



T.C.

Hitit Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Ana Bilim Dalı

**2008 GLOBAL EKONOMİK KRİZİ ÖNCESİ VE SONRASI A TİPİ
YATIRIM FONLARININ PERFORMANSLARININ
KARŞILAŞTIRILMASI**

Fatih MEMİŞ

Yüksek Lisans Tezi

Çorum 2014

**2008 GLOBAL EKONOMİK KRİZİ ÖNCESİ VE SONRASI A TİPİ
YATIRIM FONLARININ PERFORMANSLARININ
KARŞILAŞTIRILMASI**

Fatih MEMİŞ

Hitit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı

Yrd. Doç Dr. Eşref Savaş BAŞCI

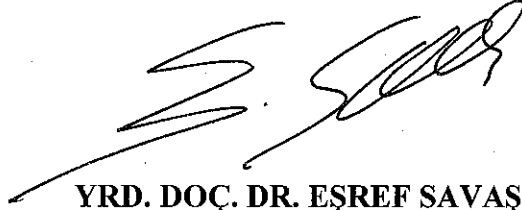
Çorum 2014

KABUL VE ONAY

Fatih MEMİŞ tarafından hazırlanan "2008 GLOBAL EKONOMİK KRİZİ ÖNCESİ VE SONRASI A TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRILMASI" başlıklı bu alıŐma, 27 HAZİRAN 2014 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak yüksek lisans/ doktora/ sanatta yeterlilik tezi olarak kabul edilmiştir.



DOÇ. DR. SÜLEYMAN SERDAR KARACA (Başkan)

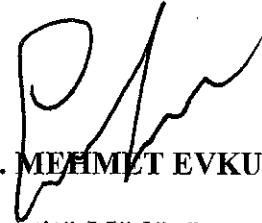


YRD. DOÇ. DR. EŞREF SAVAŞ BAŞCI (DanıŐman)



YRD. DOÇ. DR. N. KER SAKINÇ

Yukarıdaki imzaların adı geçen ğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.



PROF. DR. MEHMET EVKURAN

Enstitü Müdürü

T.C.

HİTİT ÜNİVERSİTESİ

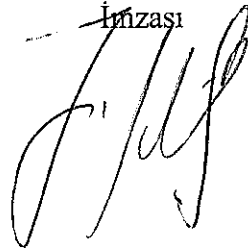
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim. (27/06/2014)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

Fatih MEMİŞ

İmzası


ÖZET

MEMİŞ, Fatih. 2008 Global Ekonomik Krizi Öncesi Ve Sonrası A Tipi Yatırım Fonlarının Performanslarının Karşılaştırılması, Yüksek Lisans Tezi, Çorum, 2014.

Tarihsel bir perspektifle bakıldığında finansal faaliyetler birçok krizi içerisinde barındırmıştır. Bu durum, mevcut ekonomik sistemin doğasında bulunan bir özellik gibi gözükmekte ve bu sistem devam ettiği sürece de krizlerle karşılaşılması da kaçınılmaz bir hal almaktadır. Özellikle son yıllarda küreselleşmenin artmasıyla kriz ile karşı karşıya kalma riski de artmıştır. Finansal piyasalarda, yatırım araçlarına yatırım yaparak birikimlerini değerlendirmek isteyen tasarruf sahipleri, finansal ürün çeşitliliği karşısında ve kriz dönemlerinde bazı sıkıntılarla karşılaşabilmektedir.

Yatırım fonları, sermaye piyasasındaki önemi giderek artan ve tasarruf sahiplerine belli ilkeler doğrultusunda profesyonel yönetim hizmeti veren yatırım araçlarından oluşmaktadır. Özellikle son yıllarda Uluslararası piyasalarda olduğu gibi Türkiye’de de yatırım fonları piyasası hızla gelişmektedir. Bu gelişmelere bağlı olarak artan yatırımcı sayısı ve büyüyen yatırım fonu portföylerinin değerlendirilmesi bir zorunluluk olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, 2008 krizi öncesi ve sonrası dönem için Türkiye’deki A tipi yatırım fonlarının performanslarını karşılaştırmaktır. Kriz öncesi dönem 2005-2007 yılları, kriz sonrası dönem ise 2009-2011 yılları olarak belirlenmiştir. Uygulama kapsamında Ocak 2005 – Aralık 2007 ve Ocak 2009 – Aralık 2011 tarihleri arasında sürekli faaliyette bulunan, başka bir fon ile birleşmeyen, başka bir fon tarafından devralınmayan ve tasfiye durumunda olmayan eksiksiz verilere sahip 74 adet A tipi yatırım fonu yer almaktadır. Bu yatırım fonları, performans ölçüm yöntemleri kullanılarak, yıllık olarak analiz edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Kriz, 2008 Ekonomik Krizi, Yatırım Fonu, Performans Ölçüm Yöntemleri.

ABSTRACT

MEMİŞ, Fatih. A Comparison of the Performances of Type A Mutual Funds Before And After 2008 Global Economic Crisis, Master Thesis, Çorum, 2014.

Looking from a historical perspective, financial activities contain many crises in itself. This situation seems to be a feature inherent in the existing economic system and as long as this system continues, it becomes inevitable being faced with the crisis. Especially in recent years, with the increasing globalization, the risk of being faced with a crisis has also increased. In the financial markets, savers who wish to evaluate the accumulation by investing in different investment tools may encounter some difficulties in the face of a variety of financial products and in times of crisis.

Mutual funds consist of investment tools which have increasing importance in the capital market and give professional management services to savers in accordance with certain principles. Especially in recent years, mutual funds market is rapidly evolving in Turkey, as well as in the international market. Due to these developments, consideration of growing number of investors and growing portfolios of mutual funds emerges as a necessity.

The purpose of this study is to compare the performances of type A mutual funds in Turkey for the period before and after the 2008 crisis. The pre-crisis period have been determined as 2005-2007 and the post-crisis period as 2009-2011. Within the scope of application, there are 74 mutual funds of type A, which continuously operated between January 2005 - December 2007 and January 2009 - December 2011, not joined with another fund, not taken over by another fund, not being in liquidation and having complete data. These mutual funds were analyzed by using performance measurement methods.

Key Words: Crisis, 2008 Economic Crisis, Mutual Funds, Performance Measurement Methods.

TEŐEKKÖR

Bu çalışmanın hazırlanmasında büyük katkısı bulunan, çalışma esnasında yardım ve desteklerini esirgemeyen değerli hocam Yrd. Doç. Dr. Eşref Savaş BAŞCI'ya sonsuz teőekkÖrlerimi sunarım. Ayrıca her zaman yanımda olup beni destekleyen çok değerli aileme ve eğitim hayatı boyunca emeği geçen bÖtÖn hocalarıma teőekkÖr etmeyi bir borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT.....	ii
TEŞEKKÜR.....	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLolar LİSTESİ	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR	xiii
ÖNSÖZ	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KRİZ, KRİZE YOL AÇAN ETKENLER, 2008 GLOBAL EKONOMİK KRİZ VE ETKİLERİ

1.1. KRİZ KAVRAMI	3
1.1.1. Kriz Tanımları ve Özellikleri	3
1.1.2. Kriz Türleri.....	5
1.1.2.1. Reel Sektör Krizleri.....	6
1.1.2.2. Finansal Krizler	7
1.1.2.2.1. Bankacılık Krizi	9
1.1.2.2.2. Döviz Kuru Krizi.....	11
1.1.2.2.3. Borsa Krizi	12
1.2. EKONOMİK KRİZ ve NEDENLERİ	14
1.2.1. Ekonomik Krizlerin Ortaya Çıkışı.....	14
1.2.2. Ekonomik Krize Yol Açan Faktörler	15
1.2.2.1. Aşırı Borçlanma	16

1.2.2.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri	18
1.2.2.3. Enflasyon	19
1.2.2.4. Bütçe Açıkları	20
1.2.2.5. Döviz Kuru Rejimi	21
1.2.2.6. Belirsizliklerin Artması	23
1.3. 2008 GLOBAL EKONOMİK KRİZİ	23
1.3.1. Krizin Ortaya Çıkışı ve Nedenleri	23
1.3.1.1. Likidite Bolluğu ve Özensiz Krediler	26
1.3.1.2. Menkul Kıymetleştirme	28
1.3.1.3. Saydamlık Eksikliği	29
1.3.1.4. Derecelendirme ve Denetleyici Kuruluşlar	30
1.3.2. 2008 Krizi ve Uygulanan Politikalar	31
1.3.3. 2008 Krizinin Sonuçları	35
1.3.3.1. Konut Fiyatlarında Düşüş	36
1.3.3.2. İşsizlik Oranlarında Artışlar	36
1.3.3.3. Enflasyonist Etki	38
1.3.3.4. Büyüme Oranlarındaki Düşüşler	39

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIM FONLARI

2.1. YATIRIM FONLARI HAKKINDA GENEL BİLGİLER	41
2.1.1. Yatırım Fonunun Tanımı	41
2.1.2. Yatırım Fonlarının İşleyişi ve Özellikleri	42
2.1.3. Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması	44
2.1.3.1. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları	44

2.1.3.1.1. Açık Uçlu Yatırım Fonları	44
2.1.3.1.2. Kapalı Uçlu Yatırım Fonları	45
2.1.3.2. Portföyde Yer Alan Kıymetlerin Niteliğine Göre.....	46
2.1.3.2.1. Hisse Senedi Fonları.....	46
2.1.3.2.2. Tahvil Fonları.....	47
2.1.3.2.3. Para Piyasası Fonları	47
2.1.3.2.4. Karma Fonlar	48
2.1.3.3. Kar Dağıtım Şekillerine Göre Yatırım Fonları	48
2.1.3.3.1. Kar Dağıtan Fonlar	48
2.1.3.3.2. Kar Dağıtmayan Fonlar	49
2.1.4. Yatırım Fonlarının Avantajları	49
2.1.5. Yatırım Fonları Yönetim İlkeleri.....	50
2.1.6. Dünya'daki Yatırım Fonları İle İlgili Genel Bilgiler	52
2.2. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER	56
2.2.1. Yatırım Fonlarının Yasal Nitelikleri.....	56
2.2.2. Yatırım Fonu Türleri ve Tipleri.....	57
2.2.3. Fon Kurabilecekler.....	60
2.2.4. Fonun Kuruluşu	61
2.2.5. Fon İçtüzüğü.....	62
2.2.6. Katılma Belgeleri.....	63
2.2.7. Yatırım Fonlarının Yönetimi.....	64
2.2.8. Fon Portföyüne İlişkin Sınırlamalar.....	66
2.2.9. Yatırım Fonlarına Ait Temel Bilgi Kaynakları	68
2.2.10. Yatırım Fonlarında Denetim.....	69

2.2.11. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi	69
2.2.12. Fonun Sona Ermesi	70
2.2.13. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Gelişimi	71

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ÖLÇÜMÜ

3.1. YATIRIM FONLARININ PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİNİN AMACI ve ÖNEMİ.....	76
3.2. YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN GETİRİ VE RİSK KAVRAMLARI İLE HESAPLAMALARI	78
3.2.1. Getiri Kavramı ve Hesaplamaları	79
3.2.2. Risk Kavramı ve Hesaplamaları	81
3.2.2.1. Toplam Riskin Kaynakları.....	83
3.2.2.1.1. Sistemik Risk.....	84
3.2.2.1.2. Sistemik Olmayan Risk	86
3.3. YATIRIM FONLARI PERFORMANSININ ÖLÇÜM TEMELİ VE TEKNİKLER	87
3.3.1. Sharpe Oranı.....	91
3.3.2. M^2 Performans Ölçütü.....	93
3.3.3. Treynor Performans Endeksi.....	95
3.3.4. Jensen Alpha’sı.....	97
3.3.5. Sortino Oranı	99

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

A TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE KAPSAMI.....	101
4.1.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi.....	101

4.1.2. Araştırmanın Problemi ve Hipotezleri	102
4.1.3. Araştırmanın Veri Seti ve Yöntemi	103
4.1.4. Araştırmanın Kapsam ve Sınırlılıkları	104
4.1.5. Araştırmanın Bulguları ve Sonuçları	105
4.1.5.1. Ortalama Getirilerine Göre Performans Sonuçları.....	105
4.1.5.2. Standart Sapmalarına Göre Performans Sonuçları.....	110
4.1.5.3. Sharpe Oranına Göre Performans Sonuçları.....	113
4.1.5.4. M^2 Performans Ölçütüne Göre Performans Sonuçları	116
4.1.5.5. Beta Katsayısına Göre Performans Sonuçları.....	120
4.1.5.6. Treynor Oranına Göre Performans Sonuçları.....	123
4.1.5.7. Jensen Oranına Göre Performans Sonuçları	127
4.1.5.8. Sortino Oranına Göre Performans Sonuçları.....	130
4.2. SONUÇ ve DEĞERLENDİRME.....	134
KAYNAKÇA	138
EKLER	153
EK 1. Uygulama Kapsamındaki A Tipi Yatırım Fonları	153

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1. Banka Yapılandırma Maliyeti	10
Tablo 1.2. Para ve Bankacılık Krizi Sıklığı	12
Tablo 1.3. Kamu Harcamaları, Gelirleri ve Bütçe Dengesinin GSYİH'ye Oranı.....	21
Tablo 1.4. Döviz Kuru Rejimleri ve Makro Ekonomik Performans	22
Tablo 1.5. Mortgage Kredi Krizinin Likidite Krizine Dönüşüm Süreci.....	25
Tablo 1.6. İşsizlik Oranları.....	37
Tablo 1.7. Enflasyon Oranları	38
Tablo 2.1. Yatırım Fonlarının Toplam Portföy Büyüklükleri.....	53
Tablo 2.2. Dünyada Yatırım Fonlarının Sayısı	54
Tablo 2.3. Dünyada Yatırım Fonlarının Menkul Kıymet Değerleri.....	55
Tablo 2.4. A ve B Tipi Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması.....	59
Tablo 2.5. Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonlarının Yıllar İtibariyle Portföy Bileşimleri.....	59
Tablo 2.6. Türkiye'de Yatırım Fon Büyüklükleri (2001-2012).....	72
Tablo 2.7. A Tipi Fonları Portföy Değerleri (2006-2011).....	73
Tablo 2.8. A Tipi Fonların Portföy Dağılımı (2005-2011).....	74
Tablo 4.1. Ortalama Getiri Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri	106
Tablo 4.2. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Ortalama Getiri)	106
Tablo 4.3. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Ortalama Getiri Sıralaması.....	107
Tablo 4.4. Standart Sapma Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem için Tanımlayıcı İstatistik Değerleri.....	110
Tablo 4.5. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Standart Sapma)	111

Tablo 4.6. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Standart Sapma Verilerine Göre Sıralama	111
Tablo 4.7. Sharpe Oranı Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri.....	113
Tablo 4.8. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Sharpe Oranı)	114
Tablo 4.9. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Sharpe Oranı Verilerine Göre Sıralama.....	114
Tablo 4.10. M^2 Oranı Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri.....	117
Tablo 4.11. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (M^2 Oranı)	117
Tablo 4.12. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek M^2 Oranı Verilerine Göre Sıralama.....	118
Tablo 4.13. Beta Oranı Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri.....	120
Tablo 4.14. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Beta Katsayısı)	121
Tablo 4.15. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Beta Katsayısı Verilerine Göre Sıralama.....	121
Tablo 4.16. Treynor Oranı Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri.....	124
Tablo 4.17. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Treynor Oranı)	124
Tablo 4.18. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Treynor Oranı Verilerine Göre Sıralama	125
Tablo 4.19. Jensen Oranı Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri.....	128
Tablo 4.20. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Jensen Oranı)	128
Tablo 4.21. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Jensen Oranı Verilerine Göre Sıralama.....	129

Tablo 4.22. Sortino Oranı Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri.....	131
Tablo 4.23. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Sortino Oranı)	131
Tablo 4.24. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Sortino Oranı Verilerine Göre Sıralama	132

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Temel Makroekonomik Krizlerin Sınıflandırılması.....	6
Şekil 1.2. Dünya Çapında Borç Miktarı.....	17
Şekil 2.1. Tipik Bir Yatırım Fonunun İşleyişi	43
Şekil 3.1. Çeşitlendirme ile Risk Arasındaki İlişki.....	83
Şekil 3.2. Sharpe Oranı	92
Şekil 3.3. M^2 Performans Ölçütü	95
Şekil 3.4. Treynor Performans Endeksi	96
Şekil 3.5. Jensen Alfası	99

KISALTMALAR

AB	:Avrupa Birliği
ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
A.Ş	:Anonim Şirketi
BDDK	:Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST	:Borsa İstanbul
BOE	:İngiltere Merkez Bankası
DPT	:Devlet Planlama Teşkilatı
ECB	:Avrupa Merkez Bankası
FED	:Amerika Merkez Bankası
FDIC	:Federal Mevduat Sigorta Şirketi
GOÜ	:Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	:Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	:Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
GÜ	:Gelişmiş Ülkeler
IMF	:Uluslararası Para Fonu
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDV	:Katma Değer Vergisi
KOBİ	:Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
LİBOR	:Londra Bankalararası Faiz Oranı
OCC	:Amerika Birleşik Devletleri Para Denetim Kurumu
OTS	:Amerika Birleşik Devletleri Tasarruf Kuruluşları Denetim Kurumu
ÖTV	:Özel Tüketim Vergisi
SPK	:Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TOBB	:Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TPP	:Takasbank Para Piyasası
TÜİK	:Türkiye İstatistik Kurumu

ÖNSÖZ

Özellikle son yıllarda artan küreselleşme ile birlikte ülkelerarası ekonomik ilişkilerde artış göstermiştir. Bir ekonomide yaşanan olumsuz bir durum veya kriz, ilişkili olduğu başka bir ekonomiyi de etkilemektedir. Ayrıca ekonomik ilişkilerin artması, finansal piyasalar arasındaki ilişkilerinde artışı sonucunu doğurmuştur. Özellikle son yıllarda Uluslararası piyasalarda olduğu gibi Türkiye’de yatırım fonları piyasası hızla gelişmektedir. Bu gelişmelere bağlı olarak artan yatırımcı sayısı ve büyüyen yatırım fonu portföylerinin değerlendirilmesi bir zorunluluk olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye’de faaliyet gösteren A tipi yatırım fonlarının performans değerlendirmesi amacı için hazırlanan bu çalışmada performans ölçüm yöntemlerine göre, 2008 krizi öncesi dönem ile 2008 krizi sonrası dönem değerlendirilmiştir.

GİRİŞ

Kriz, ekonomide ani ve beklenmedik şekilde ortaya çıkarak ülke ekonomisinde ciddi sorunlar meydana getiren dalgalanmalardır. Günümüzde kriz olgusu genellikle boyutlarının dünya ölçekli olması sebebiyle küresel kriz olarak ifade edilmektedir.

Ekonomik krizler çok değişik yollarla ortaya çıkabilir. Krizin başlıca örnekleri, üretimde hızlı bir daralma, fiyatlar genel seviyesinde ani düşme, iflaslar, ücretlerde gerileme, borsada çöküş ve spekülatif hareketler olarak ifade edilebilir. Çeşitli faktörlere bağlı olarak ortaya çıkan bu krizler, ekonominin sadece bir alanında etkili olabileceği gibi, kısa bir sürede bütün ekonomiyi sarsan bir olay halini de alabilmektedir. Bu bağlamda 2008 küresel ekonomik krizi bu duruma örnektir.

Yabancı piyasalarda olduğu gibi Türkiye’de de yatırım fonları piyasası hızla gelişmekte olup, yatırımcı sayısı ve portföy büyüklüklerinin artması sonucu olarak da fon performanslarının ölçülmesine olan ihtiyaç artmaktadır. Özellikle yatırımcılar kriz dönemlerinde tasarruflarını değerlendirme konusunda kararsızlık yaşamaktadır. Kriz dönemlerinde piyasalarda yaşanan değer kayıpları çok fazla olmaktadır.

Günümüzde finans sektöründe artan rekabet koşulları, fon kurucularının performans konusunda daha hassas olmasını sağlamıştır. Portföy performansı değerlendirme kavramı özellikle son yıllarda oldukça değişime uğramıştır. Performans değerlendirmesinde, yatırım araçlarının getirilerinin yanı sıra sahip oldukları riskinde esas alınması durumunda daha anlamlı ve başarılı sonuçlar elde edilmektedir. Yatırımcılara fikir sağlaması ve yatırım fonlarının yönetim başarısını ortaya koyması açısından performans değerlendirmesi önem taşıyan bir konudur.

Bu çalışmada amaç, 2005-2011 yılları arasında sürekli faaliyette bulunan 74 adet A tipi yatırım fonunun, 2008 krizi öncesi dönem ile 2008 krizi sonrası dönem arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda dört bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde, kriz kavramı ve 2008 krizinin Dünya ve Türkiye üzerindeki etkisi incelenecektir. Çalışmanın ikinci bölümünde ise yatırım fonlarının tanıtılması amaçlanmıştır. Yatırım fonu kavramı üzerinde durulacak ve

fonların ilke ve işlevleri, türleri, avantajları gibi konular açıklanacaktır. Yatırım fonlarının Sermaye Piyasası Kanunu'na göre yasal çerçevesi incelenecektir. Dünyadaki ve Türkiye'deki yatırım fonlarının gelişimi ve bugünkü varlık değerleri hakkında bilgi verilecektir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, risk ve getiri hesaplamaları ile geleneksel ve modern portföy yaklaşımı yer alacaktır. Daha sonra, yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesinde kullanılan yöntemler tanıtılacaktır. Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde ise, A tipi yatırım fonlarının performans sonuçları ölçülecek ve 2008 kriz öncesi dönem ile 2008 kriz sonrası dönem arası farklılıklar değerlendirilecektir. Çalışmanın sonucunda ise, yatırım fonlarının performans ölçümü ile elde edilen sonuçların genel bir değerlendirilmesine yer verilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KRİZ, KRİZE YOL AÇAN ETKENLER, 2008 GLOBAL EKONOMİK KRİZ VE ETKİLERİ

1.1. KRİZ KAVRAMI

1.1.1. Kriz Tanımları ve Özellikleri

Etimolojik kökeni Yunanca “krisis” kelimesine dayanan kriz kavramı, ilk zamanlarda kararsızlık anlarını ifade etmek için kullanılmışken ilerleyen dönemlerde tıp bilimi ve sosyal bilimlerin birçok alanında yaygın olarak kullanılmıştır (Çelik, 2010:21). Kriz, tıp alanında kullanılan bir kavram olmasına rağmen sosyal bilimlerde kullanılmaya 1960’lı yıllardan sonra başlamıştır. Tıp biliminde kriz; hastanın sağlığının birden bozulması ve acil bir şekilde tedavisi yapılmaz ise gittikçe durumunun kötüye gitmesi ve bu durumun müdahale edilmemesi halinde artık hastanın iyileşmeyeceği durumu ifade etmektedir. Psikoloji biliminde ise kriz; bireyin kendisini tehdit altında hissetmesi, korku, panik ve aşırı zorlamak olarak tanımlanmaktadır (Torun, 2009:297). Sosyal bilimlerde ise kriz daha çok “buhran”, “bunalım” kelimeleri ile eş anlamda kullanılmaktadır (Narbay, 2006:6).

Kriz, kar amacı gütmeyen örgütler, hizmet kuruluşları, devlet kurumları, küçük ortaklıklar, uluslararası örgütler gibi tüm örgütlerde ortaya çıkan bir durum şeklinde açıklanmaktadır. Bu sebeple karşılaşılan her durumu kriz olarak değerlendirmek doğru olmamaktadır. Kriz olup olmadığına karar verilmesi noktasında, olayların çıktığı alanın etkili olduğu çevrenin, temel unsurların veya özelliklerin göz önünde tutulması uygun olacaktır (Ekinci ve İzci, 2006:40).

Kriz kavramının işletme yönetimi açısından tam anlamıyla geçerliliğe sahip bir tanımını yapılamamaktadır. Bir araştırmacı krizi; işletmenin ödeme gücünü durduran ve performansını etkileyen acil ve beklenmeyen olaylar şeklinde tanımlarken başka bir araştırmacıda krizi; beklenmeyen ve önceden tahmin edilemeyen acele cevap verilmesi gereken, örgütlerin önleme ve uyum mekanizmalarını etkisiz hale getirerek, mevcut değerlerini, amaçlarını ve varsayımlarını tehdit eden gerilim durumu olarak

tanımlamaktadır. Her iki tanımda da ortak noktalar bulunsa da her zaman geçerli olacak bir tanım yapmak mümkün değildir. Ortaya çıkan bir değişimin kriz olarak nitelendirilebilmesi için aşağıdaki özelliklere sahip olması gerekmektedir (Asunakutlu vd., 2003:143):

- Kriz durumu önceden tahmin edilememektedir.
- Kriz, örgütün amaç ve varlığını tehdit etmekte ayrıca ivedi bir müdahale gerektirmektedir.
- Örgütün tahmin ve krizi önleme mekanizmaları yetersiz kalmaktadır.
- Kriz, karar veren kişilerde bir gerilimi meydana getirmektedir.
- Krizin üstesinden gelinmesi ve izlenmesi gereken yolların kararlaştırılması için, gerekli bilgi ve zaman bulunmamaktadır.

Krizi rutin ortamdan ayıran özellikleri ise şu şekilde sıralayabiliriz (Tüz, 2001:11):

- Kriz ciddi bir rahatsızlık gibidir ciddi bir müdahale gerektirmektedir.
- Krizler, kritik ve tehdit edicidir.
- Bazı krizler uzun bir süre sonra kendini belli ederken bazı krizlerde aniden ortaya çıkmaktadır.
- Krizler örgüt ile ilgili olan üçüncü kişileri de önemli ölçüde etkilemektedir.
- Her stresli ortam kriz değildir.
- Tekrar çıkmasını önleyecek kesin bir formülü bulunmamaktadır.
- Bazen fırsat ortamı meydana getirmek için bilinçli bir şekilde kriz ortamı oluşturulabilmektedir.

