası Raporu-2002, http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm, (20.07.2006),

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği , Türkiye Sermaye Piyasası Raporu-2003, http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm, (20.07.2006),

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği , Türkiye Sermaye Piyasası Raporu-2004, http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm (20.07.2006).

Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi, 08.09.2004, Sayı 6131, s. 798
<http://www.ticaretsicil.gov.tr/gosteryeni.php?sayi=6131&sayfa=798>
(20.06.2006).

“Ucits III Disappoints Investors with Failure to Unify Markets.” Euroweek 940, no. 53, 01.10.2006.

University of Cincinnati, <http://www.law.uc.edu/CCL/InvCoAct/index.html>
(15.07.2006).

Uyanık, Kemal N. Bir Bölüm Finansal İşlemler ve Vergilendirilmeleri. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No: 226, 2001.

<http://www.wall-street.com/venture.html> (19.07.2006).

Zhao, Xinge. “Why Are Some Mutual Funds Closed to New Investors?” Journal of Banking and Finance 28, no 8 (2004): 1867-1887.

Zhao, Xinge. “Exit Decisions in the U.S. Mutual Fund Industry.” The Journal of Business 78, no 4 (2005): 1365-1401.