Krize sebep olacak bazı işletme sorunları; bozulan bilançolar, devamlı aksayan nakit akışları, artan fakat cevapsız kalan müşteri şikayetleri, iadeler, sabit sermaye çalışma sermayesi dengesi, düşen satışlar, azalan pazar payı, rakiplerin pazardaki yeni hamleleri olarak sıralanmaktadır (Tüz, 2001:11). İşletmeler faaliyet içinde buldukları çevrede çok fazla değişkenle iletişim içerisinde bulunmaktadır. Sosyal ortaklarla dinamik ilişkisini karşılıklı güven ortamında devam ettirmesi tüm çıkar gruplarının yararına olmaktadır. Gündelik faaliyetler devam ederken ani bir şekilde ortaya

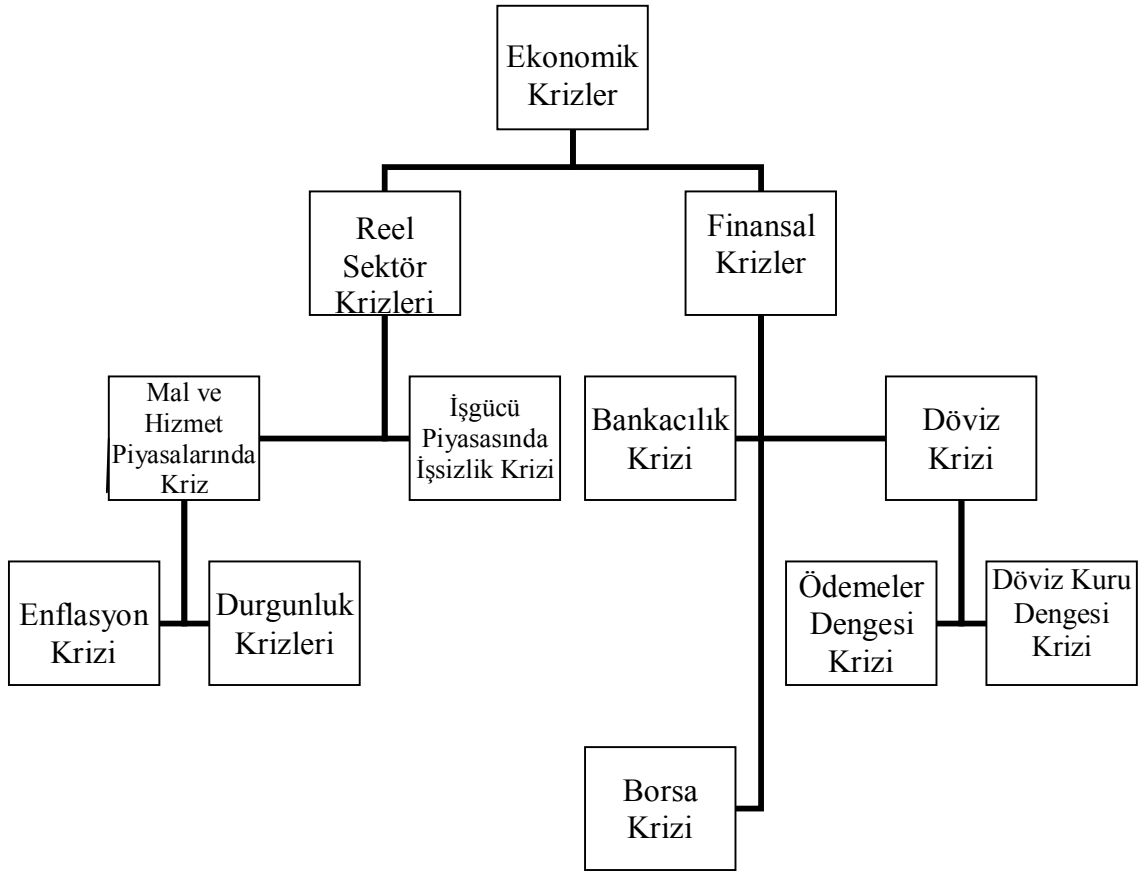
çıkabilecek, davalar, boykotlar, grevler, protestolar, güvenlik sorunları, insan yada grupların medyayı işletmeye çamur atacak biçimde yönlendirmeleri işletmeyi çöküşle karşı karşıya getirecektir (Örnek ve Aydın, 2008:40).

Bir işletmede, çalışanlar arasında anlaşmazlıkların artması, işletmenin faaliyetlerinin etkisinde azalma olması, işletme imajının zedelenmesi ve işletmenin amaçlarına ulaşmasının gün geçtikçe imkânsız hale gelmesi durumunda, işletmede kriz sürecinin başladığı söylenebilmektedir (Zerenler ve İraz, 2006:249).

1.1.2. Kriz Türleri

Ekonomik krizler, etkiledikleri sektörler açısından reel krizler ve finansal krizler şeklinde ikili bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Reel krizler kendini genelde üretim ve istihdamda önemli daralmalar şeklinde göstermektedir. Buna karşılık finansal krizler ise ekonominin reel kesimi üzerinde tahrip edici etkiler meydana getiren ve piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan finansal piyasa çöküşleridir. Finansal krizler, özelde finansal yapıda meydana gelen olumsuzlukları ifade ederken; ekonomik krizler, genel anlamda üretimde yaşanan geçici ama büyük ölçekli düşüşler, gelirden azalışlar ve işsizlikte artış şeklinde kendini göstermektedir (Kaya ve Gülhan, 2010:62). Ayrıca başka bir çalışmada finansal krizler; makroekonomik politikaların sebep olduğu krizler, finansal panikler, ahlaki tehlike krizleri ve fiyatlardaki aşırı şişkinliklerin meydana getirdiği krizler şeklinde dördü bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Kaynaklandıkları sektörler göre ise krizler, özel-kamu ve bankacılık-şirket krizleri; dengesizliklerin yapısına göre de akım ve stok dengesizlikleri şeklinde sınıflandırılmaktadır (Delice, 2003:59).

Oluşma şekilleri ve etkileri bakımından farklı bir biçimde gerçekleşen ekonomik krizler, oluşma şekilleri ve ekonomik etkileri bakımından çeşitli şekilde sınıflandırılmaktadır (Ergenç, 2009:12).



Şekil 1.1. Temel Makroekonomik Krizlerin Sınıflandırılması

Kaynak: Ergenç, Yunus Emre. 2009, “Ekonomik Krizlerin Nedenleri ve Çözüm Önerileri”, www.endmuh.com/kariyer/ekonomi/dosyalar/ekonomik_kriz_nedenleri_ve_çözüm_önerileri.pdf.

1.1.2.1. Reel Sektör Krizleri

Ekonomik krizler oluşma şekillerine göre iki gruba ayrılmaktadır. Bu grubun içerisinde yer alan kriz türlerinden biri reel sektör krizi diğeri ise finansal krizlerdir. Reel sektör krizleri genellikle mal, hizmet ve işgücü piyasasındaki miktarlarda ve istihdamda yaşanan ciddi daralmalar şeklinde ortaya çıkmaktadır. Ayrıca bu kriz türü içerisinde genel olarak mal ve hizmet piyasalarında enflasyon krizleri ve durgunluk krizleri, işgücü piyasalarında ise işsizlik krizleri yer almaktadır (Afşar, 2011:146-147). Eğer mal ve hizmet piyasasındaki sürekli genel fiyat artışları belli bir sınıram üzerinde ise enflasyon krizi meydana gelebilmektedir (Kibritçioğlu, 2002:2).

Yine bir reel sektör krizi olan durgunluk krizi ise, fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen artışların ekonomide mal ve hizmet üretiminde yatırımları teşvik edici düzeyin altında gerçekleşmesini ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle, durgunluk krizi, ekonomide yeterince yatırım yapılmaması nedeniyle GSMH artış hızının düşük düzeylerde gerçekleşmesi olarak açıklanmaktadır. Son olarak işsizlik krizi ise, emek piyasasında oluşan işsizlik oranlarının alışılmış seviyenin üzerinde olması durumunda meydana gelmektedir (Fener, 2012:11).

Reel krizler doğrudan ekonominin üretim yapan kısmı ile ilgilidir. Reel ekonominin kaynağını ise insanların kazandıkları ve harcadıkları para teşkil etmektedir. Değerin üretildiği bu reel kesime üretken denilmesinin nedeni de bundan kaynaklanmaktadır. Fakat gelirler ile harcamalar arasında genellikle açık veya fazla olmaktadır. Bu sebeple reel sektör ile finansal kesim arasında karşılıklı bir ilişkiden söz edilebilmektedir. Finansal kesim, gerek bir yıldan kısa vadeli para piyasalarıyla, gerekse de orta ve uzun vadeli sermaye piyasası fonlarıyla, belirli bir risk ve getiri oranına bağlı olarak, sistemdeki fazlaları açık olan yerlere ileterek, ödünç verenler ile ödünç alanlar arasında aracılık görevini üstlenmekte ve reel kesim için likidite meydana getirmektedir. Bundan dolayı reel kesimde bir genişleme olmakta, üretim artmakta ve ek likidite talebi oluşmaktadır. Reel sektör ile finansal kesim arasındaki bu karşılıklı etkileşim nedeniyle sektörlerin herhangi birinde yaşanacak olan kriz nedeniyle diğeri de etkilenecektir (Şişman, 2005:142).

1.1.2.2. Finansal Krizler

Finansal piyasaların en temel görevi kıt kaynakların ekonomik birimler arasında etkin bir şekilde dağıtımını sağlamaktır. Ekonomik sistemin karar almada odak noktasını finansal piyasalar oluşturmaktadır. Çünkü bu piyasalarda ortaya çıkan başarısızlıklar yalnızca belli bir sektörle sınırlı kalmamakta, bununla birlikte tüm ekonomik sistemin işleyişinde aksamalara neden olmaktadır. Finansal krizler, döviz ve hisse senedi gibi finans piyasalarındaki aşırı fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde bankalara geri dönmeyen kredilerin aşırı şekilde artmasıyla yaşanan ciddi ekonomik sorunları ortaya koymaktadır. Özellikle son dönemlerde yaşanan krizler finansal piyasalarında içerisinde olduğu finansal krizlerden oluşmaktadır.

Küreselleşmenin gün geçtikçe artması sebebiyle gelişmiş bir ülkede yaşanan finansal bir kriz diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri de önemli ölçüde etkilemekte ve ciddi sorunlar meydana getirmektedir.

Finansal kriz kavramı, finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulmaların, finansal kurumların performansını olumsuz etkileyerek tüm ekonomiye etkin bir şekilde yayılması sonucu, ödeme sistemlerini bozması ve kaynakların etkin dağılımını engellemesi olarak tanımlanmaktadır (Işık vd., 2004:46).

Finansal krizlerin meydana gelmesinde etkili olabilecek faktörler bulunmaktadır. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz (Delice, 2003:58):

- Finansal sektör bilançolarındaki bozulma,
- Faiz oranlarındaki artışlar,
- Belirsizlikteki artışlar,
- Varlık fiyatlarındaki değişimler nedeniyle finansal olmayan şirket bilançolarının bozulması olarak ifade edilebilmektedir.

Finansal krizler ekonominin reel kesimi üzerinde ağır tahrip edici etkiler oluşturan ve piyasaların tam işleyiş gücünü bozan finansal piyasa çöküşleridir. Özellikle 1990'lı yılların başından itibaren dünyanın çeşitli ülkelerinde değişik finansal krizler meydana gelmiştir. 1994-1995 yıllarında Latin Amerika Ülkeleri'nde yaşanan Tekila Krizi, 1997'de Tayland parasının aşırı değer kaybetmesiyle başlayan Güneydoğu Asya Krizi, 1998 yılında meydana gelen Rusya ve Brezilya Krizi, 2000-2001 yıllarında Türkiye'de yaşanan krizler ve 2001 yılında Arjantin ekonomisinde meydana gelen kriz, finansal krizlere örnek gösterilebilmektedir (Doğan, 2005:3). Finansal krizlerin yaşandığı ülkelere bakacak olursak ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkeler gözükmektedir. Bu da ülke ekonomilerinin kırılgan bir yapıya sahip olmalarından kaynaklanmaktadır.

Finansal krizleri, gerçek finansal krizler ve gerçek olmayan finansal krizler şeklinde ayırma tabi tutulmaktadır. Gerçek olmayan finansal krizler, ilk başta aşırı iyimser beklentilerin belirsizliğe dönüşmesiyle sadece servet kaybına yol açmakta ve bu

servet kaybı finansal kriz anlamına gelmemektedir. Dolayısıyla varlık fiyatlarındaki aşırı düşme ve reel kesimdeki artan iflaslara karşın, bir bankacılık paniğinin yada para arzında aşırı bir azalma potansiyeline sahip olmayan finansal gelişmelerin gerçek finansal kriz olarak dikkate alınmaması gerekmektedir. Buradan hareketle ekonomideki dengesizliklerin tümünün krize neden olacağını söylemek oldukça zor gözükmemektedir (Işık vd., 2004:47).

Finansal krizler işletmede büyük ekonomik tahriplere neden olsa da bazen de kriz anında yönetim zaafına yer vermeyerek, krizin doğmasına engel olmaya çalışıp, krizin şiddetinin ve etkisinin minimum seviyeye indirerek kriz anını bir tehlike olmaktan çıkarıp fırsata çevirecektir (Bozgeyik, 2008:29).

1.1.2.2.1. Bankacılık Krizi

Bankacılık krizleri; mevduat bankalarının piyasa araçları üzerindeki yenileme yeteneklerini kaybetmeleri veya ani bir şekilde fon çekilişleri sebebiyle likidite sıkıntısı ve geri ödeme güçlüğüne düşmeleri şeklinde tanımlanmaktadır (Topallı, 2006:25). Bankacılık sektörüne ait krizler üç başlık altında toplanmaktadır. Birincisi; bir tek veya az sayıda bankanın yükümlülüklerini yerine getirememesi sonucu meydana gelen sistematik olmayan banka krizleri, ikincisi; mevduat sahiplerinin mevduatlarını birden çekmek istemeleri nedeniyle bankacılık sisteminin yapısını bozan ve merkez bankasının müdahalesini gerekli kılan fiili veya potansiyel saldırı şeklindeki banka krizleri, üçüncüsü ise; mali sektörde faaliyet göstermekte olan çoğu kurumun iflas durumuna gelmesine rağmen, faaliyetlerini sürdürme eğiliminde olduğu sessiz ızdırap durumunu ifade eden bankacılık krizleri olarak sınıflandırılmaktadır (Gençtürk vd., 2011:190-191).

Bankacılık krizleri, daha çok ekonomik faaliyetler ile ekonomik büyümedeki bir gerileme sonucu kendini göstermektedir. Bu sebeple, banka krizleri ile üretim arasındaki nedensellik ilişkisini tespit etmek ve banka krizlerinin reel sektöre olan etkisini ayırtmak hiç kolay olmamaktadır. Bankacılık krizleri iki şekilde üretim ve milli geliri etkilemektedir. Birincisi; bankacılık krizi para stokunda ani bir şekilde daralma oluşturarak ekonomik bir durgunluğa yol açmaktadır. İkinci olarak da, zayıflayan bankacılık sisteminin hem bazı bankaların piyasadan çekilmesi hem de

mevcut bankaların sermaye baskısı altında kaldıkları için, kredi arzı azaltmalarından kaynaklanmaktadır. Kredi arzının azalması ise ekonomik faaliyet içindeki harcamaların azalması sonucunu doğuracak ve bu sebeple üretimde daralma yaşanacaktır (Altıntaş ve Öz, 2007:4).

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bankacılık krizlerinin milli gelir üzerindeki etkisi gelişmiş ülkelere nazaran daha fazla hissedilmektedir. Gelişmiş ülkelerde bankacılık krizlerinin milli gelir üzerindeki etkisi %10'un altındayken, bu oran gelişmekte olan ülkelerde %10'un üzerine çıkmaktadır. Yaşanan krizlerin ülke banka bilançolarının düzeltilmesinin maliyetinin GSYİH'ya oranı gelişmekte olan ülkelerde incelendiği zaman; Arjantin krizinde %13, Şili'de %20, Bulgaristan'da %14 olarak gerçekleşmiştir. Sanayileşmiş ülkelerde ise İsveç'te %6, Norveç'te %4 ve ABD'de gerçekleşen krizin maliyeti %3 oranında olmuştur. Ülkemizde ise 2000 ve 2001 yıllarında bankacılık krizinin maliyeti, GSMH'nın %35'i civarında gerçekleşmiştir (Kaplan, 2002:3).

Tablo 1.1. Banka Yapılandırma Maliyeti (GSYİH'nın %)

	Kriz Sayısı	Maliyet
Tüm Ülkeler	30	17.5
GOÜ	23	20
Latin Amerika	14	19
GÜ	7	12
Bankacılık Krizleri	11	4.5
İkiz Krizler	19	23

Kaynak: Esen, Oğuz. 2005, "Bankacılık Krizleri, Yeniden Yapılandırma ve Türk Bankacılık Sektörü", **Siyasa Dergisi**, S.1, ss.4.

Bankacılık krizlerinin maliyetinin ölçülmesinde kamuya düşen yük her zaman net bir gösterge olmamaktadır. Bazen bu tür bir maliyet düşük iken reel maliyet çok yüksek gerçekleşebilmektedir. 1929 Dünya Ekonomik Bunalımında ABD'de mevduat garantisi ve likidite desteği olmadığı için krizin kamu maliyesine etkisi hemen hemen hiç olmamış fakat buna karşılık reel maliyet çok yüksek gerçekleşmiştir (Esen, 2005:4).

1.1.2.2.2. Döviz Kuru Krizi

Döviz kuru krizi, yatırımcıların ülke parasına duydukları güveni yitirmeleri durumunda ortaya çıkan bir finansal kriz türü olarak ifade edilmektedir. Yatırımcılar ülke parasına bağlı varlıklardan yada dövize bağlı diğer varlıklardan hızla uzaklaşmaktadır. Para krizi daha çok ve daha sık olarak gelişmekte olan ülkelerde yaşanmaktadır (Fener, 2012:15). Özellikle son yıllarda para krizlerinin sıkça görülmesi, bu krizlerin nedenleri ve yayılması konusunda pek çok çalışmanın yapılmasına ve hipotezlerin oluşturulmasına neden olmuştur. Dolayısıyla para krizleri hem teorik hem de ampirik alanda oldukça fazla yer almaktadır. Kriz yaşayan ülkelerde ciddi oranda üretim kaybı ve işsizlik artışı görülmüş ve diğer ülkeleri de doğrudan yada dolaylı yoldan olumsuz etkilemiştir. Bir başka ifadeyle, bir ülkede görülen kriz, finansal ve ticari yollarla diğer ülkelere de bulaşmış ve o ülkelerde kriz oluşmasına neden olmuştur. Bu nedenle öncü kriz göstergeleri tespit edilerek krizi önlemeye çalışmak gerekmektedir (Erkekoğlu ve Bilgili, 2005:15-16).

Para krizleri, ödemeler dengesi ve döviz kuru şeklinde ikili bir ayırıma tabi tutulmaktadır. Sabit kur politikası uygulayan ülkelerdeki para krizleri ödemeler dengesi krizi olarak adlandırılarak dikkat döviz rezervleri azalmalarına çekilirken, esnek kur politikası uygulayan ülkelerdeki krizlere döviz kuru krizi adı verilerek, dikkat rezerv azalmaları yerine kur değişmelerine çekilmektedir (Delice, 2003:59).

Döviz kuru krizlerinin belirleyicileri; finansal alt yapının yetersizliği, zayıf makroekonomik göstergeler, ahlaki ve asimetric bilgi olgusu, piyasada yer alan kredi verenler ile uluslararası finansal kurumların hatalı öngörülerini, beklenmedik olaylar ve tesadüfler şeklinde sıralanmaktadır (Fener, 2012:16).

Döviz kurunun üzerindeki kontrollerin kaldırılması, döviz kuru oynaklıklarının artmasına neden olmaktadır. Sermaye hareketlerinin kontrol edilebildiği bir ekonomide, yerleşiklerin bankalarda döviz cinsinden mevduat açmasına yönelik düzenlemeler yapılmış ve bankaların dövizle yaptıkları işlemlere serbestlik getirilmişse, banka bilançoları döviz riskine açık hale gelmektedir. Sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasını takip eden dönemde, bankaların yabancı para cinsinden borçlanmalarının

kolaylaşmasına bağlı olarak döviz kuru krizi, risk sistemi içinde daha da artmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ülke ekonomilerini makro ve mikro ölçekte etkilemektedir (Tuncel, 2010:95).

Tablo 1.2. Para ve Bankacılık Krizi Sıklığı

Kriz Biçimi	1970-1995		1970-1979		1980-1995	
	Toplam	Yıllık Ortalama	Toplam	Yıllık Ortalama	Toplam	Yıllık Ortalama
Para	76	2,92	26	2,60	50	3,13
İkiz	19	0,73	1	0,10	18	1,13
Tek	57	2,19	25	2,50	32	2,00
Bankacılık	26	1,00	3	0,30	23	1,44

Kaynak: Tuncel, Cem Okan. 2010, “Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, C.47, S.545, ss.97.

Tablo 1.2’ye göre, 1970-1979 yılları arasında sadece bir ikiz kriz yaşanırken 1980-1995 yılları arasında 18 ikiz kriz yaşanmıştır. 1970’li yıllarda sıkı bir şekilde uygulanan finansal sistem nedeniyle para ve banka krizi arasında nedensellik ilişkisi bulunmazken, 1980’li yıllardan itibaren finansal piyasalarda düzensizleştirme dalgasına bağlı olarak para ve bankacılık krizi arasında nedensellik ilişkisi kuvvetlenmiştir. Para ve bankacılık krizi arasındaki ilişkinin giderek artması daha büyük ve telafisi mümkün olmayan ekonomik sıkıntılara yol açmakta, globalleşen dünya ekonomisi üzerinde de etkili olmaktadır.

1.1.2.2.3. Borsa Krizi

Borsa krizi, borsada işlem gören menkul kıymetlerin büyük oranda değer kaybetmesiyle meydana gelmektedir. Özellikle yabancı yatırımcıların ağırlıklı olduğu borsalarda, yabancıların ülkeye olan güvenlerini yitirmeleri sonucu fonlarını kısa sürede borsadan çekmekte, bu da yaşanan değer kaybını daha da derinleştirmektedir. Ekonomiye duyulan güven ve ekonomik parametreler borsaya olumlu yansırken, ekonominin rayında gitmediği zamanlarda ise borsa ya olumsuz yansımaktadır.

2008 küresel finansal krizi ilk önce gelişmiş ülkelerde başlamış, daha sonra Kasım 2008 ortalarında ise gelişmekte olan ülkeleri etkilemeye başlamıştır. Küresel kriz neticesinde birçok gelişmekte olan ülke borsalarında ciddi değer kayıpları yaşanmış, ülke paraları aşırı değer yitirmiş, ülke tahvilleri ve ticari bonolarında risk primleri artmış ve ülkeye giren yabancı para miktarlarında ciddi düşüşler yaşanmıştır (Büyüksalvarcı, 2011:228).

Küresel kriz, bozulan ekonomik göstergelerin ve geleceğe ilişkin artan risk algısının etkisiyle, özellikle 2008 yılının son çeyreğinde ve 2009'un ilk altı ayında dünya borsalarında yüksek oranlarda düşmeye neden olmuştur. Özellikle son yıllarda, işlem hacmi ve kapitalizasyon değeri büyük oranlarda artmış olan İMKB'deki bu yükseliş, krizin Türkiye'yi de etkisi altına almasıyla 2008 yılının son çeyreğinde tersine dönmüştür. Dünya ekonomisinde gerçekleşen kısmi iyileşmelerin etkisiyle 2009 yılının ikinci yarısı itibariyle olumlu veriler İMKB'ye yansımış, 2010 yılının ilk yarısında endeks değerleri kriz öncesi döneme ait değerleri yeniden kazanmıştır (Fener, 2012:19).

1929 buhranı önemli bir şekilde kendini hissettiren borsa krizlerinden birisi olmuştur. 24 Ekim 1929 Perşembe günü borsanın çöküşü ile başlayan gün tarihte "Kara Perşembe" olarak anılmaktadır. İnsanlar sahip oldukları hisse senetlerini bir an önce ellerinden çıkarmaya çalışmışlar ve borsada büyük bir panik havası oluşmuş bu durum borsanın daha fazla düşmesine neden olmuştur. İki yıl içinde borsa %90 oranında değer yitirmiştir. 1929 buhranı temel nedenlerinden biri, hisse senedi fiyatlarının yükselmesi ile ekonomik faaliyetlerdeki gelişmenin paralel gitmemesi ve bu farkın giderek açılması olmuştur. Borsa krizi sadece borsa da yatırımı olanları değil ülke içerisinde finansal faaliyet içerisindeki tüm sektörleri etkilemiştir. Özellikle birçok banka, ticari ve sanayi işletmelerinin iflasına yol açmıştır. 1929 krizi, ülkeler arasındaki sermaye bağlantısı, ticaret kanallarıyla çok kısa sürede İngiltere, Fransa ve Almanya gibi ülkelere yayılmıştır (Buluş ve Kabaklarlı, 2010:4).

1.2. EKONOMİK KRİZ ve NEDENLERİ

1.2.1. Ekonomik Krizlerin Ortaya Çıkışı

Ekonomik kriz; en küçük iktisadi birimden en büyüğüne doğru iç ve dış borçlar ile işsizliğin arttığı, fiyatların bazen yükselip bazen düştüğü, üretimin artıp azaldığı ve genellikle halkın siyasi iktidara karşı olan güveninin sarsıldığı bir dönemdir (Kaya, 2002:212).

Krizlerin ortaya çıkış nedenlerine baktığımızda tarihsel süreç içerisinde farklılıklar göstermektedir. Örneğin krizler; 18. yüzyıla kadar daha çok savaş, finansal spekülasyon, kıtlık gibi olaylara bağlı olarak çıktığı görülmektedir. 19. yüzyıldan itibaren ise daha çok kapitalist ekonomilere özgü faktörlere bağlı olarak kendini göstermeye başlamıştır. Son dönemlerde ise krizlerin aynı zamanda, tek bir sektörde ve belli bölgelerde değil, yaygın bir şekilde ve 6-10 yıl gibi düzenli aralıklarla oluştuğu görülmektedir (Afşar, 2011:145).

1980 krizi dahil olmak üzere, Türkiye ekonomisinde 1994, 1999 ve 2001 yıllarında gerçekleşen bütün sert daralma veya krizlerin ortak noktasını, verimsizlik içindeki bir ekonomide meydana gelen aşırı yüksek mübadele maliyetleri oluşturmaktadır. Gerekli reformlara direnme sonucu, mali yapının bozulması ve ekonomide fiyat istikrarının kaybolması iktisadi hayatta sorun olarak karşımıza çıkmaktadır (Öztürk, 2012:59).

Ekonomik krizler ilk önce hangi sektörde ortaya çıkarsa çıksın ilerleyen dönemde farklı sektörleri de etkileyecektir. Sektörler arasında bu kadar hızlı bir şekilde yayılmasının nedeni ise parasal nedenlerden kaynaklanıyor olmasıdır. Aynı zamanda işletmelerde, küreselleşme ile birlikte çok daha fazla bir rekabet ve belirsizlik ortamında faaliyet göstermektedir (Durgun ve Gövdere, 2011:142-143).

Gelişmekte olan ülkeler yurt içi hâsıllarını temin etmek için çoğunlukla yüksek faiz oranlı likiditeyi ve yüksek fonları ülkelerine çekmek istemektedir. İlk zamanlarda bu durum ekonomiye bir rahatlama getirirse de, uzun soluklu olmamaktadır. Reel işlem bakımından harekete konu olmayan yüksek miktarlardaki bu fonlar özellikle gelişmekte

olan ülkelerin ekonomilerinde makro ekonomik krizlere neden olmaktadır (Pusti, 2013:7).

Ekonomik krizlerin ortaya çıkış nedenleri şunlardır (Aktan ve Şen, 2002:1):

- Ekonomik krizler, reel ve finansal sektörlerde arz fazlalığı yada talep daralması nedeniyle ortaya çıkabilmektedir.
- Ekonomik krizler, organizasyon içi sebeplerden ortaya çıkabileceği gibi organizasyon dışı konjonktürel sebeplerden de kaynaklanabilmektedir.
- Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, teknolojik buluşlarda bazı organizasyonlar için fırsat anlamına gelirken, bazı organizasyonlar için de krize yol açabilmektedir.
- Ekonomik süreçte üretim, istihdam ve fiyatlar genel seviyesinde ortaya çıkan ani konjonktürel dalgalanmalarda depresyon, hiper enflasyon ve işsizlik gibi krizlere neden olabilmektedir.

Ekonomik krizler, yabancı kısa vadeli fonların ülkeyi hızla terk etmeye başlaması sonucunda döviz kurunda, faiz oranlarında ve enflasyon oranında ani yükselişlerle birlikte finans piyasalarında etkili olmakta ve kısa bir sürede üretim ve yatırım düzeyinde azalma şeklinde kendini göstermektedir. Öte yandan bir ülkedeki kriz, başta bu ülkenin ekonomik ilişkiler içinde olduğu ülkeler olmak üzere diğer ülkeleride etkisi altına almaktadır. Bu ülkelerin bu etkilere karşı geliştirdikleri savunma mekanizmalarıda krizin başladığı ülkede ihracat daralması, uluslararası finans piyasalarında tedirginlik gibi yollarla mevcut olumsuzlukları daha da arttırmaktadır. Krizin etkileri, daha sonra insanların birincil ihtiyaç kalemlerine kadar etki yapmakta, sağlık, eğitim, işsizlik, gelir dağılımında adaletsizlik şeklinde kendini göstermektedir (Koyuncu ve Şenses, 2004:3).

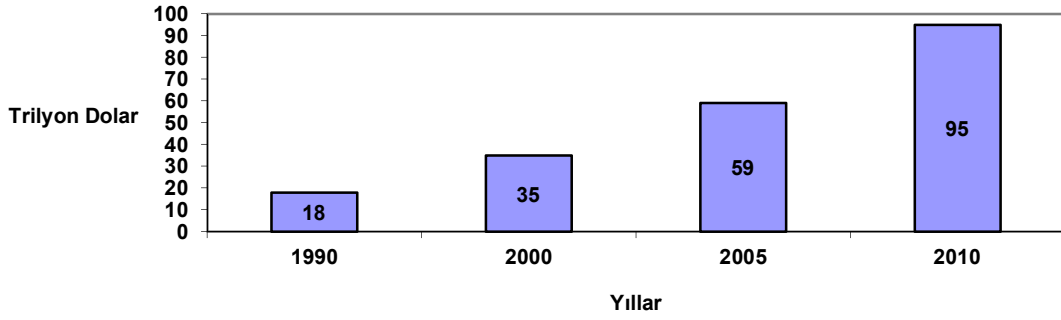
1.2.2. Ekonomik Krize Yol Açan Faktörler

Ekonomik krizlerin ortaya çıkmasında çok çeşitli sebepler bulunmaktadır. Bunlar; aşırı borçlanma, uluslararası sermaye hareketleri, enflasyon, bütçe açıkları, döviz kurundaki riskler ve belirsizlikler şeklinde sıralanabilir.

1.2.2.1. Aşırı Borçlanma

Fisher, Kindleberger gibi iktisatçıların belirttiği üzere, gerek firmaların gerekse ülkelerin hızlı büyüme zamanlarında aşırı borç birikimi oluşmaktadır. Bu borç birikimi finansal krizin meydana gelmesinde önemli rol oynamaktadır (Duman, 2002:132). Kamu kesiminin aşırı borçlanması, ülkeye yatırım yapacak kişi ve kurumlar için belirsizlik ve riski de yanında getirmektedir. Borçla finanse edilen bu süreç mevduatı ve para arzını arttırarak fiyatları yükseltmektedir. Fiyatların artması nominal borçtaki artışı telafi etmekte ve borcun reel değerinde bir düşme olmakta buda yeniden borçlanmayı ortaya çıkarmaktadır. Bu durum aşırı bir borçlanma ihtiyacını doğurmaktadır. Bu kısır döngü faiz yükünü arttırmakta ve böylece bütçe giderleri karşılanamayacak bir duruma gelmektedir (Kadioğlu, 2010:8-9).

Ekonominin büyüklüğü borç yükünü göreceli yapmaktadır. Mesela gelişmiş ülkelerde borçlanma GSMH'nın %90'ına tekabül edecek boyutlara ulaştığında büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Bu oran gelişen ülkelerde %60 civarındadır. Borçlanmanın artmasıyla ondan kaynaklı sorunlarda ekonominin büyüklüğüne göre değişik etkiler gösterecektir. Fakat birçok ülke için borçlanmadan başka geriye dönüş yolu kalmamıştır. Bu durum özellikle bir kısım Avrupa ülkesi için geçerlidir. Mesela; Yunanistan, Romanya, Bulgaristan, Ukrayna, İspanya, Portekiz ve İtalya hala para bulabilmekte; bu ülkelere para akışı devam etmektedir. 2008-2009 dönemi kriz sürecinde, uluslararası alanda yapılan harcamaların toplamı yaklaşık 27 trilyon dolardır. Bu türden harcamalar, birçok gelişmiş ülkenin borçlanma kriziyle karşı karşıya kalmasına neden olmaktadır (Okçuoğlu, 2011:1).



Şekil 1.2. Dünya Çapında Borç Miktarı (kredi değerleri bazında ve trilyon Amerikan dolarına göre)

Kaynak: Okcuoğlu İbrahim. “Borçlanma Krizi ve Dünya Ekonomisinin Durumu”, ibrahimokcuoglu.blogspot.com/.../borclanma-krizi-ve-dunya-ekonomisinin.

Şekil 1.2’ye göre, dünya çapında toplam borç miktarı (kredi değerli kağıtları bazında) 1990’da 18; 2000’de 35 ve 2005’te de 59 trilyon dolar iken, 2010 yılı itibariyle 95 trilyon dolara çıkmıştır. Dünya borç miktarı yaklaşık olarak, 1990’dan 2000’e 2; 2005’e 3,3 ve 2010’a da 5,3 katı artmıştır. Dünya kamu borçlarının 2009’daki toplam miktarı, aynı yılın dünya GSMH’nin %56,8’ine; 2010’da da %59,3’üne eşit düşmektedir. Kredi değerli kağıtlar bazında borçlanma 2005-2010 arasında diğer dönemlere nazaran, zaman aralığı beş sene olmasına rağmen daha hızlı artmıştır. Bunun nedenini 2008’den bu yana devam eden mali ve ekonomik krizinde; mali sektördeki çöküşü durdurma; ekonomiyi destekleme programları çerçevesinde yapılan harcamalarda aramak gerekmektedir. Bu harcamaların hemen hemen hepsi alınan borçlarla gerçekleştirilmiştir.

Etkin borç yönetimi olmak şartıyla, borçlanmanın kriz dönemlerinde etkili bir politika aracı olduğu kabul edilmektedir. Borç yönetimi, dünyanın pek çok ülkesinde belirli kriz zamanlarında iyi bir kriz önleme aracı olmuştur. Ancak günümüzde borçlanmanın krizi önlemedeki olumlu etkilerinden daha çok onun krizi tetikleyen yönü üzerinde durulmaktadır. Mesela, Latin Amerika, Güney Asya ve Rusya krizleri sonucunda ülkelerin borç stokları artmış ve dolayısıyla borçlanma sadece bu borçların çevrilebilmesi için gündeme getirilmiştir (Meriç, 2003:13).

1.2.2.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri

Dünya üzerinde sermayenin gitgide daha da küreselleşmesi ve serbestçe dolaşım imkânının artması kriz risklerinin artmasını ve ekonomik krizlerin ortaya çıkmasını da beraberinde getirmiştir.

Finansal küreselleşmenin hızlanması ve özellikle 1990'lı yıllardan itibaren uluslararası sermayenin serbest dolaşma imkânı bulması nedeniyle Dünya'da ekonomik krizler artmıştır. Dolayısıyla, ekonomik krizler ile uluslararası sermaye hareketleri arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır (Şimşek, 2004:64).

Sermaye hareketleri doğrudan yatırım ve portföy yatırımı olmak üzere iki bölümde incelenmektedir. Doğrudan yabancı yatırım, sabit sermaye yatırımı adı altında, sermayenin kaynak ülkeden ev sahipliği yapacak ülkedeki şirket hisselerinin uluslararası yatırımcılar tarafından en az %10'unun alınması şeklinde kendini göstermektedir. Sabit sermaye yatırımlarına ek olarak doğrudan yatırımın ülkelere girişi; şirket birleşmesi veya devri, özelleştirme uygulamaları, ortak girişim, stratejik ortaklık yada devam eden faaliyetlerin genişletilmesi ile de mümkün olmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların dışında meydana gelen ve tahvil yada hisse senedine doğrudan yatırım şeklinde gerçekleşmeyen hareketliliği oldukça yüksek olan yatırımlar ise portföy yatırımı içine girmekte ve uluslararası hukuk ve ilgili ülke hukuku çerçevesinde örgütlenmiş piyasalarda işlem görmektedir. Ayrıca, IMF, opsiyonlar gibi türev ürünleri de dolaylı yatırımlar grubuna dahil etmektedir (İşeri ve Aktaş, 2005:1).

Yüksek miktarda sermaye hareketlerinin denetimsiz bir şekilde hareket etmesi finansal sistemleri krizlere açık ve kırılgan bir hale getirmektedir. Sermaye kaçıışı bir kez başlayınca, rasyonellikten uzak, ölçsüz bir panik ortaya çıkmakta, temel göstergeler bozuk olmasa bile en güçlü ekonomilerde dahil bu kaçıştan etkilenmektedir (Çalışkan, 2004:1).

Sermaye hareketlerinin serbest olmasının getirdiği riskler günümüzde gelişmiş ülkeler için pek fazla tartışılmamakta daha çok gelişmekte olan ülkeler için tartışma

konusu olmaktadır. Gelişmiş ülkeler büyük ölçüde sermaye ihraç eden ülkeler oldukları kadar uluslararası sermayeyide ithal etmektedirler (Akalm ve Uçak, 2007:255).

Uluslararası finansal sermaye hareketlerinin ekonomik etkileri konusundaki literatüre, gelişmekte olan ülkelerde birbiri ardına yaşanan krizler damgasını vurmuştur. Büyük ölçüde az gelişmiş ülkelerin kriz deneyimleri ile pekişen finansal sermaye hareketlerinin ev sahibi ülke üzerindeki etkileri şu şekilde sıralanmaktadır (Kula, 2003:144):

- Ülkeye gelen finansal yabancı sermaye yatırımları öncelikle döviz birikimi sağlamaktadır.
- Döviz birikiminin ortaya çıkardığı ithalata ve para arzındaki artışa bağlı olarak, tüketim-yatırım harcamaları artış göstermekte ve ulusal tasarruflar azalmaktadır. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış ise yurtiçi hasılayı arttırmaktadır.
- Ülkeye gelen sermaye akımlarının hızının yavaşlaması veya durması, ithalattaki artışa bağlı olarak büyük bir cari işlemler bilançosu açığına neden olmaktadır.

Krizle bağlantılı olan bütün ülkelerin taşıdığı ortak özellik, ödemeler bilançosu cari işlemler dengesi açıklarının yanında, bu açıkları aşan miktarda yabancı sermayenin söz konusu ekonomilere yönelmiş olmasından kaynaklanmaktadır. İşin ilginç yanı genel itibari ile bu ülkelerin gelişmekte olan ülkeler arasında yer alıyor olması ve ülkelere giren yatırım portföyü içerisinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızla yükselmesi gösterilebilmektedir (Erdoğan, 2006:7).

1.2.2.3. Enflasyon

Enflasyon dinamik bir olgu olup, çeşitli öğelerin birbiriyle ilişkisine dayanmaktadır. Enflasyon; para, talep, ücretler ve fiyatların birbiriyle olan ilişkisinden etkilenmekte ve bu etkileşimler sonucuda farklılık göstermektedir. Enflasyon; tam istihdam durumunda, toplam arza oranla, toplam talepteki bir fazlalıktır. Fiyatlar genel seviyesinin artması ve para değerinin düşmesidir (Aydoğan, 2004:92).

Kriz dönemlerinde, üretim ve talep azalışları birim başına düşen sabit maliyetlerin artmasına, hammadde alımlarının ve gerekli durumlarda üretimde

kullanılan ithal girdilerin azalmasına, kar marjlarının düşmesine ve rekabetin şiddetlenmesine yol açmakta, devalüasyon yaşanması ve kurlardaki dalgalanmalar nedeniyle özkaynak erimesi sorunları oluşmaktadır (Ayrıçay, 2010:175).

Bir ülkede ekonomik istikrarın sağlanması için fiyat istikrarının sağlanması oldukça önem arz etmektedir. Sağlıklı para politikalarının uygulanabilmesi için paranın başlıca fonksiyonlarının yerine getirilmesi gerekmektedir. Güçlü para birimi olmayan ülkelerde enflasyon sorunu yaşanabilmekte bu durumda ekonominin temel değişkenlerine zarar verebilmektedir (Şimşek, 2008:199).

Güçlü bir para birimine sahip olmayan ekonomilerde enflasyon ortaya çıkabilmektedir. Enflasyon ekonominin temel değişkenlerine zarar vererek geriye dönük beklentileri güçlendirmekte dolayısıyla ekonomiyi enflasyon sarmalına sokarak enflasyonun giderek kronik bir hal almasına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, diğer ülkelere kıyasla yüksek enflasyon oranına sahip ülkelerde sabit kur sisteminin uygulanması, paranın dış değerini reel olarak yükselterek, cari işlemler bilançosunu olumsuz biçimde etkilemektedir (Erdoğan, 2006:7).

1.2.2.4. Bütçe Açıkları

Hiçbir ekonomi, bünyesinde bütçe açığını barındırmak istememektedir. Çünkü bütçe açıklarının enflasyon, faiz oranları, cari işlemler açığı gibi birçok temel makroekonomik parametre üzerinde olumsuz etkileri söz konusu olmaktadır (Sağbaş, 2011:5).

Bütçe açığı, konsolide bütçe harcamaları ve bütçe gelirleri arasındaki negatif farkı ifade etmektedir. Bütçe açıklarının nedenleri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Büyüme hızının düşmesi, kamu tarafından uygulanan politikalar, bütçe harcamalarının vergi gelirlerine göre enflasyonu daha yakından takip etmesi veya harcama esnekliğinin vergi esnekliğinden yüksek olması, kamu borcunun yükselttiği faiz hadleri gelişmiş ülkelerde bütçe açıklarının nedenleri arasında sayılmaktadır. Diğer yandan, gelişmekte olan yada az gelişmiş ülkelerde bütçe açıklarına neden olan faktörler ise; iktisadi gelişme düzeyi, kamu giderleri artışı, kamu

gelirlerindeki istikrarsızlık, harcamalar konusundaki devlet denetimi ve devletin ekonomik faaliyete katılma derecesi olarak sıralanmaktadır (Yıldırım, 2005:11).

Tablo 1.3'te, kamu harcamaları, gelirleri ve bütçe dengesinin GSYİH'ye oranı karşılaştırmalı bir şekilde verilmiştir (Sağbaş, 2011:16).

Tablo 1.3. Kamu Harcamaları, Gelirleri ve Bütçe Dengesinin GSYİH'ye Oranı

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Harcamalar	27,0	24,3	23,1	23,7	23,9	28,2	25,8
1-Faiz Hariç Harcama	16,9	17,3	17,0	18,0	18,6	22,6	21,0
2-Faiz Harcamaları	10,1	7,0	6,1	5,8	5,3	5,6	4,9
Genel Bütçe Gelirleri	21,6	23,1	22,3	22,0	22,1	22,6	23,2
-Vergi Gelirleri	18	18,4	18,1	18,1	21,4	21,9	22,5
Bütçe Dengesi	-5,4	-1,1	-0,8	-1,7	-1,8	-5,5	-2,6
Faiz Dışı Denge	4,7	6,0	5,3	4,1	3,5	0,046	2,2

Kaynak: Sağbaş, İsa. 2011, “Kamu Bütçe Dengesi:2004-2010 Döneminin Ekonomik Analizi”, **Stratejik Düşünce Enstitüsü**, ss. 16. *Ocak-Eylül 2010 Dönemi.

Tablo 1.3'e göre; kamu harcamaları ile kamu gelirleri arasındaki fark olan bütçe açığını takip etmek için temel iki göstergedenden, bütçe dengesi ve faiz dışı fazladan yararlanılmaktadır. Bütçe açığının GSYH'ye oranı 2005-2008 döneminde %2'nin altına düşmüştür. Ancak küresel ekonomik kriz nedeniyle bu oran 2009'da %5,5'e çıkmıştır. 2010 yılında bütçe disiplini tekrar sağlanarak, bütçe dengesi %2,5 seviyesine düşürülmüştür. 2004-2010 döneminde faiz dışı fazla trendi de benzer şekilde olumlu bir şekilde ilerlerken, 2009 yılında %1'in altına düşmüş; ancak, 2010 yılında tekrar yükselmiş ve kriz öncesi seviyesine yaklaşma eğilimi göstermiştir.

1.2.2.5. Döviz Kuru Rejimi

Döviz kurunda yaşanabilecek istikrarsızlık ülkenin krizlere açık hale gelmesine neden olabilmektedir. Döviz kuru ekonomideki istikrarı ekonomideki istikrar da döviz kurunu etkileyebilmektedir. Döviz kuru, ücretler ve faizle birlikte ülke ekonomisini etkileyen üç önemli fiyattan birisidir. Ücret ve faiz faktör piyasalarıyla ilgiliyken döviz kuru para piyasalarıyla ilgilidir. Diğer fiyatlardan da farklılığı bulunmaktadır. Bu

farklılık döviz kurunun ulusal piyasalarla, uluslararası piyasalar arasında bir bağ kurmasından kaynaklanmaktadır. Dünyada ticaretin daha da serbestleşmesi ülkelerarası dış ticaretteki sorunlara yeni boyutlar kazandırmıştır (Kadıoğlu, 2010:11). Döviz kuru rejimlerinin krizler ile ilişkisi, kriz yaşayan ülkelerin çoğunluğunun sabit ayarlanabilir kur rejimlerini tercih etmeleri ve ani sermaye çıkışı nedeni ile kur rejiminin devam ettirilemeyip, yüksek devalüasyonlarla sonuçlanmasından kaynaklanmaktadır. Döviz kuru krizlerine ilişkin değişiklikler, ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre farklılık göstermekle birlikte, bankacılık krizleri ile ikiz krizlerin, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, sabit döviz kurlarında daha çok meydana geldiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, diğer az gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında, daha çok sermaye hareketliliğine maruz kalmaktadır. Bu nedenle, finansal kırılganlık bu ülkelerde daha fazla olmaktadır (Yanar, 2008:267). Tablo 1.4’de, döviz kuru rejim tercihinin enflasyon, büyüme, volatilité ve krizler üzerine olası etkilerinin neler olabileceği kısaca gösterilmektedir.

Tablo 1.4. Döviz Kuru Rejimleri ve Makro Ekonomik Performans

	Enflasyon	Büyüme	Volatilité	Kriz
Sabit Döviz Kuru	Para politikasının güvenilirliğini arttırarak, düşük enflasyona yol açar. Bunun yanında zayıf makro ekonomik yapı altında enflasyon “darboğaz”a neden olabilir.	İşlem maliyetini azaltarak, ticareti ve büyümeyi arttırır. Ayrıca faiz oranlarını ve belirsizliği azaltarak yatırımları arttırır.	Reel şoklar karşısında çıktıdaki volatilité artar.	Yüksek oranlı sermaye hareketliliğinin olduğu durumlarda kurlara karşı yüksek spekülâtif atak riski taşır, bankacılık sektöründe hassasiyeti arttırır.
Dalgah Döviz Kuru	Güçlü finansal sektör ve kurumsal yapılar dışarıdan sağlanacak kredibilitenin önemini azaltır.	Reel şokların absorbe edilmesi nedeniyle yüksek büyüme.	Reel döviz kurundaki hareketliliğın reel sektöre yayılması.	Döviz kuru ve bankacılık krizlerine karşı düşük risk.

Kaynak: Yanar, Rüstem. 2008, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejim Tercihinin Makro Ekonomik Performans Üzerine Etkileri”, **Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C. 7, S. 2, ss.259.

1.2.2.6. Belirsizliklerin Artması

Kriz bir mekanizmanın mevcut durumunu ve geleceğini olumsuz etkileyen, hiç beklenmeyen bir durumda ortaya çıkan ve bu nedenle önlem alınmakta geç kalınan bir durumdur. Kriz durumunun en belirgin ve gerilim oluşturan özelliği belirsizlik olmaktadır (Deniz, 2013:5).

Ekonomide yaşanan çeşitli dalgalanma dönemlerinde belirsizliklerin düzeyi daha yüksek olmaktadır. Ekonomik dengesizlikler ve enflasyonist ortamdan doğan fiyat yükselişleri, işletmelerin ve tüketicilerin satın alma gücünü azaltarak ve üretim maliyetlerini artırarak, işletmenin mali yapısında ve üretim yeteneğinde önemli olumsuzluklara neden olabilmektedir. Özellikle ekonomik belirsizlik ve istikrarsızlık ortamı oluşturan faktörler içinde yer alan enflasyon, istihdam sorunları, emisyon hacmindeki daralmalar, para piyasalarında yaşanan dalgalanmalar, döviz kuru dalgalanmaları, ithalat ve ihracat rejimindeki belirsizlikler tüm piyasalarda belirsizliklere ve dolayısıyla krize neden olmaktadır (Titiz ve Çarıkçı, 2001:205).

Belirsizlik teorisi geleceğe ilişkin beklentilerin açıklanamadığı durumlarda karar verme durumu üzerine yoğunlaşmaktadır. Bu teori gelecekteki getirilerin, olasılık dağılımları ile modellenemediği koşullarda karar almanın önemini vurgulamaktadır. Finansal krizlerin açıklanmasında belirsizlik tek faktör olmamakla birlikte zorunlu bir faktör olmaktadır. Fon sağlayanlar asimetrik bilgi dağılımını aşmaya çalışırken belirsizliğin artması, sonuç olarak yatırıma yönelecek olan tasarruf miktarının azalmasına ve ekonomik aktivitenin yavaşlamasına neden olmaktadır (Duranlar vd., 2008:4).

1.3. 2008 GLOBAL EKONOMİK KRİZİ

1.3.1. Krizin Ortaya Çıkışı ve Nedenleri

2008 yılının ikinci yarısında küresel boyuta ulaşan krizin temelini ABD’de mortgage piyasasında yaşanan sorunlar oluşturmaktadır. ABD’de ortaya çıkan ve tüm dünyayı olumsuz etkileyen emlak sektörüne ilişkin sorunların temeli, beş yıl önce bazı finansal kuruluşların kredibilitesi zayıf olan kişilere de mortgage kredisi vermeye başlaması ile atılmış ve finansal kesim, üzerine büyük bir risk almıştır (Susam ve

Bakkal, 2008:73). ABD’de başlayarak önce Avrupa’ya sonra da tüm dünyaya yayılan ekonomik kriz özellikle bankacılık sektöründe yol açtığı sorunlar nedeniyle küresel ekonomide büyük sıkıntılara neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerde başlayan ancak hızla tüm ülkelerde de etkisini gösteren kriz, gelişmekte olan ülkelere sermaye akışının azalmasına ve piyasalarda daralmaya neden olarak ülkelerin ihracat yapılarını ve büyüme oranlarını olumsuz yönde etkilemiştir (Arslan ve Bozkurt, 2010:1601).

ABD’de 2000 yılında ileri teknoloji şirketlerinin hisse senetlerinin oluşturduğu balonun patlamasının ve 11 Eylül 2001’deki saldırının paralelinde 2001 ve 2002’de yaşanan ekonomik durgunluğun bir sonucu olarak, ABD Merkez Bankası kısa vadeli gösterge faiz oranlarını düşürmeye başlamıştır. FED ekonomiyi canlandırmak amacıyla 2001’de %6,5 olan kısa vadeli faiz oranlarını 2003’e dek %1’e kadar indirmiştir. Kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesiyle birlikte bankaların kullandıkları tercihli faiz oranı ve değişken faizli ipotekli konut kredilerinde uygulanan faiz oranları da düşmüştür. Ocak 2002’de %1,14 olarak kaydedilen enflasyon oranı ise ülke tarihinin en düşük oranlarından biri olarak görülmektedir (Kutlu ve Demirci, 2011:122).

2001 yılından sonra ABD ekonomisini toparlamak için hızla indirilen faizler kredi kullanım talebini arttırmış ve artan kredi hacmi emlak fiyatlarını yükseltmiştir. Bankalar kredi kullandırdıkları zaman kredi ile alınan evleri, kredinin geri ödenmeme riskine karşı kendilerine ipotek ettirmiştir. Amerika’da ve dünyada ekonomi iyiye gitmiş, faizler inmiş, gayrimenkul fiyatları yükselmiş ve krediler geri ödenmiştir. Yani sistem sorunsuz bir şekilde işlemeye devam etmiştir. Böylece konut kredileri bol miktarda düşük gelirliler tarafından da alınmıştır. Kredi verenler buradaki yüksek karı gördükçe daha çok mortgage kredisi vermeye başlamıştır. Diğer taraftan kredi alanlar, kredileri geri ödeyemedikleri zaman gayrimenkul fiyatlarında yaşanan yükselişle birlikte satın aldıkları evleri satarak ciddi kazançlar elde etmeye başlamışlardır. Daha çok mortgage kredisi verildikçe daha çok risk alınmıştır. Kredi kuruluşları bu riskleri azaltmanın çaresini de verdikleri kredilere dayanan tahvil çıkartarak bulmuşlardır. 2006 yılının ikinci yarısından sonra, Amerika Merkez Bankasının, enflasyon artacağı korkusuyla faiz oranını yükseltmeye başlaması, sistem için çöküşün başlangıcı olmuştur. O dönemde ABD merkez bankası FED, kısa vadeli faiz oranlarını %5,25’e kadar çıkarmıştır. Faizlerin yükselmesi ile birlikte konut satış fiyatları ve kira gelirleri

de piyasa düzeyinin altına inmiş, bu krediyi kullanan düşük gelirli gruplar kredilerini düzenli olarak ödeyemez hale gelmiştir. Diğer taraftan, ABD konut sektöründe durgunluk yaşanmaya başlaması ve değişken faizli kredi kullananların aylık ödeme tutarlarında artmasında krizin büyümesine neden olmuştur (Arıkan, 2008:40-41). 2008 krizinin ortaya çıkmasında ABD ekonomisinin çok yüksek düzeyde cari açık vermesi de etkili olmuştur. ABD’de cari açığın oluşmasının nedeni, artan yatırım talebinin, iç tasarruflar tarafından karşılanamamasından kaynaklanmaktadır. Büyüyen ABD ekonomisinde, artan taleple birlikte ithalatında artması sonucu, ülkenin cari açığı hızla artmaya başlamıştır. ABD’nin cari işlemler açığı 2005 yılında 805 milyar dolar (GSYİH’nın %5,9’u), 2006 yılında 812 milyar dolar (GSYİH’nın %6’sı) ve 2007 yılında ise 738 milyar dolar (GSYİH’nın %5,1’i) olarak gerçekleşmiştir. Bu durum ABD ekonomisini daha kırılgan bir hale getirmiştir(Göçer, 2012:21). Mortgage kredi krizinin likidite krizine dönüşüm süreci Tablo 1.5’de ayrıntılı bir şekilde verilmiştir. Önce kredi şeklinde görülen kriz süreç içerisinde likidite krizine dönüşmüştür.

Tablo 1.5. Mortgage Kredi Krizinin Likidite Krizine Dönüşüm Süreci

2007 Temmuz	2007 Ağustos	2007 Eylül	2007/Q4 ve Sonrası
Subprime/Kredi Krizi	Likidite Krizi	Kredi ve Likidite krizi Devam Ediyor	
<ul style="list-style-type: none"> *Piyasalar subprime kredi ödemelerinin yapılmamasıyla şoka girdi. *Subprime kredilerine dayalı finansal ürünler tekrar değerlendirildi. *Yüksek profilli olan yatırımcılar zarar kaydetti. *Yatırımcılar riskten kaçınmaya başladı. *Kredi riskleri yeniden fiyatlandı. *Yatırımcılar nakit varlıklarını sattı. 	<ul style="list-style-type: none"> *İlk kredi sorunları sonuçlarını göstermeye başladı. *Risk iştahı azaldı. *Yatırımcılar varlığa dayalı finansman bonusu almakta isteksiz davrandı. *Kısa vadeli finansman talepleri oluştu. *Bankalar talepleri karşılamak için nakit tutmaya başladı. *3 aylık LIBOR oranları yükseldi. *Borçlanma maliyetleri etkilendi. 	<ul style="list-style-type: none"> *Likidite açığı devam etti. *Bankalar hala kısa vadeli borçlanmaya devam etti ve dönem faizlerini yükseltti. *Yeni kredi kullanıcıları için koşullar sıkılaştırıldı. *ECB, FED ve BOE gecikmeli olarak acil likidite sağladı *FED faizleri %0,5 puan indirdi. 	<ul style="list-style-type: none"> *Yüksek dönem faizleri *Spekülatif davranışlar kredi kullananları olumsuz etkiledi. *Tüketiciden kaynaklanan riskler azaldı. *Merkez bankası yardımlarını tahmin etmek kolaylaştı.

Kaynak: Demir, Faruk. Karabıyık Ayşegül. Ermişoğlu Emine. Küçük Ayhan. 2008, “ABD Mortgage Krizi”, **BDDK Çalışma Tebliği**, S. 3, ss.1.

2007 yılında ABD’de yaşanmaya başlanan finansal dalgalanma, bu ülkedeki güçlü bankacılık sistemini geçmişte yaşamadığı kadar büyük bir dar boğaza sürüklemiştir. Bankaların vermiş olduğu subprime mortgage kredilerinin geri ödemelerinde yaşanmaya başlanan problemler finansal dalgalanmalara neden olmuş, birbiriyle bağımlı olan ABD piyasalarında önemli etkiler ortaya çıkarmıştır. Ayrıca mortgage kredilerine bağlı olan menkul değerler ile bankacılık sistemi içinde kullanılan kredi türev ürünlerinin ortaya çıkarabileceği risklerin yanlış hesaplanması, yine bu gelişmelerin yanında mevcut denetleyici yapının eksiklikleri finansal kurumları olumsuz yönde etkilemiş, mortgage kredi krizi olarak isimlendirilen kriz küresel bir likidite krizine dönmüştür (Demir, vd., 2008:1).

2008 yılında ortaya çıkan ekonomik krizin nedenleri 4 başlık altında toplanabilir:

- Likidite bolluğu ve özensiz krediler,
- Menkul kıymetleştirme,
- Saydamlık eksikliği,
- Derecelendirme ve denetleyici kuruluşlar.

Kısaca krizin ortaya çıkış sebepleri; tarihsel gelişim sürecinde, uluslararası ekonomik düzenin ABD başta olmak üzere hükümetlerin yanlış ekonomi politikaları izlemelerine ve küresel dengesizliklerin oluşumuna izin vermesi, finansal piyasaların gözetim ve denetimindeki eksiklikler ve yanlışlar, karmaşık finansal ürünler yoluyla riskin yaygınlaştırılması ve piyasa sisteminin bu riskleri ölçmekte yetersiz kalması, şeklinde sıralanmaktadır (Akbay, 2011:7).

1.3.1.1. Likidite Bolluğu ve Özensiz Krediler

Global finansal kriz öncesinde, 2000 yılından 2006 yılının sonlarına kadar finansal piyasadaki likidite sürekli olarak bir yükselme göstermiştir. Bollaşan bu likiditenin karlı operasyonlara dönüştürülmesi ABD bankacılık sisteminin karşılaştığı en önemli sorunlardan biri haline almıştır. Bu operasyonların başında konut kredileri gelmektedir. Bankalar herhangi bir işi geliri veya varlığı olmayan kişilere bile kredi

vermeye başlamışlardır. Bu uygulamalar varlık fiyatlarının özelliklede konut fiyatlarının çok hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştır (Emir ve Eyüboğlu, 2010:32).

Mortgage krizi olarak ortaya çıkan durum takip eden süreçte bir likidite krizine dönüşmüştür. ABD’de 2007 yılında, finans ve sigorta, gayrimenkul, inşaat ve madencilik sektörü başta olmak üzere toplam dört sektörün büyüme hızının yavaşlamasıyla genel ekonominin büyüme hızı yavaşlamıştır. Yatırımcıların risk almadan kazanç elde etme isteği maliyeti düşük, kolay kredi imkanlarına bağlı olarak tüketicilerin yüksek oranlarda borçlanmasına ve kredilerde kontrolsüz genişlemeye neden olmuştur (Karaatlı vd., 2009:146-147).

Yaşanan küresel finansal krizin temel nedeninin, yetersiz kalan finansal düzenlemeler olduğu yönündeki görüş, ekonomi çevrelerinde kabul görmektedir. Özellikle Çin’in de içinde bulunduğu bazı Asya ülkelerinin GSYİH’lerinin yaklaşık %40’ına varan yüksek tasarruflarını dış varlıklar satın alma yoluyla değerlendirmesi krize meydan hazırlayan küresel likidite fazlasını ortaya çıkarmaktadır. Küresel likidite bolluğuda tüketici kredilerinde genişlemeye, konut ve emtia fiyatlarında ise önemli bir yükselişe neden olmuştur. Orantısız tüketici kredisi büyümesini ve gevşek risk değerlendirme sürecini teşvik eden, bilanço dışı taahhütlerin genişlemesine izin veren, riski yaymak maksadıyla uluslararası türev piyasasının kontrolsüz büyümesine izin veren ve tüketicilerin kazandıklarından daha fazla harcamasını özendiren finans düzenlemeleri krize zemin hazırlamıştır. Yetersiz finansal düzenlemelerin sağladığı esneklikle, düşük faiz hadleri, hızla yükselen konut fiyatları ve konut satın almayı özendiren vergi politikalarından cesaret bulan konut kredisi şirketleri yeterli kredibiliteye sahip olmayan kişilere, konut fiyatlarının sürekli artacağı düşüncesiyle ve bu nedenle kredi borçlarını finanse etmek konusunda sıkıntı çekmeyeceği varsayımıyla, ön ödemesiz kredi vermiştir. Bu nedenle son 10 yıl içerisinde ABD’de konut sayısı sürekli artış göstermiştir (Akbulut, 2010:51-52).

Kriz öncesi dönemde uluslararası piyasalarda likidite bolluğunun verdiği destek ve risk algılamalarının aşırı iyimser seyri sonucunda birçok ülkede banka kredilerine olan talep hızla artış göstermiş, hem hanehalkı hem de reel kesim borçluluk oranları önemli ölçüde yükselmiştir. Küresel kriz ile birlikte ortaya çıkan güven kaybı ve likidite

sıkışıklılığı, bankaların kredi verme eğilimini olumsuz bir şekilde etkilemiş, tüketim ve yatırım harcamalarında azalmalar meydana gelmiştir (Çınar vd., 2010:6).

1.3.1.2. Menkul Kıymetleştirme

Krizle ilgili öncü göstergelerden birisi de menkul kıymetleştirmedir. Menkul kıymetleştirme, kısaca nakit akışlarının bir havuzda toplanması ve yatırımcılara satılmak üzere mali bir varlık olarak menkul kıymetler üretilmesi olarak tanımlanmaktadır. ABD’de bu dönemde (2000-2006) menkul kıymetleştirme sayesinde bireyler normalden fazla kredi kullanmışlardır (Afşar, 2011:151). Başka bir ifadeyle; menkul kıymetleştirme borçlanma aracı olarak banka kredilerinin yerini alan ciro edilebilir enstrümanların gelişmiş halini ifade etmektedir. Menkul kıymetleştirme, likit olmayan aktiflerin ihraç edilebilecek ve sermaye piyasalarında alım satım yapılabilecek menkul kıymete dönüştürülmesi şeklinde de ifade edilebilmektedir (Alptekin, 2009:11).

Yüksek riskli kredilerin menkul kıymetleştirilmesi, onları bir araya getirip normal riskli kredilerle karıştırarak tek bir paket olarak satılmalarıyla yapılmaktadır. Bu durum sürekli böyle devam etmekte ve başka riskli kredilerle birleştirilerek ikinci üçüncü ve hatta dördüncü tur menkul kıymetleştirme yapılmaktadır. Bu sistem riskin birkaç banka ve organizasyon arasında dağılmasını sağlamaktadır. İkinci, üçüncü ve dördüncü tur menkul kıymetleştirme hisselerin taşıdığı riski gizlemekte, derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan değerlemelerde onlara bu konuda yardımcı olmaktadır (Gençtürk vd., 2011:195).

Menkul kıymetleştirme sayesinde, yatırımcılar yüksek bir getiri elde etme imkanı yakalamaktadır. Finansman giderleri azalmakta, bu durum nakit akışlarının daha düzenli bir hale girmesine neden olduğu için borçlanma maliyetlerinin azalmasını sağlamaktadır. Daha düşük sermaye ihtiyacı duyulmakta olup, firmaların sermaye yapılarını güçlendirmektedir. Firmaların kendi kendilerini finanse etmelerine imkân tanımaktadır. Kredi ve likidite gibi risklerin belli bir süre için dağıtılmasını, azalmasını ve şirketler için önemli bir likidite kaynağı olmaktadır. Aktif-pasif dengesizliklerini gidermekte ve düşük maliyetli fon kaynağı sağlamaktadır. Ancak bunun yanı sıra menkul kıymetleştirme; portföy kalitesini düşürme, yöntemi ve sistemi nedeniyle pahalı

maliyetleri içermeye, sık ve büyük ölçekli yapılanma gerektirme ve böylece küçük il orta ölçekli işlemler için etkili olamama, sağlıklı finansal raporlamayı önleme, kredi piyasasının denetim ve gözetim etkinliğini azaltma, ekonomideki kredi stoklarını aşırı yükseltme, ahlaki tehlike ve ters seçim sorununa neden olma gibi dezavantajları barındırmaktadır (Alptekin, 2009:12-13).

Krize götüren süreçte menkul kıymetleştirme; dolaşım kabiliyeti olmayan finansal kontratlarla dolaşım kabiliyeti kazandırılması olarak görülmektedir. Nitekim FED eski başkanı Greenspan krizin sadece kredilerden kaynaklanmadığını, asıl nedenin bu kredilerin paketlenerek tekrar satılması olduğunu ifade etmektedir (Gökgöz, 2012:316).

Krizin bu kadar derinleşmesi ve ABD'yi aşarak küresel boyut kazanması esas itibariyle menkul kıymetleştirme yoluyla olmuştur. Menkul kıymetleştirme ile riskin aktarımının kolaylaşması sayesinde bu durum krizin temel nedenlerinden biri olmuştur. Sonuç olarak, konut kredisi kullandıran bir banka, kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek bunları kısmen veya tamamen bir mortgage kuruluşuna satmakta, bu mekanizma da kriz durumunda mali sistemi son derece kırılgan bir hale getirmektedir. Öyle ki bazen kredi ödemelerinde meydana gelecek bir aksama, hem krediyi kullandıran bankayı hem de menkul kıymeti satın alan mortgage kuruluşunu zarara uğratmaktadır (Alantar, 2009:5).

1.3.1.3. Saydamlık Eksikliği

Gelişmiş ülkelerde ve özellikle ABD'de neredeyse birbirinden ayrı her fonksiyon için ayrı bir mali kurum ve mali araç oluşturulmuştur. Bu kurum ve araçlar birbiri ile bağlantılı ve karışık birçok ilişkiye sahiptir. Örneğin; faiz haddi türev piyasaları forward swap işlemlerinden dalgalı swape kadar birden çok finansal araç sunmaktadır. Finansal piyasalardaki bu araç ve kurumsal yapının anlaşılmasında önemli zorluklar bulunmaktadır. Sıradan yatırımcılar hergün değişen, yenileşen ve farklılaşan finansal araçları takip edememektedir. Dolayısıyla finansal piyasalarda ciddi bir saydamlık sorunu ortaya çıkmaktadır (Korkmaz ve Tay, 2011:119). Finansal araçların karmaşıklığı dışında saydamlığı etkileyen diğer bir olgu "asimetrik bilgi" olgusu

olmuştur. Bu durumda, bilgi yatırımcılara, firmalara ve diğer aktörlere farklı hızlarla ve farklı şekillerde ulaşmaktadır. Yapılan araştırmalara göre saydamlık arttıkça finansal kriz riski azalmaktadır. Yapılan araştırmalarda gelişmekte olan ülkelerde saydamlığın daha az olduğu belirtilmiştir. Fakat 2008 küresel krizi gelişmiş ülkelerde ortaya çıkmıştır. Bu krizde kreditorlerin ne çeşit varlıklara sahip oldukları, bu varlıkların değerinin ne olduğu hatta bunların muhatabının kimler olduğu yeterince şeffaf olarak belirlenmemiştir. Sonuçta büyük türev varlıkları bünyesinde barındıran Lehman Brothers gibi firmaların iflasları sonucu ortaya çıkan riskin hesaplanması ve analiz edilmesi zorlaşmıştır (Alantar, 2008:3-4).

Mortgage piyasası, kredinin düzenlendiği birincil piyasalar ile bu kredilere dayalı menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ikincil piyasalardan oluşmaktadır. Bu piyasanın, yatırım bankalarından serbest fonlara, bireysel yatırımcıdan kurumsal yatırımcıya kadar çok çeşitli yatırımcısı bulunmaktadır. Subprime kredilerin özü gereği riskli krediler grubunda yer almasına karşın, bu riskler yokmuş gibi davranılarak bu tür kredilerin kullanılmasıyla sistem sorun çıkarmaya başlamıştır.

1.3.1.4. Derecelendirme ve Denetleyici Kuruluşlar

Bankalarla ve diğer mali kuruluşlarla ilgili notlar veren rating kuruluşları bu firmalar tarafından finanse edilmektedir. Durum böyle olunca derecelendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme kabiliyetleri azalmaktadır. Diğer yandan derecelendirme kuruluşları firmaların finansal problemlerini her zaman tespit edememektedir. Bazen de sorunu kısmen veya çok gecikmeli olarak görebilmektedir. Son finansal kriz öncesinde de derecelendirme kuruluşları çok etkin çalışmamıştır. Ancak finansal kriz başladıktan sonra kredi notları düşürülmüştür (Korkmaz ve Tay, 2011:119).

Kredi derecelendirme kuruluşları asimetric bilgiyi engellemek için sistemde yer almaktadır. Mortgage piyasalarında ürünlerin fiyatlanması konusunda en büyük sorumluluk kredi derecelendirme kuruluşlarına düşmektedir. Kredi notları, risk-getiri düzeyinin belirlenmesinde tüm finansal aktörler için referans olmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının gelirlerini tahvil ihraç eden kurumlardan sağlamaları ve

hizmetleri karşılığında yüksek ücret almaları, verdikleri hizmet kalitesinin sorgulanmasına neden olmaktadır. Bu menkul kıymetlerin sorunsuz krediler gibi derecelendirilmesi yatırımcı iştahlarını artırmış ve risklerin yayılmasına yol açmıştır. Neticede bireysel yatırımcıdan serbest fonlara kadar birçok yatırımcı aktifine mortgage kredilerine dayalı finansal araçları dâhil etmiştir (Öztürk ve Gövdere, 2010:385).

ABD bankacılık sisteminde birincil otorite olan ABD Merkez Bankası (FED), tasarruf kurumları, yabancı bankaların şube ve acentelerini düzenleme ve denetim yetkisini, Para Denetim Kurumu (OCC), Federal Mevduat Sigorta Şirketi (FDIC) ve ABD Tasarruf Kuruluşları Denetim Kurumu (OTS) ile birlikte kullanmaktadır. Bununla birlikte ulusal bankalar sadece OCC'nin, yatırım bankaları ve holding bankaları sadece FED'in, tasarruf bankaları ile tasarruf ve kredi birlikleri sadece OTS'nin denetimindedir. Bu yapı içerisinde yabancı bankaların temsilcilikleri ile şube ve acentelerinin farklı otoritelere tabi olmakla birlikte şube ve acentelerinde eyalet ve merkezi hükümet lisanslı olma durumlarına göre yeniden farklı bir yapıda düzenleme ve denetime tabidir. Aynı şekilde eyalet bankalarının üye olan ve olmayan bankaları da farklı otoritelerin sorumluluğundadır (Akbulut, 2010:55).

1.3.2. 2008 Krizi ve Uygulanan Politikalar

Küresel kriz kendini göstermeye başladığı ilk anda ülkeler krize karşı faiz silahını kullanmıştır. Faiz oranlarını düşürmek birçok ülkede yetersiz kalmış ve krize karşı ülkeler kurtarma paketi açıklamak zorunda kalmışlardır. Ülkeler bankacılık kaynaklı krize karşı sadece para politikaları ile cevap verememiş ek olarak maliye politikalarında uygulamışlardır (Karagöz, 2009:13).

Amerika Birleşik Devletleri 2008 küresel finansal krizin merkezini teşkil etmektedir. Bu nedenle krize karşı önlem paketlerini açıklayan ilk ülke olmuştur. 2009 yılının Ocak ayında 819 milyar dolarlık kurtarma paketi hem senatonun hem de temsilciler meclisinin onayını almıştır. Daha sonra Beyaz Saray, paket programın son şeklini 789 milyar dolar olarak belirlemiştir. Paket program taşıdığı özellik bakımından Amerikan tarihinde bir öneme sahiptir. Bunun nedeni, 1929 bunalımı sonrasında

uygulanan New Deal uygulamalarından bu yana en yüksek hacimli kurtarma paketi olması ve bir paket programın tümüyle kabul edilmesidir (Karagöz, 2009:13).

Programın genel hatları; ekonomiyi modernize etmek, sağlık ve eğitim alanlarına yatırım yaparak istihdamı artırmaktır. Yasanın üçte ikisi harcamalar, üçte biri vergi kesintilerinden oluşmaktadır. Ayrıca, çocuk bakım merkezleri ve üniversiteler için 150 milyon dolarlık bütçe ayrılmıştır. Bunlara ek olarak, mortgage kredilerine devlet garantisi getirilmesi, zor durumlarda bankalara el koyulması, gibi önlemler getirilmiştir (Karagöz, 2009:13).

ABD Hazinesi Şubat ayında bankacılık sistemini içinde bulunduğu durumdan kurtarmak için yaklaşık olarak 2 trilyon dolar değerinde yeni bir plan hazırlamıştır. Plana göre; kaynak ikiye bölünecek ve 1 trilyon dolar değerinde bir fon oluşturularak bunu da bankaların aktiflerindeki kötü varlıkları satın almak için kamu ve özel sektör arasında işbirliği oluşturmak için kullanılacaktır. Tüketici kredilerini canlandırmak için de 1 trilyon dolarlık bir kaynak sağlanacaktır (Erdönmez, 2009:96).

İngiltere hükümeti kriz için açıkladığı ekonomi paketi, küçük ve orta ölçekli şirketlere kredi ve sermaye yardımı şeklinde olmuştur. 500 milyon sterline kadar cirosu olan firmalara 10 milyar sterlin sermaye, 20 milyar sterline kadarda kısa vadeli kredi temin edilebilecektir. 25 milyon sterline kadar cirosu olan firmalara 1,3 milyar sterline kadar banka kredisi sağlanması için garanti sağlanacaktır (Erdönmez, 2009:95).

Almanya'da krizin etkilerini silebilmek için ilk paket 5 Kasım 2008'de çıkarılmıştır. Paketin değeri 31 milyar Euro (400 milyar dolar) dur. İlk paket, sanayideki desteklere ve vergi teşviklerine odaklanmıştır. 17 Ocak 2009'da ise 50 milyar Euro değerinde ikinci bir kurtarma planı açıklandı ve bu paket ise daha çok istihdam desteği, otomotiv sektörünü kuvvetlendirmek ve daha fazla vergi kesintilerini içermektedir (Karagöz, 2009:14).

Çok sayıda AB üyesi ülke de 2008 yılında Komisyon'un da onayıyla devlet destekli kurtarma planlarını açıklamıştır. Kurtarma paketi oranları ülkeler arasında farklılık göstermekle birlikte, İrlanda 400 milyar, Avusturya 100 milyar, İspanya 30

milyar, İtalya da 20 milyar Euro civarında kurtarma paketi açıklamıştır. Ayrıca, birçok ülkede bankalarda mevduatı bulunanlara 30 bin Euro ile 100 bin Euro arasında güvence vermiştir (Kadıoğlu, 2010:60).

Rusya ise; düşen emtia fiyatlarından ve uluslararası sermaye hareketlerinden fazlaca etkilenmiştir. Rusya'nın krize karşı aldığı ilk önlemler arasında ise bankalara yönelik yasa çıkarmak olmuştur. Bu yasada bankaları korumak için Merkez Bankası, hisse senedi alma ile yetkilendirilmiş ve kredi kurumlarına yönelik korumacı rezervler artırılmıştır (Karagöz, 2009:17).

Japonya, kredi çatlağı ile deflasyon sarmalına giren ekonomiyi canlandırmak için 10 trilyon yenlik (100 milyar dolar) paket programı açıklamıştır. Yeni harcama planı, sonbaharda kararlaştırılan 12 trilyon yenlik destekleyici bütçeyi hemen hemen ikiye katlayacaktır. Paketle birlikte, ordudaki düzensiz işçilerin koşulları iyileştirilecek, para sıkıntısındaki küçük işletmeler desteklenecek, bölgesel ekonomiler canlandırılacak ve sağlık hizmetleri gibi kamusal hizmetlere destek arttırılacaktır (Karagöz, 2009:18).

Çin de ekonomiyi büyütmek ve iç talebi artırmak için, 2008 yılı Kasım ayında 2010 sonuna kadar 10 alanda toplam 4 trilyon yuan (585 milyar dolar) yatırım yapacağını açıklamıştır. Yatırım yapılacak 10 alan; küçük gelirli konut, yerel altyapı, tren yolu-otoyol ve havaalanlarını içeren altyapılar, sağlık-kültür-egitim, ekolojik çevre, bilim ve teknolojide yenilik ve sanayi yapısını artırma, deprem sonrası yeniden inşaat, kentsel ve kırsal oturanlar için gelirlerini arttırma, katma değer vergisinde reform, ekonomik büyümeyi desteklemede finansal sistemi geliştirmek olarak açıklanmıştır (Karagöz, 2009:19).

2008 ekonomik krizi Türkiye ekonomisini de önemli ölçüde etkilemiştir. Krizin etkisini azaltmak için maliye politikası alanında çeşitli tedbirler alınmıştır. Bu tedbirleri şu şekilde sıralayabiliriz (Mutlu ve Polat, 2012:61-62):

- Vadesi gelen vergi alacaklarının ertelenmesi ve taksitlendirilmesi (%3 faizle).
- Hisse senedi alım satımlarında elde edilen kazançlara uygulanan stopaj oranının sıfıra indirilmesi.

- Varlık barışı uygulamasının süresi uzatılarak yurt dışındaki varlıkların yurt içine getirilmesi.
- Tescili silinecek veya hurdaya çıkarılacak eski model motorlu araçlar için vergi ve ceza affı uygulaması.
- KOBİ'lerin kanunda belirlenen şartları gerçekleştirmeleri şartıyla, KOBİ'lere kurumlar vergisi muafiyeti ve indirim uygulanarak KOBİ birleşmeleri teşvik edilmiştir.
- Serbest bölgelerin tanım ve kapsamını yeniden düzenleyip, Gümrük Kanunu ile uyumsuzlukları giderilmiş, AB'ye tam üyeliğin gerçekleştiği tarihi içeren vergilendirme döneminin sonuna kadar serbest bölgenin kullanıcılarına vergi avantajları getirilmiştir.
- Tarımsal desteklerden mal ve hizmet alımlarından ve yatırımlardan kesintiler yapılarak bu gelirlerin sosyal sigorta prim indirimlerinde, alt yapı yatırımlarında, belediyelere yapılacak transferlerde kullanılması amaçlanmıştır.
- Geliri azaltıcı veya erteleyici önlemlerin kamu açıklarını arttırıcı etkisini kısmen azaltabilmek için, tarımsal destekleme ödemelerinin birim fiyatlarında kısıtlamalar yapılmıştır.
- Konut, işyeri ve dayanıklı tüketim malları satışlarındaki düşüşü önlemek için geçici olarak KDV, ÖTV, diğer vergi ve harçlarda indirim uygulanmıştır. Bu indirimler şöyledir; ÖTV %15'den %5'e, Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu kesintisi oranı %15'den %5'e, yeni ve yüz ölçümü 150 m²' nin altındaki konutların satışında KDV oranı %18'den %8'e düşürülmüştür.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ise krizi önlemek amacıyla çeşitli para politikaları uygulamıştır. Bunlar şu şekildedir (Erdönmez, 2009:96-97):

- Merkez Bankası, uluslararası piyasalardaki belirsizlikler ortadan kalkıncaya kadar Döviz ve Efektif Piyasaları döviz repo piyasasındaki aracılık faaliyetlerine 9 Ekim 2008 tarihinden itibaren yeniden başlanmasına karar verildiğini açıklamıştır.
- Merkez Bankası, döviz repo piyasasında işlem limitlerini 23 Ekim 2008 tarihinden itibaren iki kat artırarak 10,8 milyar dolara yükseltmiştir.

- Merkez Bankası, 21 Kasım 2008 tarihinden geçerli olmak üzere, döviz repo piyasasında TCMB'den yapılacak borçlanmaların vadesini 1 haftadan 1 aya çıkarmıştır.
- Merkez Bankası, bankaların zorunlu karşılık oranlarını düşürmüştür. Buna göre; Merkez Bankası bankaların zorunlu karşılık oranlarını Türk parası yükümlülüklerinde değiştirmeyerek %6'da bırakırken, yabancı para yükümlülüklerinde %11'den %9'a çekmiştir.
- Merkez Bankası, yaşanan küresel krizin reel sektör üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla da ihracat reeskont kredisi limitini 500 milyon dolar artırarak 1 milyar dolara yükseltmiştir.

1.3.3. 2008 Krizinin Sonuçları

Dünya ekonomileri her geçen gün artarak birbirine bağımlı bir hal kazanmaya başlamıştır. Bu nedenle, küresel finans piyasalarında ortaya çıkan krizden gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ciddi boyutlarda etkilenmekte ve bu etkilenme derecesi ülkeden ülkeye farklı olsada toplam ticari daralmadan en çok ihracata dayalı büyüyen ekonomiler etkilenmiştir. 2008 yılının 4. çeyreğinde, krizin kaynağı olan ABD ekonomisi %6,4 oranında gerilemiş, Japonya ise %12,4 oranında küçülmüştür ve aynı durum Almanya ve Fransa'nın dahil olduğu Avrupa Para Birliği için de geçerli olmuştur (Yılmaz, 2009:4).

Sanayi üretiminde ciddi bir düşüş meydana gelmiştir ve bu düşüşten en çok zarar gören gelişmiş ülkelerden Japonya ve Güney Kore, gelişmekte olan ekonomilerden Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Malezya, Polonya ve Türkiye olmuştur. Türkiye hem işsizlik hem de ihracat ve sanayi üretimindeki düşüş nedeniyle krizden en çok etkilenen ülkeler arasında yer almıştır. Dünya sıralamasında işsizlik artışında Güney Afrika, Polonya ve Türkiye ilk üç içerisinde yer alırken Çin, ABD ve Avro bölgesi tehlikeli alanda yer almaktadır. Dünya devi firmaların batması ve üretime ara vermesi işsizlik oranında büyük oranda artışlara yol açmıştır. 2009 yılının Mart ayı itibari ile işsizlik ABD'de %8.9, Japonya'da %4.8, Çin'de %9, Mısır'da %9.4, Güney Afrika'da %23.5, Polonya'da %11,2 ve Türkiye'de %16.1 düzeyine kadar çıkmıştır. İhracatta yaşanan kayıplarda ise Japonya ve G. Kore başı çekmekte onları Avro bölgesi, Brezilya,

Güney Afrika, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Meksika ve Türkiye takip etmektedir. Parası en fazla değer yitiren ülkeler, yüksek cari açılara ve düşük büyüme rakamlarına sahip olan ülkeler olmuştur. Kriz zamanında parasında en fazla devalüasyon yaşayan ülkeler arasında Polonya, Avustralya, Meksika, Brezilya, Rusya, Endonezya, Türkiye, Macaristan ve İngiltere yer almaktadır. Rusya gibi cari açığı olmadığı halde, büyük bir devalüasyona maruz kalan ülkelerin ise sabit kur rejimi uyguladıkları gözükmektedir. Bunun nedeni emtia fiyatlarının düşmesiyle kırılmanın artmış olması olarak gösterilmektedir. Ayrıca kriz nedeniyle dünyada bozulan dengelerin başında bütçe açıkları yer almaktadır. En fazla bütçe açığı veren ülkelerin başında ABD, Japonya, İngiltere, Rusya, Hindistan, Malezya ve Mısır gelmektedir (Öztürk, 2009:39-41).

Küresel finansal krizin sonuçları, konut fiyatlarında düşüş, işsizlik oranlarında artışlar, büyüme oranlarındaki düşüşler ve enflasyonist etki olmak üzere dört başlık altında toplanmaktadır.

1.3.3.1. Konut Fiyatlarında Düşüş

Konut fiyatlarında meydana gelen yükselme nasıl küresel finansal krizin nedenlerinden birisi ise konut fiyatlarının düşmeside bu krizin sonuçları arasında yer almaktadır. Konut kredilerinin geri ödenmemesi piyasada bir kısır döngü oluşmasına neden olmuştur. Daha fazla ödenmeyen kredi, daha düşük konut fiyatlarına yol açmıştır. 2001-2007 yılları arasında %90 artış gösteren konut fiyatları sonrasında düşüşe geçmiştir ve bu düşüş halen devam etmektedir. İngiltere için de aynı durumdan söz edilmektedir (Alantar, 2008:5).

1.3.3.2. İşsizlik Oranlarında Artışlar

İşsizlik göstergeleri bir ülkenin ekonomisinin gidişatı hakkında önemli bir araçtır. Ekonomide yaşanan olumlu gelişmeler, istihdam oranlarına yansımakta ve işgücü piyasasında da olumlu gelişmeler yaşanmaktadır. 2008 küresel finansal krizin etkileri tüm dünyada, özellikle işsizliğin yükselmesi ile daha net görülmektedir. Kriz sadece işsizliği artırmamakda aynı zamanda işsizlerin iş bulma süresinide uzatmaktadır (Boztaş, 2012:60-61). Küresel kriz işsizlik oranlarında önemli ölçüde artırmıştır. Özellikle ABD ve gelişmiş ülkelerde işsizlik oranlarında artış yaşanmıştır. Türkiye’de

2007 yılında büyümede yaşanan yavaşlama ile birlikte istihdam artışında hız kaybetmiş, bunun sonucunda da işsizlik oranı yatay seyretmiştir. Küresel finansal krizin etkilerinin hissedilmeye başlamasıyla birlikte 2008 yılı ikinci çeyreğinden itibaren işsizlik oranı artış göstermiştir (Ceritoğlu vd., 2012:5).

Tablo 1.6. İşsizlik Oranları (%)

ÜLKELER	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
ABD	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3	9,7
AVRUPA BİRLİĞİ (AB)	8,9	8,2	7,2	7	8,9	10
JAPONYA	4,4	4,1	3,8	4	5,1	5,1
RUSYA	7,6	7,2	6,1	6,4	8,4	7,5
TÜRKİYE	10,3	9,9	10,2	11	14	11

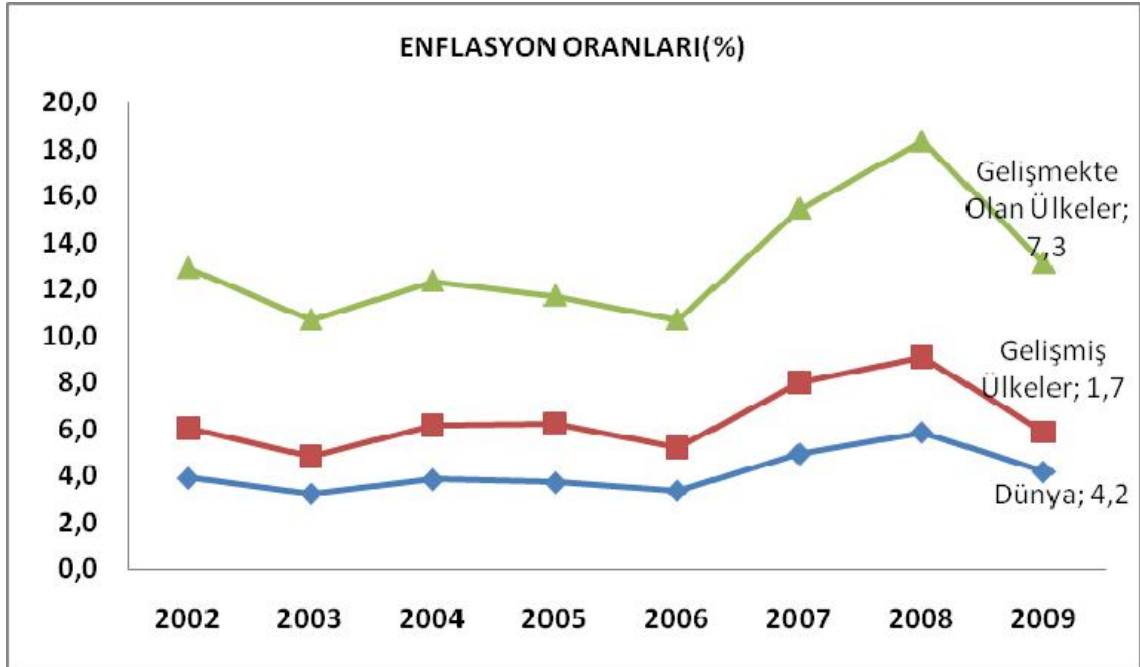
Kaynak: Işık, Nihat. Onur Ceylan. 2010, “Küresel Krizin İstihdam Üzerindeki Etkileri: Karaman İli Örneği”, **Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, C.12, S.19, ss.109. *İlk sekiz aya ait rakam.

Tablo 1.6’da seçilmiş ülkelerin işsizlik oranları yer almaktadır. ABD’de 2005-2008 yılları arasında %5,1 ile 5,8 arasında seyreden işsizlik krizinde etkisiyle 2009 yılında %9,3’e çıkmış 2010’da ise %9,7 civarında gerçekleşmesi beklenmektedir. AB’de 2005 yılından itibaren düşüş göstermeye başlayan işsizlik 2008 yılında %7’ye kadar gerilemiş fakat krizin başlamasıyla 2009 yılında %27 artış göstererek %8,9 olmuştur. Japonya’da ise kriz öncesinde işsizlik %4 civarlarında iken krizle birlikte 2009 yılında %5,1’e yükselmiş, 2010 yılında ise bu seviyede süreceği tahmin edilmektedir. Rusya göz önüne alındığında, 2005 yılında %7,6 olan işsizlik oranının 2008 yılında gerileyerek %6,4 olarak gerçekleşmiş, krizle birlikte artış gösteren işsizlik 2009 yılında %8,4 olmuş, 2010 yılında ise %7,5 olarak gerçekleşmesi tahmin edilmektedir. Ülkemiz krizden öncede yüksek işsizlik oranlarıyla göze çarpmaktadır. 2005 yılında %10,3 olan işsizlik 2008’de %11’e yükselmiş ve izleyen yılda ise %14 gibi oldukça yüksek bir seviyeye çıkmıştır. 2010 yılında işsizlik oranının tekrar kriz öncesine döneceği tahmin edilsede işsizlik ülkemiz için kronik bir şekilde yıllardır yüksek seyretmeye devam etmektedir.

1.3.3.3. Enflasyonist Etki

Küresel finansal kriz, makroekonomik göstergelerden enflasyonda olumlu algılanabilecek etki oluşturmuştur. Gelişmiş ülke finansal piyasalarından başlayarak 2008 yılı son çeyreğinden itibaren tüm dünya ülkelerini kapsayacak şekilde derinleşen kriz, hem talep hem de maliyet bazlı aşağı baskı sonucu bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de enflasyon oranını azaltıcı etki meydana getirmiştir (Aras, 2010:100). Yıllık bazda enflasyondaki yükselme Ekim 2008'e kadar devam etmiş fakat Kasım ayından itibaren tekrar düşüşe geçmiştir. 2008 yılı sonunda ise yıllık TÜFE enflasyonu %10,1 olarak gerçekleşmiştir. Döviz kurları yüksek seviyesini korumasına karşın, 2009 yılı ilk beş ayında enflasyondaki düşüş hız kazanmış ve yıllık TÜFE artışı Mayıs ayı sonunda %5,2'ye gerilemiştir. Bu düşüşün gerçekleşmesinde, başta ham petrol olmak üzere uluslararası piyasalarda temel mal fiyatlarındaki hızlı düşüş ve ihracat ile iç tüketimdeki düşüş etkili olmuştur (Yükseler, 2009:20).

Tablo 1.7. Enflasyon Oranları



Kaynak: Alantar, Doğan. 2009, “Küresel Finansal Kriz ve Türkiye’nin Makroekonomik Göstergelerine Etkisi”, **Bütçe Dünyası Dergisi**, C.3, S.31, ss.8.

Tablo 1.7’de görüldüğü gibi enflasyon oranları kriz öncesinde yükseliş gösterirken kriz zamanında piyasalarda yaşanan daralmalar nedeniyle tekrar düşüşe geçmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyon oranları da görülmüştür.

1.3.3.4. Büyüme Oranlarındaki Düşüşler

Küresel mali krizin etkileri 2008 yılının son çeyreğinden itibaren kendini göstermeye başlamış, dünya ekonomileri üzerindeki etkisi çok hızlı ve yıkıcı olmuştur. Artan belirsizlik ortamı kredi mekanizmasının çalışmasını etkisiz bir hale getirmiş, bu durum reel kesimin borçlanma imkanlarını sınırlarken borçlanma maliyetlerini de artırmıştır. Dünya ekonomilerinde büyüme oranları hızlı bir şekilde gerilemiş, sanayi üretimi büyük ölçüde daralıp istihdam oranları hızlı bir şekilde düşmüştür (Yılmaz, 2009:3). Konut kredisi kaynaklı krizler sonrası iyileşmenin bankacılık ve hisse senedi krizlerine göre daha fazla zaman almaktadır. Bu nedenle büyüme oranlarının tekrar yükselişe geçmesi zaman almıştır.

Türkiye ekonomisi krizin etkisini özellikle 2008 yılının son çeyreğinde olumsuz hissetmiş ve bu çeyrekte yaşanan %7’lik daralma ile 2008 yılı sadece %0,7’lik bir büyüme oranı ile kapatılabilmektedir. 2009 yılı krizin etkilerinin çok yoğun hissedildiği bir yıl olmuş, ülke ekonomisi krizin başladığı 2008 yılına göre %4,7 oranında küçülmüştür. 2010 yılı ise Türkiye ekonomisinin küresel krizin etkilerini atmaya çalıştığı bir yıl olmuş ve uygulanan politikalar ile ekonomide bir istikrar sağlanmış olup 2010’un ilk çeyreğinde ekonomik büyümedeki artış oranı %11,7 ikinci çeyrekte %10,3 üçüncü çeyrekte %5,5 ve son çeyrekte %9,2 olarak gerçekleşmiş ve yılı %8,9 büyüme oranı ile tamamlamıştır (Taban, 2011:4).

Gelişmiş ekonomilerde 2008’de %0,5 gerçekleşen büyüme oranı 2009 yılında küresel finansal krizin de etkisiyle %-3,2’ye gerilemiştir. 2010 yılında ise %2,1 oranında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde de aynı durum yaşanmış büyüme oranlarında önemli düşüşler olmuştur. 2008’de %6,1 olarak gerçekleşen büyüme oranı 2009 yılında %2,1’e gerilemiş 2010 yılında ise %6 oranında büyüme gerçekleşmesi beklenmektedir. Euro Bölgesinde 2008’de %0,6 oranında gerçekleşen büyüme oranı 2009 yılında %-3,9 oranında gerilemiştir. 2010 yılı beklenen

yıllık büyüme %1 olmasına karşılık bunun daha da düşebileceği tahmin edilmektedir (İncekara, 2009:1).

Küresel krize rağmen, 2009 yılında da büyüme gösteren dünyanın en kalabalık ülkesi Çin, 2010 yılında da %10,3 oranı ile büyümeye devam etmiştir. Gelişmiş ülke ekonomilerinden en fazla büyümeyi 2010 yılında %4,3 oranı ile Japonya gerçekleştirmiştir. Böylelikle iki büyük Asya ülkesi, her iki ülke grubunda da büyüme anlamında birinci sırada yer alarak krizden fazla etkilenmeme konusunda dikkatleri üzerine çekmiştir (TOBB, 2010:3).

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIM FONLARI

2.1. YATIRIM FONLARI HAKKINDA GENEL BİLGİLER

2.1.1. Yatırım Fonunun Tanımı

Yatırım fonunu tanımlamadan önce portföy kavramının ortaya konulmasında yarar bulunmaktadır. Portföy geniş anlamıyla kişi yada kuruluşların sahip oldukları varlıkların bütünüdür. Sermaye piyasaları kapsamındaki portföy ise yatırım araçları ve kıymetli madenlerden oluşmaktadır.

Yatırım fonları, güvenilir kişi veya kişilerle profesyonel yönetim ilkesine dayanan ve menkul kıymetler portföyünün ortaklık namına fon sözleşmesine göre yöneten kuruluşlar şeklinde tanımlanmaktadır (Apak, 1995:56).

Genel anlamda yatırım fonları; yatırımcılara ait küçük miktardaki tasarrufları, katılım belgeleri karşılığında bir araya getirerek, para ve sermaye piyasasının fon ihtiyacının karşılanması amacıyla sisteme dahil eden kuruluşları ifade etmektedir (Arslan ve Arslan, 2010:5).

Diğer bir tanıma göre ise yatırım fonları, halktan topladıkları para karşılığı, hisse senedi, tahvil/bono, özel sektör borçlanma araçları, ters repo gibi sermaye piyasası araçlarından ve altın ile diğer kıymetli madenlerden oluşan portföyleri yönetmektedir. Her bir yatırımcı, fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma payını satın alarak fona katılmaktadır (SPK, 2010:5).

Yatırım fonları pek çok küçük yatırımcı için önemli bir yatırım aracı olmakla birlikte söz konusu fonlarda toplanan kaynaklar profesyonel yöneticiler tarafından çeşitli finansal araçlara yatırılarak değerlendirilmektedir. Profesyonel olarak yönetilen fonlar arasında yatırım fonları, emeklilik fonları, üniversite eğitim fonları gibi araçlar bulunmaktadır (Karatepe ve Gökgöz, 2007:76).

Yatırım fonları, daha likit olması ve profesyonel yönetim gibi avantajlar sağlaması nedeniyle özellikle küçük yatırımcılar için çekici ve kullanışlı bir hale gelmektedir. Bu nedenle yatırım fonlarının portföy büyüklükleri her yıl giderek artmaktadır (Gökgöz ve Günel, 2012:4). Ayrıca dünya sermaye piyasalarında özellikle bireysel yatırımcılar, piyasalara doğrudan girmek yerine, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve profesyonel portföy yönetim şirketleri aracılığıyla işlem yapmayı tercih etmektedir. Özellikle gelişmiş ekonomilerin sermaye piyasalarında yatırım fonlarının önemli bir yeri olduğu görülmektedir.

2.1.2. Yatırım Fonlarının İşleyişi ve Özellikleri

Yatırım fonları, genel olarak inançlı mülkiyet esasına göre oluşturulmaktadır. Ayrıca anonim şirket şeklinde de kurulabilmektedir. Türkiye’de ise yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına göre oluşturulmaktadır.

İnançlı mülkiyet esasında tasarruf sahipleri, birikimlerini, katılma belgesi satın alarak güvendikleri fon yönetimine vermektedir. Halka arz yönteminde ise yatırım fonlarının katılma belgelerinin halka arzı yöntemiyle toplanan paralarla fon kurulmaktadır. Buna avans yöntemide denilmektedir.

Yatırım fonları aracılığıyla gerçekleştirilen yatırım ilişkisi, ülkeden ülkeye farklılık arz etmekle birlikte, genel olarak dörtlü bir yapı içerisinde gerçekleştirilmektedir. Bu yapıyı meydana getiren unsurlar; kurucu, yönetici, saklama kuruluşu ve tasarruf sahiplerinden oluşmaktadır (Kılıç, 2002:6):

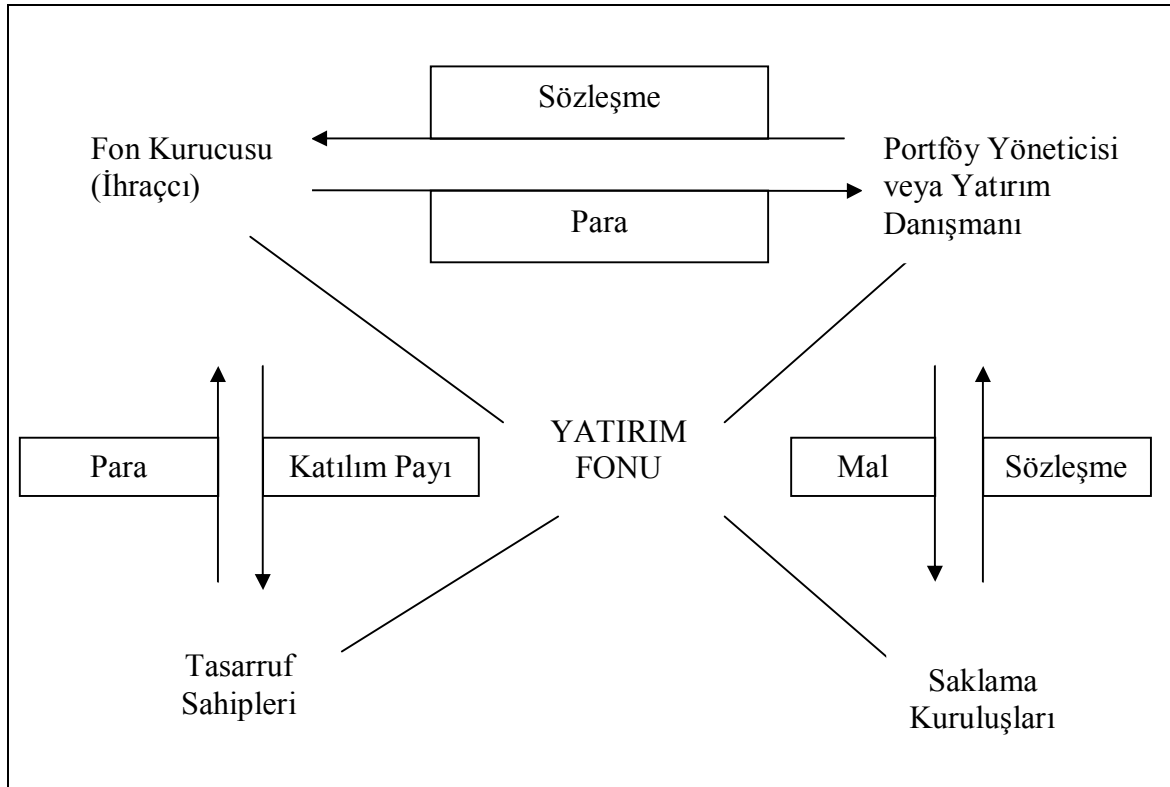
Kurucu, bir yatırım fonu kurarak bu fona iştiraki sağlayan katılma belgelerini tasarruf sahiplerine arz eden ve fonun bütün işleminden dolayı ortaklara ve düzenleyici kurumlara karşı sorumlu olan kuruluşları ifade etmektedir.

Yönetici, kurucu tarafından atanan ve fonun varlıklarını fonun amaçlarına uygun bir şekilde yönetmekle sorumlu olmaktadır. Portföy yöneticisinin kurucudan bağımsız olarak belirlenmesi ile kurucunun değil, fona katılan tasarruf sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda yönetilmesi amaçlanmaktadır.

Saklama kuruluşları ise fonun portföyünde bulunan varlıkları saklamak ve bu varlıklara bağlı olarak ortaya çıkan faiz ve temettü gibi gelirleri tahsil etmektedir. Aynı zamanda bu tüzel kişiler, portföy yöneticisinin verdiği direktifler doğrultusunda portföydeki menkul kıymet hareketlerini yürütmektedir.

Tasarruf sahipleri, fona iştirak eden gerçek veya tüzel kişilerden meydana gelmektedir. Bunlar, ilgili fonun sahip olduğu portföyü temsil eden hisseleri veya ülkemizdeki adıyla katılma belgelerini satın alarak fona ortak olmaktadır.

Bu açıklamalar çerçevesinde tipik bir yatırım fonunun işleyişi şekil 2.1'de gösterilmektedir.



Şekil 2.1. Tipik Bir Yatırım Fonunun İşleyişi

Kaynak: Dağlı, Hüseyin. 2000, **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, Trabzon: Derya Kitabevi. ss.34.

Yatırım fonlarının özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Kılıç, 2002:23);

- Yatırım fonları, buldukları piyasalarda kolektif yatırım kuruluşları olarak, “Kurumsal Yatırımcı” kimliği ile faaliyette bulunmaktadır.
- Kurumsal yatırımcılar, küçük yatırımcıların tasarruflarını toplayarak, kabul edilebilir risk, getiri maksimizasyonu ve vade uyumu amaçlarına yönelik olarak uzmanlaşmış finansal kuruluşlardır.
- Yatırımcı fonları, yatırım tercihlerini orta ve uzun vade şeklinde oluşturmakta ve kaynakların verimli alanlara yönelmesini sağlayarak, ekonomiye fon akışı sağlamaktadır.
- Yatırım fonları, sermayenin tabana yayılmasına katkıda bulunmaktadır. Bunun yanında yatırım fonları, farklı sektörler hatta ülkeler arasında fon transferlerinin sağlanması ile kaynakların etkin dağılımını gerçekleştirmektedir.
- Yatırım fonları, “Kurumsal Yatırımcılar Derneği” çatısı altında toplanmışlardır. Kurumsal yatırımcılar ise özel emeklilik fonları, hayat sigorta şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, menkul kıymet yatırım ortaklık ve yatırım fonlarından oluşmaktadır.

2.1.3. Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması

Yatırım fonları literatürde çeşitli kriterlere göre sınıflandırılmaktadır. En yaygın sınıflandırmalar ise pay sayısının değişebilirliği, portföy yapısı ve kar dağıtım şekline göre yapılmaktadır.

2.1.3.1. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonları pay sayısının değişebilirliğine göre açık uçlu yatırım fonları ve kapalı uçlu yatırım fonları olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

2.1.3.1.1. Açık Uçlu Yatırım Fonları

Yatırımcılar tarafından talep edildiğinde pay sayısı arttırılabilen, iade edildiğinde ise pay sayısı azaltılabilen fonlar açık uçlu fonlar olarak tanımlanmaktadır (Tevfik,

1995:5). Açık uçlu yatırım fonlarının katılma belgeleri için ikincil bir piyasa söz konusu olmamaktadır. Fon katılma belgeleri doğrudan fon kurucusundan veya fonun satış temsilcisinden satın alınabilmektedir (Karacabey, 1998:34). Açık uçlu yatırım fonlarında bir aracıya gerek duyulmamaktadır.

Yatırım açısından açık uçlu yatırım fonlarının dikkati çeken yönü; dolaşımdaki pay sayısına ve portföyündeki varlıkların piyasa fiyatına bağlı olarak gerçekleşen pay fiyatlaması nedeni ile fon fiyatının düşen bir piyasada da yükselebilmesi ve nakit pozisyonu nedeni ile taşıdığı likit olma özelliği dikkat çekmektedir.

Açık uçlu yatırım fonlarının özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Kılıç, 2002:10):

- Fon katılma belgeleri doğrudan fon kurucusundan veya fonun satış temsilcisinden satın alınabilmektedir.
- Yatırımcı elinde bulunan fon paylarını her zaman fona geri satma imkânına sahip olduğundan, tedavüldeki pay sayısı sürekli olarak değişmektedir.
- Alım satım işlemleri günlük olarak hesaplanan birim net varlık değeri üzerinden hesaplanmaktadır.

2.1.3.1.2. Kapalı Uçlu Yatırım Fonları

Yatırımcılar tarafından talep edildiğinde pay sayısı anında arttırılmayan, yatırımcılar tarafından fona iade edilmeyen dolayısıyla pay sayısı azaltılmayan fonlar kapalı uçlu fonlar olarak tanımlanmaktadır (Tevfik, 1995:7).

Fon belli bir sermaye ile kurulduktan sonra sermayesi değiştirilememektedir. Yatırımcı elindeki payı fona satmayıp, sadece piyasada satabildiği için mevcut pay sayısı sabit kalmaktadır. Katılma belgelerinin tümü satıldığı halde fona katılmak isteyenler varsa yeni bir sermaye ile yeni bir fon kurulmaktadır. Kapalı uçlu fonlar yeni pay ihraç edemediklerinden varlıkları açık uçlu fonlara göre genel olarak daha istikrarlı fakat daha riskli olmaktadır. Çünkü fiyatları büyük değişimler gösterebilir ve net varlık değerine bağlı değildir. Katılma belgeleri borsada ve borsa dışında alınıp satılmaktadır. Kapalı uçlu yatırım fonlarının pay bedelleri piyasadaki arz ve talebe göre

belirlenmektedir (Karacabey, 1998:53). Kapalı uçlu yatırım fonlarının özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Çalık, 2010:41):

- Fon katılma belgeleri ilk ihraç sırasında fondan, daha sonra ise borsa ve tezgah üstü piyasalarda satın alınabilmektedir.
- Yatırımcının elinde bulunan fon paylarını fona geri satma imkânı bulunmadığından, tedavüldeki pay sayısı sabittir.
- Fonun katılma belgeleri hisse senetleri gibi işlem gördüğünden, fiyat arz ve talebe göre belirlenmektedir.

Kapalı uçlu yatırım fonlarının ülkemizdeki uygulaması “menkul kıymet yatırım ortaklıkları” şeklindedir. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları mevzuatımızda yatırım fonlarından ayrı olarak düzenlenmiştir. Yatırım fonları (açık uçlu fonlar), riskin dağıtılması ve inancılı mülkiyet esaslarına göre kurulurken, yatırım ortaklıkları (kapalı uçlu yatırım fonları) kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim şirket şeklinde kurulmaktadır.

2.1.3.2. Portföyde Yer Alan Kıymetlerin Niteliğine Göre

Gelişmiş ekonomilerde, portföy yapısına göre yatırım amaçları dikkate alındığında yatırım fonları hisse senedi fonu, tahvil fonları, para piyasası fonları ve karma fonlar olmak üzere dört sınıf altında toplanmaktadır.

2.1.3.2.1. Hisse Senedi Fonları

Portföylerinin tamamı veya büyük bir kısmı yerli veya yabancı şirketlerin hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarıdır. Bu fonlar genel olarak tahvil ve para piyasası fonlarından daha fazla risk içermekte, ancak bunlara oranla daha yüksek getiri sağlamaktadır. Hisse senedi fonları; sermaye kazancı elde etmek, gelir elde etmek ve hem gelir hem de sermaye kazancı elde etmek amaçlarına göre alt ayrımlara tabi tutulmaktadır. Buna göre (Kılıç, 2002:11);

- Aşırı büyüme fonları, büyüme fonları ve sektör fonları sermaye kazancı elde etmeyi amaçlayan fonlara,
- Gelir hisse senedi fonları, gelir elde etmeyi amaçlayan fonlara,

- Büyüme ve gelir fonları ise hem gelir hem de sermaye kazancı elde etmeyi amaçlayan fonlara örnek olarak verilebilmektedir.

Fonların sınıflandırılmasında; portföye alınan hisse senedi ihraç eden şirketin bulunduğu coğrafik konuma göre; gelişmekte olan piyasalara ait hisse senedi fonları, bölgesel hisse senedi fonları ve global hisse senedi fonları gibi sınıflandırmalarda yapılmaktadır.

2.1.3.2.2. Tahvil Fonları

Bu tür fonlar, sadece sabit ve değişken getirili özel ve kamu sektörü borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlardan oluşmaktadır. Tahvil fonları, portföylerinin tamamını yada büyük bir kısmını tahvil ve bono gibi sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan fonlardır. Bu fonlar, para piyasası fonlarından daha yüksek, hisse senedi fonlarından ise daha düşük riske sahiptir. Tahvil fonları; şirket tahvillerine yatırım yapan fonlar, yabancı tahvillere yatırım yapan fonlar, devlet borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlar gibi alt ayrımlara tabi tutulabilmektedir.

Tahvil fonların bünyesinde barındırdığı tahvil çeşitleri ve bu fonların nelere yatırım yaptıkları şu şekilde gösterilebilir (Tevfik, 1995:12):

- Kredi dereceleri AAA'dan ve BBB'ye kadar olan değişik dereceli tahvillere yatırım yapan yüksek kaliteli şirket tahvil fonları,
- Junk Bonds olarak adlandırılan, yüksek getiri sağlayan ve daha çok BB veya daha aşağı dereceli tahvillere yatırım yapan yüksek getirili tahvil fonları,
- Devlet borçlanma senetlerine yatırım yapan devlet tahvili fonları,
- Yabancı hükümetlerin veya şirketlerin tahvillerine yatırım yapan uluslararası tahvil fonları,
- Bazı mahalli idarelerce çıkarılan tahvillere yatırım yapan vergiden muaf fonlar.

2.1.3.2.3. Para Piyasası Fonları

Yatırım fonları arasında en güvenli fon olduğu düşünülmektedir. Bunun nedeni ise bu fonların kısa vadeli menkul kıymetlere yatırım yapmalarıdır. Ayrıca yatırım

fonları arasında en yaygın olan çeşit para piyasası fonlarıdır. Bu derece yaygın olmalarının sebebi ise çeşitli kolaylıklar sağlamaları ile güvenilir ve esnek olmalarından kaynaklanmaktadır. Para piyasası fonlarının yaptıkları yatırımların tamamı kısa vadeli yatırımlardır. Ortalama vadeleri 30 gün ile 45 gün arasında olup, 90 günden fazla olmamaktadır. Para piyasası fonları; banka kredi mektupları, repolar ve hazine bonoları gibi kısa vadeli araçlara yatırım yapmaktadır (Tevfik, 1995:3).

Bu tip fonlar özellikle belirsizliğin yüksek olduğu enflasyon dönemlerinde başarılı olmaktadır.

2.1.3.2.4. Karma Fonlar

Portföyünün tamamı hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler, para piyasası araçları ve türev araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlardan oluşmaktadır. Karma fonların bir çeşidi olan denge fonları ise hisse senetlerine ve tahvillere yatırım yapan firmalardan oluşmaktadır. Başlangıçta yapılan yatırımı koruma, gelir ve sermaye kazancı elde etme amacına ulaşmaya çalışmaktadır. Böylelikle tek bir varlıkla sınırlandırılmayan fon yöneticisi, hisse senetleri piyasasının dışında çeşitlendirme yapmış olmaktadır.

Bu fonlar portföylerine aldıkları her bir sınıftaki araçların ağırlıklarını sabit tutarak yüksek gelir elde etmeyi amaçlamaktadır (Kılıç, 2002:12).

2.1.3.3. Kar Dağıtım Şekillerine Göre Yatırım Fonları

Kar dağıtım şekillerine göre yatırım fonları, kar dağıtan ve kar dağıtmayan fonlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Buna göre (Yüce, 2011:29):

2.1.3.3.1. Kar Dağıtan Fonlar

Bu fonlarda, fonu yöneten kuruluş yıl sonunda değer artışı, kar payı ve faiz tutarlarını dikkate alarak karı hesaplamakta ve içtüzüğe göre bu karın belirli bir kısmını kar payı olarak dağıtmaktadır. Hisse senedi ve tahvillerde olduğu gibi katılma belgelerinde de yapılan ödeme miktarı kadar değeri düşmektedir. Bu durumda katılma belgelerinin temettü kuponu taşıması gerekmektedir.

2.1.3.3.2. Kar Dağıtmayan Fonlar

Bu fonlarda kupon ödemeleri ve kar payları, fona eklenerek bu parayla yeni menkul kıymetler satın alınarak fon portföyünün büyütülmesi ve katılma belgelerinin değerinin artırılması sağlanmaktadır. Gelir ihtiyacının karşılanması için bir kısım fonun satılması ise bu fonların dezavantajı içerisinde yer almaktadır.

2.1.4. Yatırım Fonlarının Avantajları

Yatırım fonları son yıllarda tasarruf sahiplerinin en çok tercih ettiği yatırım araçlarından birisi haline gelmiştir. Yatırım fonlarının diğer yatırım araçlarına göre giderek artan tercih edilmesinin nedeni, esas olarak yatırımcılara sağladığı avantajlardan kaynaklanmaktadır. Yatırım fonları yatırımcı, kurucu ve ekonomi açısından önemli avantajlara sahiptir. Bu avantajları şu şekilde özetlemek mümkündür (Ertaş vd., 1997:17-18):

Yatırımcı açısından baktığımızda;

- Tasarruflar güvenilir ve işin uzmanları tarafından yönetilmektedir,
- Yatırım fonu portföyüne alınabilecek menkul kıymetlerin sabit getirili, dövizde endeksli hisse senedi gibi araçlarla çeşitlenmesi nedeniyle riskin dağıtılması ve azaltılması mümkün olmaktadır,
- Menkul kıymetlerin değerlemesi ve kontrolü ile kupon, faiz, temettü tahsili fon yönetimi tarafından yapıldığından yatırımcı vade takibi, tahsil için gerekli zaman ve kaynak kullanımı gibi işlemlerden korumaktadır,
- Küçük tasarruflar ile temin edilemeyecek kazanç potansiyeli, yüksek menkul kıymetlere yatırım yapılmasıyla sağlanabilmektedir,
- Fon portföyündeki değer artışlarının portföy değerine günlük olarak yansıtılması nedeniyle işlemlerle gelir ile birlikte gerek ihtiyacı kadar gerekse tamamını yatırımcı istediği anda paraya çevirebilecektir,
- Portföye büyük miktardaki alım satımlar ile zaman ve para tasarrufu sağlanabilmektedir.

Kurucu açısından baktığımızda;

- Kurucular, rekabet ortamı içinde çalıştıklarından tasarruf sahiplerine yatırım fonları aracılığıyla yeni bir hizmet sunmaktadır,
- Fonun yönetim ve temsili ile fona tahsis ettikleri eleman ve donanım karşılığı, portföy büyüklüğü üzerinden hesaplanan bir yönetim ücretini, fon bünyesinden yönetim ücreti olarak almaktadır,
- Halka arzına aracılık ettikleri menkul kıymetleri, mevzuatın izin verdiği limitler içinde kurucusu oldukları fonlara satabilmektedir,
- Kurucular iştiraklerince çıkarılmış olan menkul kıymetlere mevzuat kapsamında fonlar aracılığı ile yatırım yapabilmektedir,
- Yatırım fonları kurucular için önemli bir reklam ve prestij kaynağı olabilmektedir.

Ekonomi açısından baktığımızda;

- Yatırım fonları, hisse senetlerine yatırım yaparak özel sektöre kaynak aktarımına aracılık etmektedir,
- Yatırım fonları kamu borçlanma araçlarına yatırım yaparak bütçe açıklarının finansmanına katkı sağlamaktadır,
- Borsanın derinleşmesi ve işlem hacminin artmasına katkı sağlamaktadır,
- Portföy yönetim faaliyetlerinin gelişmesine yardımcı olmaktadır,
- Tecrübe sahibi olmayan ve küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin menkul kıymet yatırımlarına dönüştürülmesine imkan tanımaktadır.

2.1.5. Yatırım Fonları Yönetim İlkeleri

Yatırım fonunun mal varlığı, kurucunun Sermaye Piyasası Kanunu'ndan, ilgili tebliğden ve fon içtüzüğünden doğan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve sorumluluğunu karşılama dışında hiçbir amaçla kullanılmamaktadır. Fon mal varlığı rehnedilememekte, teminat gösterilememekte ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilememektedir (SPK, 2012:3).

Menkul kıymet yatırım fonlarında geçerli ilkeleri genel olarak riskin dağıtılması, profesyonel yönetim, menkul kıymet portföyünü işletmek, inançlı mülkiyet ve mal varlığının korunması şeklinde sıralanabilmektedir.

Profesyonel Yönetim İlkesi: Menkul kıymet piyasaları belli bir bilgi birikimini gerektiren teknik piyasalar olduğu için bu piyasada yaşanan gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekmektedir. Bireylerin yalnız başına böyle bir takibi yapabilmeleri, piyasalarda meydana gelen gelişmeleri takip edebilmeleri ve menkul kıymet fiyatlarına yansımalarını tahmin edip zamanında tavır alabilmeleri oldukça zor olmaktadır. Yatırım fonlarında profesyonel yönetim hizmeti veren yöneticiler, fonda biriken paraları yatırım fonunun tüzüğünde belirtilen amaçlara uygun olarak değerlendirirken, piyasa koşullarına, şirketlere veya menkul kıymetlerin performanslarına ilişkin olarak yaptıkları kapsamlı analizlere dayanmaktadır. Ekonomik koşullar değiştiğinde ise, bu değişikliklere uyum sağlamak üzere yatırım kararlarını gözden geçirmektedir (Kılıç, 2002:7).

Riskin Dağıtılması İlkesi: Bu ilke ile yatırım fonlarının, bireylerin kendi imkânları ile sağlayamayacakları ölçüde riski dağıtmaları mümkün olmaktadır. Yatırım fonları ile portföyler oluşturulabilmekte, böylece daha fazla sayıda hisse senedine ve daha başka yatırım araçlarına yatırım yapılmakta, hisse senedi fiyatlarındaki herhangi bir düşüş anında bundan en az şekilde etkilenmektedir (Civan, 2007:57).

Yatırımcıların tek bir finansal varlık yerine, birden fazla finansal varlığa yatırım yapmasıyla çeşitlendirme gerçekleşmektedir. Çeşitlendirme prensibinden hareketle birden fazla menkul kıymete yatırım yaparak riskin dağıtılmasını amaçlayan portföy yönetimi ile risk azalmaktadır (Yüce, 2011:60).

Menkul Kıymet Portföyünü İşletmek İlkesi: Yatırım fonları, bazı kısıtlamalar dahilinde nakit ve kıymetli madenlerde yatırım yapabilmekle birlikte, birincil amaçları menkul kıymet alıp satmak ve alım satımlar arasında oluşabilecek olumlu fark ile bu menkul kıymetlerin kar payları ve faizlerinden gelir elde etmek amaçlanmaktadır. Menkul kıymet yatırım fonları, yatırım yapmalarına izin verilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek dışında herhangi bir işle uğraşmamaktadır (Civan, 2007:58).

Mal Varlığının Korunması İlkesi: Fon tüzel kişilik sahibi olmamakla birlikte fonun mal varlığı kurucudan ayrı olmaktadır. Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu gereğince, fon mal varlığı rehnedilememekte, teminat gösterilememekte ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilememektedir. Buda fon malvarlığının korunması kanun ile güvence altına alındığını göstermektedir.

İnançlı Mülkiyet İlkesi: Tasarruf sahipleri katılma belgeleri satın alarak fona ortak olmakta, ancak fonun yönetimi fon yöneticisine ait olmaktadır. Fon yöneticisi fonu, fonun kuruluş esasını meydana getiren sözleşme çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını gözeterek yönetmek sorumluluğu taşımaktadır.

İnançlı mülkiyet esasında fon varlıklarına, inanca olarak fon yöneticisi sahiptir. Yatırımcı muamelelerinin bir kısmını katılma belgesi karşılığında inanca yöneticinin mülkiyetine vermektedir. Bu intikal, bir inanca sözleşmesi ile sağlanmakta ve yönetici, sözleşme çerçevesinde katılma belgeleri karşılığında aldığı paraların sahibi olmakta, ancak bu paraları sözleşme çerçevesinde kullanmak zorundadır (Algüner, 2006:21).

2.1.6. Dünya'daki Yatırım Fonları İle İlgili Genel Bilgiler

Küreselleşmenin etkilerini her yönüyle hissettirdiği ve teknolojinin sınır tanımadığı günümüz dünyasında, uluslararası sermaye hareketleri hızlanmış ve özellikle önündeki engellerin kalkmasına paralel olarak dünyada “global sermaye” olarak tanımlanan ortak bir ekonomik kaynağın varlığından söz edilmeye başlanmıştır. Bu kapsamda her ülke için, kendi ekonomisinin sağlıklı büyümesine katkıda bulunacak yatırımların gerçekleştirilmesinde, sermaye birikiminin büyüklüğü ve finansman maliyeti ile finansal araçlar yoluyla reel sektöre uzun vadeli kaynak sağlayan sermaye piyasalarının önemi artmaktadır (TOBB, 2008:1).

Sermaye piyasasının gelişmesinde ve dolayısıyla ekonomik kalkınma sürecinde yatırım fonlarının üstlendiği roller, kurumsal yatırımcılardan yatırım fonlarını sermaye piyasalarının vazgeçilmez unsuru haline getirmektedir (Kılıç,2002:3).

Yatırım fonlarının başlangıç tarihi oldukça eskilere dayanmaktadır. İngiltere’de “Unit Trust”, ABD’de “Mutual Fund”, Fransa’da “Fonds Commun de Placement”,

İsviçre’de “Anglefonds” gibi isimlerle adlandırılmaktadır (Karslı, 1987:142). İlk yatırım fonu Belçika’da Soci t  de Belgique adı ile 1822 yılında kurulmuş buna karşın ABD’de ise yatırım fonlarının kurulması 1800’l  yılların sonuna dayanmaktadır. Yatırım fonlarının sayısı 1920’li yıllarda artmaya başlamış ve fonlar önceden kapalı uçlu kurulurken, 1920’li yıllardan sonra açık uçlu olarak kurulmaya başlanmıştır. Açık uçlu fon ilk olarak 1924 yılında Boston’da kurulmuştur. Yatırım fonları 1929 ekonomik buhranından olumsuz etkilenmiş ve dolayısıyla da bu tarihten sonra gelişimleri yavaşlamış, İkinci Dünya Savaşı sonrasında ise tekrar gelişme göstermeye başlamıştır (Tural, 2011:12).

Yatırım fonlarının, başlangıçta hisse senedi üzerinde yoğunlaşmalarına karşın hisse senedi fonlarının borsada asli bir işlevi olmamıştır. Diğ er taraftan tahvil fonları toplam fonlar içerisinde çok küçük bir paya sahip olmuş, vergiden muaf fonların ve para piyasası fonlarının ortaya çıkışı ise 1970’leri bulmuştur (Tevfik, 1995:3). Para piyasası yatırım fonları ortaya çıktıktan sonra 1980’li yılların içerisinde ABD’de önemli bir şekilde gelişme göstermiştir. Ancak, 1982 yılında bankaların para piyasası mevduat hesapları açma yetkisinin tanınmasıyla, bankalar tekrar tasarrufları kendilerine çekme imkânı bulabilmiştir ( etin, 2010:22).

Tablo 2.1. Yatırım Fonlarının Toplam Portföy Büyüklükleri (Trilyon Euro)

Yıllar	Q ₁	Q ₂	Q ₃	Q ₄	Toplam
2005	12,45	13,57	14,35	15,06	55,43
2006	15,79	15,27	15,97	16,50	63,53
2007	17,06	18,01	18,21	17,76	71,04
2008	15,69	15,63	15,14	13,59	60,05
2009	13,65	14,39	15,28	15,93	59,25
2010	16,96	17,47	18,67	19,94	73,04
2011	19,50	19,49	18,58	19,97	77,54

Kaynak: <http://www.tkyd.org.tr/T/icerik.aspx?tip=2>.

Tablo 2.1’e göre dünya yatırım fonlarının toplam portföy büyüklüğü 2008 ekonomik krizine kadar sürekli artış göstermiştir. 2008 yılında yatırım fonu portföy büyüklükleri düşüş göstermiş 2009 yılında bu düşüş devam ederek en düşük seviyeye inmiştir. 2005 yılında portföy büyüklüğü 55,43 trilyon Euro, 2006 yılında 63,53 trilyon

Euro ve kriz öncesi 2007 yılında ise 71,04 trilyon Euro olmuştur. 2008 yılında krizin etkisiyle yatırım fonu portföy büyüklüğü 60,05 trilyon Euro'ya gerilemiş, bu gerileme 2009 yılında da devam etmiştir. Kriz sonrası 2010 yılında yatırım fonları portföy büyüklükleri önemli bir şekilde artış göstererek 73,04 trilyon Euro olmuş, 2011 yılında 77,54 trilyon Euro'ya yükselmiştir. Yatırım fonu piyasalarında krizin etkisi büyük olmuş ve toparlanması uzun zaman almıştır. Bu durum yatırımcılar açısından kriz zamanında yapacakları yatırımlar için bir ön gösterge olmaktadır.

Investment Company Institute (ICI) 2013 ikinci çeyrek verilerine göre dünya piyasasındaki fonların %57'si ABD'de, %34'ü Avrupa ülkelerinde geriye kalan %12'lik kısım ise Afrika ve Asya ülkelerinde bulunmaktadır. Diğer yandan dünyada yatırım fonu varlıklarının fon türlerine göre dağılımı ise; %41'i hisse senedi fonu, %26'sı tahvil fonu, %12'si dengeli/karma fon, %16'sı para piyasası fonu ve %5'i diğer fonlardan oluşmaktadır.

Dünyada yatırım fonu verilerinin sayı ve varlık büyüklüğü değerleri Tablo 2.2. ve Tablo 2.3'de verilmektedir.

Tablo 2.2. Dünyada Yatırım Fonlarının Sayısı

Yıllar	Dünya	ABD	Avrupa	Asya ve Pasifik	Afrika
2005	56,867	13,763	30,060	12,427	617
2006	61,854	14,474	33,151	13,479	750
2007	66,345	15,457	35,210	14,847	831
2008	69,032	16,459	36,780	14,909	884
2009	65,735	16,982	33,054	14,795	904
2010	69,493	17,993	35,292	15,265	943
2011	72,611	19,753	35,713	16,198	947
2012	73,243	21,103	34,470	16,703	967

Kaynak: ICI, http://www.ici.org/pdf/2012_factbook.pdf.

Tablo 2.2'ye baktığımızda yatırım fonları sayısı sürekli bir artış içerisinde olmasına rağmen 2008 ekonomik krizinin etkisiyle 2009 yılında bir düşüş yaşanmıştır.

Bu düşüşün yaşanmasında en çok Avrupa etkili olmuştur ve 2009 yılında ABD yatırım fonları sayısında azalma olmamış fakat artış oranında bir düşüş yaşanmıştır. Yatırım fonları sayısından da anlaşılacağı üzere sermaye piyasalarının daha çok gelişmiş ülkelerde etkin olduğu görülmektedir.

Tablo 2.3. Dünyada Yatırım Fonlarının Menkul Kıymet Değerleri (milyon\$)

Yıllar	Dünya	ABD	Avrupa	Asya ve Pasifik	Afrika
2005	17,757,360	9,750,205	6,002,310	1,939,251	65,594
2006	21,807,505	11,469,062	7,803,906	2,456,511	78,026
2007	26,129,564	13,421,149	8,934,864	3,678,330	95,221
2008	18,974,521	10,579,430	6,288,138	2,037,536	69,417
2009	22,964,267	12,597,242	7,545,531	2,715,233	106,261
2010	24,710,398	13,598,071	7,903,389	3,067,323	141,615
2011	23,796,672	13,530,122	7,220,298	2,921,276	124,976
2012	26,837,399	15,139,992	8,230,059	3,322,198	145,150

Kaynak: ICI, http://www.ici.org/pdf/2012_factbook.pdf.

Dünyada yatırım fonu menkul kıymet değerleri Tablo 2.3’de görüldüğü gibi 2008 krizine kadar artmış, kriz dolayısıyla yaşanan ekonomik daralma bu alanda da kendini göstermiş ve 2007 yılına göre 2008 yılında yaklaşık 12 milyon dolarlık bir küçülme yaşanmıştır. Tekrar kriz öncesi seviyeleri bulması 2012 yılına kadar sürmüş ve bu yılda toplam menkul kıymet varlıklarının yarısı ABD’de yer almıştır. Yatırım fonu menkul kıymet varlıklarıyla 2012 yılı sonu değerleriyle dünyanın en büyük piyasa payına sahip olan ülke ABD olmuştur.

Son yıllarda dünya ekonomisini etki altına alan faktörler genel olarak, artan enerji maliyetleri, global faiz oranları ve dış ticaret dengeleri şeklinde özetlenebilmektedir. Ayrıca globalleşen dünya ekonomisinde, gelişmekte olan ülkelere yapılan doğrudan ve dolaylı yatırımlar ve global anlamda gerçekleşen şirket alımları ve birleşmeleri de oldukça yoğun biçimde devam etmektedir. Bu gibi ekonomik etkenler tasarruf sahiplerini etkileyerek tasarrufların yatırım fonu araçlarına kaymasında etkili olmaktadır.

2.2. TÜRKİYE’DE YATIRIM FONLARI İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER

Ülkemizde yatırım fonlarının gelişimi dünyadaki gelişime kıyasla daha kısa sürede gerçekleşmiştir. Bu durum Türkiye’deki yatırım fonları piyasalarının dünya yatırım fonu piyasasına ayak uydurmasını engelleyememiş ve bu konuda dünya piyasalarındaki prosedürlere uygun düzenlemeler yapılmıştır.

2.2.1. Yatırım Fonlarının Yasal Nitelikleri

Türkiye’de yatırım fonlarının hukuki çerçevesini, 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı kanunun 37. ve 38. maddeleri çerçevesinde, “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” (Seri VII. No.10-19.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır) oluşturmaktadır.

Bu tebliğe göre gayrimenkul yatırım fonları hariç, yatırım fonlarının kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, katılma belgeleri ile bunların halka arzına ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir.

Yatırım fonları, sermaye piyasası kanunu uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına etkin dağıtılması ilkesi ve inanca mülkiyet esasına göre tebliğde belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan tüzel kişiliği olmayan mal varlıklarından oluşmaktadır. Yatırım fonlarının portföylerine alabilecekleri varlıklar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- 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-satım yapabilen 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,
- Kurul tarafından uygun görülen diğer sermaye araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri,

- Nakit değerlendirilmek üzere yapılan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdindeki borsa para piyasası işlemleri.

Yatırım fonlarının yukarıdaki varlıklardan oluşan portföyü işletme dışında herhangi bir işle uğraşması söz konusu değildir (SPK, 1996:354).

2.2.2. Yatırım Fonu Türleri ve Tipleri

Yatırım fonlarına ilişkin esaslar tebliğinin 5. maddesine göre, yatırım fonları içtüzüklerinde belirtilmek koşuluyla aşağıdaki türlerde kurulabilir:

- Tahvil ve Bono Fonu: Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatıran fonlardır. Portföyün aylık ağırlıklı ortalama vadesi en az 25 en fazla 90 gün olan fonlar ise kısa vadeli tahvil ve bono olarak adlandırılmaktadır.
- Hisse Senedi Fonu: Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatıran fonlardır.
- Sektör Fonu: Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatıran fonlardır.
- İştirak Fonu: Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, SPK'nın Seri XI, No:1 Tebliği'nin 3 nolu ekinde tanımlanan iştiraklerce çıkarılmış menkul kıymetlere yatıran fonlardır.
- Grup Fonu: Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, SPK'nın Seri XI, No:10 Tebliği'nin 2. maddesinde tanımlanan belli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatıran fonlardır.
- Yabancı Menkul Kıymet Fonu: Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatıran fonlardır.
- Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu: Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatıran fonlar "Kıymetli Madenler Fonu", ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılmış fonlar "Altın Fonu" dur.

- Karma Fon: Portföyünün tamamı, hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlardır.
- Likit Fon: Portföyün tamamı, vadesine 90 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlardır.
- Değişken Fon: Portföyün tamamı, portföy sınırlamaları itibariyle belirlenen türlerden herhangi birine girmeyen fonlardır.
- Endeks Fonu: Borsa yatırım fonlar, portföyün en az %80'i devamlı olarak baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeks kapsamındaki menkul kıymetlerden oluşan ve adı geçen Tebliğ'in 1 numaralı ekinde yer alan formüle uygun olarak yapılan hesaplama çerçevesinde, baz alınan endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, baz alınan endeksi takip etmek üzere Endeks Fon olarak kurulmaktadır.
- Özel Fon: Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilen fonlardır.

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

Mevcut sermaye piyasası mevzuatına göre yatırım fonları, A ve B tipi olmak üzere iki tipe ayrılmaktadır. Yatırım fonlarının hangi tipte olduğu, yatırım fonlarının portföyündeki varlıklara göre belirlenmektedir.

Türkiye'de ilk fonun halka arzı 1988 yılında yapılmıştır. Türk fon endüstrisinde A ve B tipi ayrımı 1993 yılında çıkan vergi mevzuatı ile gerçekleşmiştir (Tevfik, 2013:15). Fon içtüzüklerinde belirtmek koşuluyla fon portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'i sürekli olarak, mevzuata göre özelleştirme kapsamındaki Kamu İktisadi Teşebbüsleri de dahil olmak üzere Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerinden oluşan fonlar "A tipi", diğerleri "B tipi" yatırım fonu olarak adlandırılmaktadır.

Tablo 2.4. A ve B Tipi Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması

A Tipi Fonlar	B Tipi Fonlar
-Daha yüksek risk ancak daha yüksek getiri vaat ederler.	-Daha düşük risk ancak daha düşük getiri vaat eder.
-Hisse senedi yatırımcısına uygundur.	-Ağırlıklı olarak sabit getirili araçlara yatırım yapar.
-Büyüme ile ilgili beklentilerin kuvvetli olduğu, piyasa beklentilerin olumlu olduğu dönemlerde tercih edilir.	-Faiz getirisini tercih eden yatırımcılar için uygundur. Ayrıca yatırımcının risk tercihi fon seçiminde en önemli faktördür.

Kaynak: Çalık, Kadir. 2010, **B Tipi İnternet Likit Yatırım Fonlarının B Tipi Likit Fonlarla Karşılaştırmalı Performans Değerlendirmesi**, Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, ss.32-33.

A tipi fonlar B tipi fonlara oranla, hisse senedi içermelerinden dolayı daha riskli olup, menkul kıymet borsalarındaki hareketlere ve fiyat dalgalanmalarına karşı daha açıktır. Bu nedenle A tipi fonların yönetiminin de daha dikkat edilmesi gerekmektedir (Yolsal, 2012:345).

Türkiye'deki yatırım fonlarının portföylerini oluşturan varlıkların 2005-2012 dönemindeki ağırlıkları A tipi yatırım fonları için Tablo 2.5'de verilmiştir.

Tablo 2.5. Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonlarının Yıllar İtibariyle Portföy Bileşimleri (%)

Yıl	Toplam Değeri (Bin TL)	HSO (%)	KBAO (%)	TRO (%)	BPPO (%)	YMKO (%)	Diğer (%)
2005	1.033.635	70.44	15.83	12.29	0.88	0.54	0.02
2006	831.518	64.76	17.88	15.53	0.85	0.70	0.28
2007	919.383	68.16	16.03	14.96	0.28	0.27	0.30
2008	596.212	58.30	28.17	13.16	0.16	0.18	0.04
2009	1.049.802	62.79	20.65	16.28	0.16	0.10	0.03

Yıl	Toplam Değeri (Bin TL)	HSO (%)	KBAO (%)	TRO (%)	BPPO (%)	YMKO (%)	Diğer (%)
2010	1.542.020	65.15	21.12	12.96	0.15	0.13	0.50
2011	1.475.774	64.07	16.66	15.97	0.66	0.10	2.54
2012	1.618.963	73.22	13.55	5.49	1.17	0.10	6.48

HSO%: Portföydeki Hisse Senedi Oranı BPPO%: Borsa Para Piyasası Oranı
KBAO%: Kamu Borçlanma Araçları Oranı YMKO%: Yabancı Menkul Kıymet Oranı
TRO%: Ters Repo Oranı

Kaynak: SPK, <http://spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>.

Tablo 2.5.'de görüldüğü gibi A tipi yatırım fonlarının portföy yapısı yıllar itibariyle önemli değişiklikler göstermiştir. 2005 yılından itibaren yatırım fonlarının portföy bileşimi içerisindeki hisse senedi oranı 2012 yılına kadar azalma göstermiş 2012 yılında yeniden 2005 yılındaki seviyelere ulaşmıştır. Kamu borçlanma araçları 2008 krizinde en yüksek seviye olan %28.17'ye kadar yükselmiş bundan sonra düşüş eğilimine girerek 2012 yılında %13,55 seviyelerine kadar gerilemiştir. Ters repo sürekli bir dalgalı seyir izleyerek 2012 yılında %5.49 seviyesine gerilemiştir. Hisse senedi oranı ile kamu borçlanma oranı arasında sürekli bir ters ilişki söz konusudur.

A tipi yatırım fonlarının portföy dağılımı son 10 yıllık perspektifle incelendiğinde, 2001 ve 2008 krizlerinden sonra reponun payında artış olduğu, fakat hisse senetlerinin ağırlığını korumaya devam ettiği görülmektedir (Değertekin, 2011:30).

2.2.3. Fon Kurabilecekler

Kurucu, tüzel kişiliği olmayan fonun, riskin dağıtılması ve inancılı mülkiyet ilke ve esaslarına göre sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetilmesinden, temsil edilmesinden ve saklanmasından sorumludur. Kurucu, yatırım fonunu, Sermaye Piyasası Kurulu'na, resmi dairelere, katılma belgesi sahiplerine ve üçüncü şahıslara karşı temsil etmektedir.

İlgili tebliğin 9. maddesine göre, Tebliğ’de belirlenmiş esaslara uyan ve SPK tarafından aranacak nitelikleri taşıyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanunun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar SPK’dan izin almak koşulu ile yatırım fonu kurup işletilebilmektedir.

Buna göre bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, SSK, Emekli Sandığı, Bağ-Kur ve özel emeklilik kuruluşları fon kurup yönetebilmektedir (Civan, 2007:58).

Kurucuların aşağıdaki nitelikleri sağlaması gerekmektedir (Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri VII, md. 10).

- Aracı kurumların Kanun’un 30. maddesi (a) ve (b) bentlerinde tanımlanan sermaye piyasaları faaliyetlerinde bulunmak üzere Kurul’dan izin almış olmaları,
- Aracı kurumların öz sermayelerinin, “Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği” kapsamında hesaplanan tutardan az olmaması,
- Kurucuların kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde faaliyetlerinin tamamen veya belirli faaliyet alanları itibariyle sürekli veya son bir yıl içinde 1 ay veya daha fazla süreyle geçici olarak durdurulması kararı verilmemiş olması,
- Banka ve sigorta şirketlerinin kendi mevzuatlarına göre sahip olmaları gereken asgari ödenmiş sermayeye sahip olmaları,
- Kurucuların yetkililerinin müflis olmamaları ve yüz kızartıcı suçlardan dolayı veya kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatına aykırılıktan dolayı mahkûmiyet kararlarının bulunmamış olması gerekmektedir.

2.2.4. Fonun Kuruluşu

Sermaye Piyasası Mevzuatının Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 15. maddesine göre;

Kurucu, fon kurmak için hazırlayacağı fon içtüzüğü taslağı ve Tebliğ'in 16'ncı maddesinde belirtilen bilgi ve belgelerle Kurul'a başvurarak kuruluş izni almaktadır.

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

506 sayılı Kanun'un geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan vakıfların fon kurmak veya fon tutarını artırmak üzere Kurul'a başvurmaları halinde Vakıflar Genel Müdürlüğü'nün görüşü alınmaktadır.

Kurucu kendi adına fonla ilişkili işlemleri yürütmek amacıyla her bir fon için en az üç kişiden oluşan bir fon kurulu ve en az bir denetçi atamaktadır. Fon kurulu üyeliklerine ve denetçiliğe dışarıdan atama yapabilmektedir (Civan, 2007:59).

SPK tarafından uygun bulunan fon içtüzüğünün, notere onaylatılmasından sonra fon içtüzüğü kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline SPK tarafından verilen izin belgesi tarihinden itibaren 6 iş günü içerisinde tescil edilmekte ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilmektedir. Tescil ve ilan ile birlikte fonun kuruluş aşamasında tamamlanmış olmaktadır (Ertaş vd., 1997:23).

2.2.5. Fon İçtüzüğü

Fon içtüzüğü, katılma belgesi sahipleri ile kurucu, saklayıcı ve yönetici arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre saklanması ve vekalet akdi hükümlerine göre yönetimini ve garantili fonlarda kurucunun kurduğu fona garantör olması halinde garantiye ilişkin esasları konu alan genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşmedir (Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri VII, md. 18).

Yatırım fonlarına ilişkin esaslar tebliğinin 17. maddesine göre fon iç tüzüğünde en az aşağıdaki hususlar bulunmalıdır.

- Fonun adı, türü ve tipi,
- Kurucunun unvanı ve adresi,

- Saklayıcı kuruluşun unvanı ve adresi,
- Fon tutarı, pay sayısı ve fon süresi,
- Fon türü ve tipi çerçevesinde yatırım yapılacak varlıklar ve portföy yönetim ilkeleri,
- Katılım belgelerinin satışına ve geri satın alınışına ilişkin ilke ve esaslar,
- Portföyün yönetimine ve saklanmasına ilişkin esaslar,
- Fon varlıklarından yapılabilecek harcamalara ilişkin esaslar,
- Fon gelir gider farkının katılma belgesi sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslar,
- Fona katılma ve fondan ayrılma şartları,
- Fonun tasfiye şekli.

2.2.6. Katılma Belgeleri

Yatırım fonlarına yatırımcıların katılması, katılımı temsil eden katılma belgelerinin alınması ile gerçekleşmektedir. Söz konusu belgelerin gerek kar payı gerek alım satım kazancı elde edilmesi gerekse de değerlendirme konusu edilmeleri açısından hukuki niteliklerin bilinmesi bir gereklilik olarak ortaya çıkmaktadır (Kırman, 1999:31).

Yatırım fonu katılma belgeleri, belge sahibinin kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup, kaydi değer olarak tutulmaktadır. Katılma belgeleri esas olarak kıymetli evrak niteliği taşımakta, bu kıymetli evraklardan içtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alınıp satılması öngörülen A tipi yatırım fonların katılma belgeleri menkul kıymet sayılmaktadır (Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri VII, md. 35). Ayrıca katılma belgelerinin halka arz edilmesi zorunludur.

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 36. maddesine göre;

- Katılma belgesi temsil ettiği değer tam olarak nakden ödenmesi şartıyla satılabilmektedir.
- Katılma belgelerinin itibari değeri yoktur. Fon pay değeri, fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesi ile elde edilmektedir.

- A tipi fonlarda katılma belgesi alım satımlarda içtüzük hükümleri uyarınca verilen alım satım emirleri, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden getirilmektedir. İchtüzüklerinde hüküm bulunmak kaydı ile aynı gün içinde iki fiyat açıklanabilmektedir.
- Fon içtüzüğünde belirlenen esaslara göre hesaplanan pay değerleri, katılma belgelerinin alım satım yerlerinde açıkça görünebilecek şekilde asılan ilanlarla duyurulmaktadır.
- Savaş, ekonomik kriz, iletişim sistemlerinin çökmesi, menkul kıymetlerin ilgili olduğu piyasanın kapanması, bilgisayar sistemlerinde meydana gelebilecek arızalar gibi olağanüstü olayların ortaya çıkması gibi durumlarda Kurul'ca uygun görülmesi halinde, katılma belgelerinin birim pay değerleri hesaplanmamakta ve katılma belgelerinin alım satımları durdurulabilmektedir.

Katılma belgesi sahipleri belgelerin fon içtüzüklerinde belirlenen esaslara göre farkı iade etmek suretiyle fona çevrilebilmektedir. Ayrıca içtüzüğünde hüküm bulunmak şartıyla kurucunun talebi ve borsanın uygun görmesi üzerine menkul kıymet niteliği verilen fonların katılma belgeleri borsada işlem görebilmektedir. Özel fon katılma belgeleri borsada işlem göremezler, bu katılma belgelerinden fona geri ödemeler ancak başlangıçta içtüzükte belirlenen kişi ve kuruluşlara satılabilmektedir.

Fon içtüzüklerinde hüküm bulunmak ve kuralları belirlenmiş olmak şartıyla likit fonlar dışında kalan fonlarda, katılma belgelerinin tasarruf sahipleri tarafından fona geri satımında elde tutma süresine göre komisyon uygulanabilmektedir. Elde edilecek komisyon tutarı gelir olarak kaydedilmektedir (Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği: Seri VII, md. 37).

2.2.7. Yatırım Fonlarının Yönetimi

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 41. maddesine göre fonların yönetiminde gerekli ilkeler şunlardır:

- Yönetici yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetmek zorundadır. Yönetimindeki yatırım fonları yada başka müşterileri arasında müşterilerinden birini yada yatırım fonlarından biri lehine diğerleri aleyhine sonuçlanacak

işlemlerde bulunamamaktadır. Yönetici fon portföyü ile ilgili alım satım kararlarında objektif bilgi ve belgelere dayanma ve sözleşme ile ifade edilen yatırım ilkelerine uyma zorunluluğundadır. Bu bilgi ve belgelerin, alım satım kararlarına mesnet teşkil eden araştırma ve raporların en az 5 yıl boyunca yönetici nezdinde saklanması zorunludur.

- Fon portföyüne hiçbir biçimde rayiç değerinin üstünde varlık satın alınamamakta ve portföyden bu değer altında varlık satılamamaktadır. Rayiç bedel borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, borsada işlem görmeyen varlıklar için ise işlem gününde fon lehine alımda en düşük satışta en yüksek fiyattır.
- Borsada işlem gören varlıkların alım satımlarının borsa aracılığıyla yapılması gereklidir. Fon adına katılma belgelerinin alımı satımı sebebiyle, İMKB Tahvil ve Bono piyasasından aynı gün valörlü ve aynı gün valörlü işlem saatleri dışında fon portföyüne alım ve fon portföyünden satım zorunluluğu varsa, İMKB’ce belirlenen işlem kurallarına uymak zorunludur. Yönetici, fon portföyüne hisse senedi alım satım işlemlerinde, işlemi yapan aracı kuruluşun, fonu temsil eden müşteri numarasıyla İMKB’de işlem yapmasını saptamak zorundadır.
- Yönetici fon adına yaptığı alım satım işlemlerinden ötürü herhangi bir ihraççı veya aracı kuruluştan kendi yararına bir menfaat sağlıyorsa, bu durumu kurucuya bildirmesi gereklidir.
- Yönetici, herhangi biçimde kendisine ve üçüncü kişilere menfaat sağlama maksadıyla fon portföyündeki varlıkların alım-satımını gerçekleştirememektedir. Fon adına vereceği emirlerde gerekli özen ve dikkati göstermelidir. Fon adına gerçekleşecek alım satımlarda sözleşme ile belirlenecek genel fon stratejilerine ve kurucunun genel kararlarına uyulmalıdır.
- Fon portföyünün evvelden saptanmış belirli bir getiriye elde edeceğine dair yazılı veya sözlü bir garanti verilememektedir.
- Kurucu, fon kurulu üyeleri, yönetici ve fonların yönetimi ile ilgili olarak meslekleri sebebiyle yada görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar, bu bilgileri kendileri veya üçüncü bir tarafın menfaat sağlaması amacıyla kullanamazlar.

2.2.8. Fon Portföyüne İlişkin Sınırlamalar

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 42. maddesine göre fonların yönetiminde portföy sınırlamalarına ilişkin şartlar şunlardır:

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

katılma belgelerinin toplam tutarı, bu belgeleri çıkaran fonun toplam pay sayısının %20'sini aşamaz.

- Portföydeki varlıklarının değerinin fiyat hareketleri ve rüçhan haklarının kullanılması sebebiyle fon içtüzüklerinde ve tebliğde belirtilen asgari sınırların altına inmesi veya azami sınırların üzerine çıkması halinde oranın en geç 30 gün içerisinde içtüzükte ve tebliğde belirtilen sınırlara getirilmesi zorunludur. Belirtilen süre içinde elden çıkarmanın imkansız olması yada büyük zarar doğuracağı belirlenmesi durumunda süre Kurul tarafından uzatılabilir. Bu süre sonunda Kurul'a başvurmayan veya süre verilmesi Kurul'ca uygun görülmeyen fonların türleri Kurul'ca resen değiştirilir ve ilan ettirilmesi sağlanır.
- Fon açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi gerçekleştiremez.
- Yatırım fonları Kurulun Seri:V No:18 sayılı "Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliği"nin 26. maddesinde belirtilen esaslar içerisinde yapılacak bir sözleşme ile herhangi bir anda portföylerindeki menkul kıymetlerin piyasa değerlerinin en fazla %50'si meblağındaki menkul kıymetlerini ödünç verebilir yada aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilirler. Ödünç verme ve alma işlemi en çok 90 işgünü süre ile yapılabilir. Fon portföyünden ödünç verme işlemi, ödünç verilen menkul kıymetlerin en az %100'ü karşılığında nakit yada devlet iç borçlanma senetlerinden oluşabilecek teminatın fon adına saklayıcıda bloke edilmesi koşuluyla gerçekleştirilebilir. Teminat tutarının ödünç verilen menkul kıymetlerin piyasa değerinin %80'inin altına düşmesi durumunda fon yönetimi teminatın tamamlanmasını ister. Yatırım fonunun taraf olduğu ödünç verme ve alma sözleşmelerine, fon lehine tek taraflı olarak sözleşmenin fesih edilebileceğine dair bir hükmün konulması zorunludur.
- Yatırım fonları İstanbul Altın Borsası Kıymetli Madenler Ödünç piyasasında portföylerindeki kıymetli madenlerin piyasa değerinin en fazla %25', tutarındaki kıymetli madenleri ödünç verebilir ve aynı tutarı aşmamak kaydıyla ödünç alabilirler. Ayrıca, piyasada gerçekleşen ödünç işlemleri karşılığında ödünç alacaklarını temsil etmek üzere çıkarılan sertifikaları aynı oranda portföye alabilirler ve portföylerinde yer alan sertifikaları piyasada satarak

portföyden çıkarabilirler. Kıymetli maden ödünç işlemleri ile kıymetli maden ödünç sertifikası alım-satım işlemleri söz konusu piyasadaki işlem esasları ile teminat sistemi çerçevesinde yapılır.

- Endeks fonlarında, baz alınan endeksin içeriğinin değiştirilmesi, portföyde yer alan menkul kıymetlerle ilgili olarak temettü ödemesi, faiz ödemesi ve bedelli hisse senedi ihracı, tutar artırımı ve nakit girişleri sebebiyle portföyün büyümesi, katılma belgesi geri dönüşleri ve diğer sebeplerle oluşacak nakit ihtiyaçlarının karşılanması ve endeksi izlemeyi etkileyecek diğer hususların ortaya çıkması sebebiyle portföyde değişiklik yapılması zorunlu olduğunda, söz konusu değişiklikler, içtüzükte belirlenen esaslar çerçevesinde portföye yansıtılır.

2.2.9. Yatırım Fonlarına Ait Temel Bilgi Kaynakları

Yatırım fonlarının katılma belgelerinin halka arzı sırasında ve sonrasında yatırımcılar ihtiyaç duydukları bilgileri aşağıdaki belgelerden elde edebilmektedir (SPK, 2010:13-14).

- İçtüzük: Yatırım fonları içtüzüğü, yatırım fonu katılma belgesi sahibi ile kurucu, saklayıcı ve yönetici arasındaki fon portföyünün yönetilmesi ve saklanmasını konu alan bir sözleşmedir. İçtüzükte yatırım fonuna ait genel bilgiler yer almaktadır.
- İzahname: Katılma belgelerinin halka arzı sırasında hazırlanmakta olan fonun satış dokümanıdır. İzahnamede fona ait temel bilgiler bulunmaktadır. İzahnameler halka arz öncesinde Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilmekte, ayrıca katılma paylarının alım satımının yapıldığı yerlerde yatırımcıların incelenmesi için hazır bulundurulmaktadır.
- Sirküler: Bu belge de izahnamede olduğu gibi yatırım fonuna ait temel bilgileri içermekte ve katılma belgelerinin halka arzı sırasında hazırlanmaktadır. Sirkülerler halka arz öncesinde Türkiye çapında yayım yapmakta olan en az iki gazetenin Türkiye baskısında ilan edilmektedir.
- Fonun Finansal Tabloları: Yatırım fonlarının bir önceki yıla karşılaştırmalı olarak düzenlenmiş bilanço ve gelir tablosu, fon portföy değeri ve fon toplam

değeri tablosu ile bu tablolara ilişkin bağımsız denetçi raporlarından oluşmakta ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilmektedir.

- Aylık Raporlar: Aylık raporlarda her ayı takip eden 15 gün içinde, ay içindeki menkul kıymet ve katılma belgesi hareketleri ile yatırım fonunun geçmiş performansına ilişkin bilgiler yer almaktadır. Aylık rapor fon kurucusunun merkezi ile katılma belgesinin satışının yapıldığı yerlerde yatırımcılar için hazır bulundurulmaktadır.
- Günlük Gazete ve Periyodik Dergiler: Birçok gazetede düzenli olarak yatırım fonu katılma belgelerinin fiyatları ilan edilmektedir. Ayrıca, periyodik ekonomi dergilerinde yatırım fonlarına ilişkin dönemsel getirileri karşılaştırmalı olarak bulmak da mümkündür.

2.2.10. Yatırım Fonlarında Denetim

Yatırım fonunun kurucusu, her fon için belirli özellikleri taşıyan en az bir denetçi tayin etmek zorundadır. Yatırım fonları ayrıca, yapılacak bir sözleşme kapsamında 6 aylık ve yıllık periyotlar şeklinde bağımsız dış denetim şirketleri tarafından denetlenmektedir. Yıllık denetim raporunun Sermaye Piyasası Kuruluna gönderilmesi gerekmektedir. Kurul, yatırım fonlarını her an denetleme yetkisine sahiptir (Civan, 2007:64).

2.2.11. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi

Yatırım fonu katılma belgeleri sermaye piyasası kanununa göre menkul sermaye iradı kapsamında değerlendirildiğinde gelir vergisi kanununun 75-1 maddesi uyarınca vergilendirilmektedir. Menkul sermaye iradı, ilgili kanunda “Sahibinin ticari, zirai ve mesleki faaliyeti dışında nakdi sermaye veya para ile temsil edilen değerlerden müteşekkil sermaye dolayısıyla elde ettiği kar payı, faiz, kira ve benzeri iratlar menkul sermaye iradıdır” şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanımdan yola çıkarak “yatırım fonları katılma belgelerine ödenen kar payları ile konut finansmanı fonlarını temsilen ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlere ve varlık finansmanı fonlarını temsilen ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlere ödenen faiz, kar payı veya benzeri gelirler” vergiye tabidir (Sermaye Piyasası Mevzuatı: 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanununda Menkul Sermaye İradının Vergilendirilmesi İle İlgili Ana Hükümler, md. 75).

Yatırım fonlarından elde edilen kazançlar, fona katılma belgelerinin fona teslimi veya el değiştirmesi suretiyle sağlanmaktadır.

Kurumlar vergisi açısından, istisnalar ile ilgili düzenlemeleri içeren 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 4. maddesinin 1/d bendine göre, Türkiye'de kurulu menkul kıymet yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisnadır. Gelir vergisi açısından ise, vergi tevfiyatı ile ilgili düzenlemeleri içeren 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 67. maddesinin 8 numaralı fıkrasına göre, SPK'na göre kurulan menkul kıymet yatırım fonlarının kurumlar vergisinden istisna edilmiş olan portföy kazançları, dağıtılsın yada dağıtılmasın %15 oranında vergi tevfiyatına tabi tutulurken, bu oran 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile SPK'na göre kurulan menkul kıymet yatırım fonları için 01 Ekim 2006 tarihine kadar uygulanmak üzere %10, 1 Ekim 2006 tarihinden itibaren uygulanmak üzere %0'dır.

Menkul kıymet yatırım fonu katılma belgelerinden elde edilen kar paylarında tam mükellef gerçek kişi için, 1 Ekim 2006 tarihinden itibaren %10 oranında stopaja tabi, stopaj nihai vergidir ve beyan edilmez. Sürekli olarak portföyün en az %51'i İMKB'de işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının, bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgelerinin fona iadesinden sağlanan kazançlar üzerinden stopaj yapılamaz. Ayrıca bu gelire beyan da edilmez. Dar mükellef kurumlar için, 1 Ekim 2006 tarihinden itibaren stopaj oranı %0 ve beyan edilmez.

2.2.12. Fonun Sona Ermesi

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 52. maddesi uyarınca, SPK kurucunun iflası veya tasfiyesi durumunda, fonu başka bir kuruluşa tasfiye etmek amacıyla devretmektedir. Saklayıcı kurumun iflası durumunda ise kurucu fon varlığını Kurul'ca uygun görülecek başka bir kuruluşa devretmektedir. Bu durumlar dışında gerçekleşen durumlar karşısında fonun başka bir kurucuya devri ancak Kurul'un görüşünün alınması ile mümkün olmaktadır.

İlgili Tebliğin 53. maddesine göre yatırım fonlarının sona erme nedenleri;

- Kurucunun iflası ve tasfiyesi,

- Fon içtüzüğünde bir süre öngörülmüş ise bu sürenin sona ermesi
- Fon süresiz ise kurucunun Kurul'un uygun görüşünü aldıktan sonra 6 ay öncesinden feshi ihbar etmesi,
- Kurucunun fon kurma koşullarını kaybetmesi,
- Kurucunun mali durumunun zayıflaması, fonun kendi maliyetlerini karşılayamaz durumda olması ve benzer nedenlerle fonun devamının yatırımcıların yararına olmayacağını Kurul'ca tespit edilmiş olması,
- Endeks fonlarda, ay sonları itibarıyla son üç aylık dönemde endeks fonun birim pay değeri ile baz alınan endeksin değeri arasındaki korelasyon katsayısının, fon içtüzüğünde belirtilen korelasyon katsayısının altına düşmesi,
- Fon mal varlığı, fon içtüzüğündeki ilkelere göre tasfiye edilir ve tasfiye bakiyesi katılma sahiplerine payları oranında dağıtılır. Fesih anından itibaren hiçbir katılma belgesi ihraç edilemez ve geri alınamaz.

2.2.13. Türkiye'de Yatırım Fonlarının Gelişimi

Sermaye Piyasası Kanunu'ndan önce Türkiye'de ilk yatırım fonu uygulaması 1979 yılında sermaye piyasasında aracılık işlerini yapan Meban Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş. bünyesinde bir fon kurulmuş ve Meban Yatırım Fonu başlıklı üç dilim halinde piyasaya sürülmüştür. Fakat fazla başarı gösteremeyen bu girişim gerçek anlamda yatırım fonu sayılamamaktadır (Ural, 2010:11).

Yatırım fonlarına ilişkin ilk olarak yasal yapı Türkiye'de 28.07.1981 tarihinde yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile olmuştur. Bu kanuna dayanılarak yapılan ilk düzenleme ise 12.12.1986 tarih ve 19310 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren seri:VII, No:1 sayılı "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği" ile yapılmıştır.

Bu tebliğde belirtildiği üzere menkul kıymet yatırım fonları sadece bankalar tarafından kurulabilmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu 1981 yılında yürürlüğe girmiş ancak 1987 yılına kadar hiçbir banka tarafından yatırım fonu kurma talebi gelmemiştir. 1987 yılının Haziran ayında yapılan bir yasa değişikliği ile hem katılma belgelerinin, hem de portföy içerisinde yer alan menkul kıymetlerin getirilerine vergi muafiyeti

sağlanmış ve 1987 yılının Temmuz ayında Türkiye İş Bankası tarafından ilk yatırım fonunun katılma belgeleri halka arz edilmiştir (Bolak, 1994:90). Bu tarihten Kasım 1988 sonuna kadar geçen 15 aylık süre içinde Türkiye’de 10 banka tarafından 17 menkul kıymet fonu kurularak çalışmaya başlamıştır. İş Fon-1 sırasıyla, Garanti Fon-1 ve Esbank Fon-1 takip etmiştir. Kurumsal yatırımcılardan olan yatırım fonlarının sermaye piyasalarına fon arz eden ekonomik birimler içerisinde önemli bir yeri vardır. Tablo 2.6. bu duruma ilişkin bir gösterge niteliğindedir.

Tablo 2.6. Türkiye’de Yatırım Fon Büyüklükleri (2001-2012)

Yıl	Fon Sayısı	Portföy Değeri (Milyon TL)	Yıl	Fon Sayısı	Portföy Değeri (Milyon TL)
2001	277	4.755.782	2007	297	26.381.161
2002	242	9.346.672	2008	340	23.978.526
2003	245	19.858.160	2009	316	29.608.277
2004	253	24.443.774	2010	486	33.220.000
2005	275	29.374.122	2011	595	30.219.000
2006	289	22.011.576	2012	592	30.688.000

Kaynak: SPK, <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1>

1987 yılında toplam 7 olan fon sayısı 2012 yılı itibari ile 592’ye yükselmiştir. Tablo 2.6. incelendiğinde, gerek fon sayısı gerekse portföy büyüklüğü açısından yatırım fonu sektöründe her geçen gün önemli bir yoğunlaşma olmuştur. 2001 yılında 277’ye yükselmiş olan yatırım fonu sayısı krizin etkisiyle 2002 yılında 242’ye gerilemiştir. Portföy değerleri açısından bakıldığında ise 2002 yılında 9.346.672 TL olan fon değeri 2003 yılında %112.46’lık bir artışla 19.858.160 TL olmuştur. 2004 yılında %23.09’luk bir artışla 24.4 milyon TL, 2005 yılında %20.17’lik bir artışla 29.3 milyon TL, 2006 yılında ise %25.06 oranında bir düşüşle 22 milyon TL olmuştur. 2007 yılına kadar sürekli artış gösteren fon portföy değeri 2008 yılında Türk finans piyasalarının hem iç hem de dış piyasalardaki dalgalanmaların etkisi ile düşüş yaşanmasına neden olmuştur. 2008 yılında fon portföy değeri %9.1 oranında azalarak 26.3 milyon TL’den 23.9 milyon TL’ye gerilerken, 2009 yılında %23.47’lik bir artışla 29.6 milyon TL olmuştur.

Bu artış 2010 yılına kadar devam etmiş ancak 2011 ve 2012 yıllarında tekrar bir azalma yaşanmıştır.

Çalışmamızın konusu nedeniyle A tipi fonların üzerinde daha fazla durulacaktır. A tipi yatırım fonları içerisinde, hisse senedi, hazine bonosu vs. şeklinde bir portföy oluşturabilmek mümkün olmaktadır. Ayrıca A tipi fonlarda uzman yönetim, risk dağılımı, nakde çevrilebilme, çeşitlilik imkânları ve uzun vadede B tipi fonlara göre daha yüksek getiri sağlama A tipi fonların üstünlükleri arasında yer almaktadır.

2012 yılından sonra Türkiye’de aracı kurum ve bankalar tarafından kurulmuş olan A tipi fon sayısı bir önceki yıla göre 1 adet artış göstererek 122 olmuştur. BİST-100 endeksinde görülen %52’lik artışa karşılık bu yılda A tipi yatırım fonu portföyündeki artış %11 olarak gerçekleşmiş ve toplam portföy değeri 1,6 milyar TL olmuştur. Karma fonlar ise 419 milyon TL büyüklük ile A tipi fon portföyünün ilk sırasında yer almakla birlikte toplam portföyün dörtte birini oluşturmaktadır. Karma fonlardan sonra ikinci sırada 324 milyon TL’lik portföy büyüklüğü ile değişken fonlar bulunmaktadır. Endekste rekor artışlara rağmen portföylerinin en az %80’ini baz alınan endekste hisse senetlerine yatırım yapan endeks fonlarındaki artış %5’te kalmıştır. Aynı dönem içerisinde portföylerinin yarıdan fazlasını hisse senetlerine yatıran hisse senedi fonlarının portföy büyüklüğü %31 artış göstermiştir.

İştirak fonlarının portföy büyüklüğü yarı yarıya azalarak 128 milyon TL’ye gerilemiş fakat katılma payları daha önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlarda bulunan özel fonların portföy büyüklüğü ise 185 milyon TL’ye çıkmıştır.

Tablo 2.7. A Tipi Fonları Portföy Değerleri (2006-2011)

A Tipi Fonların Portföy Değerleri (Milyon TL)						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Karma Fon	141	183	179	288	371	352
Değişken Fon	235	199	109	203	269	269
Endeks Fon	156	140	98	186	315	260

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Hisse Senedi Fonu	52	79	58	127	167	172
Özel Fon	93	127	74	104	137	139
İştirak Fonu	54	23	30	105	150	221
Borsa Yatırım Fonu	80	120	40	58	77	49
Yabancı MK Fonu	1	0	1	1	1	1
Sektör Fonu	21	9	3	0	0	0
Fon Sepeti Fonu	0	3	3	4	5	5
Toplam	832	884	594	1.076	1.492	1.468

Kaynak:TSPAKB, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/0/AIM_Yillik/TSP2012.pdf.

Tablo 2.7'ye baktığımızda yatırım fonları portföy değerleri 2008 krizinde düşüş yaşamıştır. Krizden sonra portföy değerlerinde yaklaşık %100'e yakın bir artış olmuştur. Borsa yatırım fonları krizden sonra 2010 yılına kadar artış göstererek 77 milyon TL olmuş 2011 yılında yaşanan düşüş ile yaklaşık olarak yeniden 2008 yılı seviyelerine gerilemiş ve 2012 yılında portföy büyüklüğü %38'lik artışla 67 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Tablo 2.8. A Tipi Fonların Portföy Dağılımı (2005-2011)

A Tipi Fonların Portföy Dağılımı							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Hisse Senedi	%70	%65	%69	%58	%64	%66	%64
Tahvil Bono	%15	%18	%15	%28	%19	%22	%17
Repo	%13	%16	%15	%13	%16	%12	%16
TPP	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%1
Diğer	%2	%1	%1	%1	%1	%1	%2

TPP: Takasbank Para Piyasası

Kaynak:TSPAKB, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/0/AIM_Yillik/TSP2012.pdf.

Tablo 2.8'e göre A tipi portföy dağılımlarını incelediğimizde, portföyde bulunan hisse senedi yatırımlarının payında 2008 yılında düşüş yaşanmış fakat tahvil bono payında ise artış olmuştur. 2008 yılında hisse senedi payı %58 iken tahvil bono payı

%28'dir. Tahvil bono payında krizden sonra endeksteeki artışa rağmen düşüş olmuştur. 2009 yılında hisse senedi payında bir önceki yıla göre 6 puanlık bir artış olmuştur. Buna karşılık tahvil bono payında ise 9 puanlık bir düşüş meydana gelmiştir. Repo payında ise 3 puanlık bir artış söz konusudur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ÖLÇÜMÜ

3.1. YATIRIM FONLARININ PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİNİN AMACI ve ÖNEMİ

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

Bütün konularda alınan kararların uygulamaya konulduktan sonra, elde edilen sonuçların değerlendirilerek, bir geri bildirim mekanizmasının sağlanması, karar alma sürecinin başarısı için zorunludur. Öte yandan bir yatırım kararı alınıp, uygulamaya konulduktan sonra bir geri bildirim mekanizmasının oluşması, yatırım kararının gözden geçirilmesi ve burada geçen süre performans değerlemesi olarak adlandırılmaktadır. Performans değerlemesi ile portföylerde, yatırım başarısını karşılaştırmak ve yorumlamak anlaşılmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:551-552).

Yatırım sürecinin başarısı veya sonuçların değerlendirilmesi, yapılan yatırımdan beklenen amaçlara ulaşılıp ulaşılmadığının, özellikle beklenen getirinin elde edilip edilmediğinin değerlendirilmesi ile belirlenecektir (Karacabey, 1998:89).

Genel olarak yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesinin amaçları şunlardır (Çalık, 2010:40-41):

- Yatırım fonu yöneticileri, yönettikleri portföyün yönetilmeyen portföye oranla daha yüksek bir getiri sağladığını iddia ederler. Bu iddianın doğruluğunun tespit edilebilmesi için, yönetilen portföylerin performanslarının belirlenmesi ve belirlenen değerlerinde yönetilmeyen portföylerle karşılaştırılması gerekir. Bu nedenle performans değerlendirilmesinin ilk amacı, bu karşılaştırmayı mümkün kılmaktır.

- Fonların değerlendirilmesinin diğer bir nedeni ise yönetilen portföyleri birbirleriyle karşılaştırmaktır. Bu şekilde yatırımcı en iyi performansa sahip yatırım fonunu seçebilmektedir.
- Yatırım fonlarını değerlendirmenin üçüncü amacı ise iç denetimdir. İç denetim ile yatırım fonu yöneticilerinin fon yönetmedeki başarıları tespit edilmektedir. Başarı istenilen düzeyde değilse bunun sebepleri araştırılmakta ve düzeltme yoluna gidilmektedir.
- Fonların değerlendirilmesinin bir başka amacı da, akademisyenlerin yapacakları çalışmalara veriler sağlamaktır. Yatırım fonlarının başka hiçbir yönetilen portföyün sahip olmadığı şekilde uzun dönemli ve kesiksiz veriye sahip olması, akademisyenlerin portföy performansı konusunda yaptıkları hemen hemen bütün çalışmalarda bu verileri kullanmasına neden olmaktadır.

Bir portföyün yönetilmesi, mevzuatın ve içtüzüğünün izin verdiği sınırlar içerisinde, portföye varlık alınması, portföydeki varlıkların satılması ve bu varlıkların getirilerinin tahsil edilmesi faaliyetlerinden meydana gelmektedir. Varlıkların alınıp satılması kararlarına dayanak teşkil eden her türlü araştırma ve analiz gibi faaliyetler de portföy yönetiminin kapsamına girmektedir. Bir başka ifade ile portföy yönetimi, finansal araçlardan oluşturulan portföylerin müşteri adına, müşterinin beklediği risk oranı ve süre çerçevesinde maksimum verimi sağlayacak şekilde vekil sıfatı ile yönetilmesidir (Usta, 2008:318).

Portföy yönetimi dinamik bir süreç olmakla birlikte şu beş temel aşamadan oluşmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 1998:16):

- Yatırım politikalarının belirlenmesi,
- Menkul kıymetlerin analizi,
- Portföyün oluşturulması,
- Portföyün revize edilmesi,
- Portföy performansının değerlendirilmesidir.

İlk aşama olan yatırım politikasının belirlenmesi, yatırımcının yatırım için ayırdığı parasal miktarı, riske karşı tutumunu ve yatırımdan elde etmeyi beklediği

getiriyi açık bir şekilde ortaya koymayı amaçlamaktadır. Bu aşamada belirlenecek olan politikalara göre portföyü oluşturacak menkul kıymet grubu yada grupları ortaya çıkabilmektedir. Bir sonraki aşama ise söz konusu gruplar içerisinde yer alan menkul kıymetlerin analizlerinin yapılması aşamasıdır. Menkul kıymetlerin analizinde amaç, menkul kıymetlerin geleceğe ilişkin performanslarının menkul kıymetlerin iç ilişkilerini de kapsayacak şekilde belirlemektir. Sürecin üçüncü aşaması olan portföyün oluşturulmasında ise, analizi yapılan menkul kıymetlerden hangilerinin portföye dahil edileceği, yatırım yapılacak olan ağırlıkları ile birlikte belirlenmektedir. Bu aşamada yapılan, bir önceki aşamada belirlenmiş olan bireysel menkul kıymet performans tahminlerini portföy performansları ile ilgili tahminlere dönüştürmek ve çok sayıdaki olası portföyler içerisinde etkin olanını seçmektir. Başka bir deyişle, risk birimi başına en yüksek getiriyi yada getiri başına en düşük riski sağlayan portföy seçilmektedir. Dördüncü aşama, belirli aralıklarla ilk üç aşamanın tekrarlanmasından oluşmaktadır. Yani portföyün revize edilmesi aşamasıdır. Fon portföylerinin yönetiminde son aşama ise, oluşturulan portföyün belirli aralıklarla ilgili dönemde nasıl bir performans sergilediğini, getirinin yanı sıra riski de esas alarak yada başka bir deyişle getiriyi riske göre düzelterek belirlemektir (Karacabey, 1998:90-91).

3.2. YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN GETİRİ VE RİSK KAVRAMLARI İLE HESAPLAMALARI

Yatırım fonlarının performansını değerlendirebilmek için bazı değişkenlere ilişkin verilere ihtiyaç duyulmaktadır. Bu nedenle performans değerlemesinde, getiri ve risk değişkenlerine ilave olarak karşılaştırma kriterine ait veriler kullanılmaktadır.

Yatırım fonu performansı analizinde genellikle bir fonun getirisi benzer riske sahip başka bir portföyün getirisi ile karşılaştırılmaktadır. Diğer karşılaştırmalarda ise, karşılaştırmalar çok farklı risk düzeylerine sahip fonlar arasında yapılabilecek şekilde kesin bir risk getiri bileşimi geliştirilmektedir. Burada risk ve getirinin tam olarak neyi ifade ettiğini iyi anlamak gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle, performans değerlemesinde kullanılacak getiri ve risk ölçüleri doğru bir şekilde belirlenmelidir (Sarıtış, 2001:66).

3.2.1. Getiri Kavramı ve Hesaplamaları

Getiri en genel anlamıyla yapılan yatırımın yatırımcıya geri dönüşünü ifade etmektedir. Menkul kıymetlerine yapılan yatırım, yatırımcısına; cari kazanç ve sermaye kazancı olmak üzere iki şekilde getiri sağlamaktadır. Cari kazanç menkul kıymetlerden elde edilen temettü veya faiz şeklinde olabilecek dönemsel nakit akışı iken sermaye kazancı, menkul kıymete yapılan yatırım sonucu menkul kıymetin değerinin artması ve menkul kıymetin fiyatına bu artışın yansımalarıdır. Dolayısıyla menkul kıymetin satın alındığı dönemdeki fiyatı ile yatırım süresi sonundaki fiyatı arasındaki olumlu fark menkul kıymetin sermaye kazancı olmaktadır (Gerek, 2007:91).

Yatırım kararlarının verilmesinde risk ve getiri temel unsurları oluşturmaktadır. Burada getiri yatırıma yöneltilen kaynakların karşılığında elde edileni gösterirken, risk de bu durumun gerçekleşme olasılığını göstermektedir (Ercan ve Ban, 2012:177).

Yatırımlardan elde edilen getirileri hesaplamanın ve bunu bir yüzde şeklinde ortaya koymanın, yatırım seçeneklerini birbirleriyle karşılaştırma bakımından büyük bir arz etmektedir. Bir yatırım fonunun belli bir döneme ait getirisi, fonun net varlık değerinde meydana gelen değişimin, fonun dönem başındaki net varlık değerine bölünmesiyle elde edilmektedir. Bir yatırım fonunun belli bir dönemdeki getirisi şu şekilde hesaplanmaktadır (Karacabey, 1998:93):

$$R_p = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$$

R_p : Fonun getirisini,

V_t : Fonun Dönem sonundaki değerini,

V_{t-1} : Fonun dönem başındaki değerini ifade etmektedir.

Yatırım fonlarının performansının ölçülmesinde kullanılan bu yöntem sadece portföyün getirisini dikkate almakta ve riski göz ardı etmektedir. Karşılaştırılan fonlar aynı risk düzeyinde ise karşılaştırma işlemi etkili ve kolay olmaktadır. Ancak karşılaştırılan fonların aynı risk düzeyinde olmaması durumunda ise karşılaştırmada risk farkında dikkate alınması zorunlu olmaktadır.

Birden fazla döneme ilişkin ve dönem içi nakit giriş ve çıkışlarında göz önünde bulundurarak getiriye hesaplamada kullanılabilen iki yöntem bulunmaktadır. Bunlar; iç getiri oranı ve zaman ağırlıklı getiri oranı yöntemleridir (Karacabey, 1998:94).

İç getiri oranı, nakit girişlerinin bugünkü değerini nakit çıkışlarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranıdır. Bu yöntem şu şekilde formüle edilmektedir:

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

Bu formülde; (C) nakit hareketlerini, (r) iç getiri oranını ifade etmektedir.

Zaman ağırlıklı getiri oranı ise, bütün nakit akımlarının tekrar yatırıldığı varsayımı ile değerlendirme dönemi için ilk portföyün bileşik büyüme oranını ölçmektedir. Bu yöntemin formülü ise aşağıdaki gibidir:

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

Burada, getirinin hesaplanacağı dönemi her bir nakit hareketi olduğunda alt dönemlere ayırıp, bu alt dönemlerin getirilerini $r_p = (V_t - V_{t-1}) / V_{t-1}$ formülüne göre hesaplayarak (r_{pn}) değerleri bulunacaktır. Bulunan alt dönem getirileri daha sonra yukarıdaki formülde yerine konulmakta ve portföyün değerlendirme dönemindeki getirisi hesaplanmaktadır (Karacabey, 1998:94-95).

Bu iki yöntemden iç getiri oranı daha gerçekçi sonuçlar verdiği için genellikle daha çok tercih edilmektedir. Fakat iki yöntemin sonuçları birbirinden farklı çıktığında ise iç getiri oranı yerine zaman ağırlıklı getiri oranının kullanılması daha uygun olmaktadır. İç getiri oranı yönteminde, getiri yöneticinin kontrolü altında olmayan nakit akışlarının hacim ve zamanlamasından çok fazla etkilenmektedir. Buna karşın, zaman ağırlıklı yöntem fon yöneticisinin katkılarının sınırlı olduğu emekli ve hayat sigortası gibi fonlarda daha gerçekçi sonuçlar vermekle birlikte bu tür fonlarda para girişi aylık primlere dayanmakta iken para çıkışında maaş ve tazminatlara bağlıdır (Karan, 2004:669).

Ayrıca ortalama getiri oranını hesaplamak için; aritmetik ortalama ve geometrik ortalama olmak üzere iki oran kullanılmaktadır. Bu oranlar (Kılıç, 2002:43):

$$\text{Aritmetik Ortalama} = (r_1 + r_2 + \dots + r_T) / T$$

$$\text{Geometrik Ortalama} = [(1 + r_1)(1 + r_2) \dots (1 + r_T)]^{1/T} - 1$$

Geometrik ortalama, geçmişe ait getirilerin ölçülmesinde oldukça kesin sonuçlar vermektedir. Buna karşılık aritmetik ortalamadan düşük değerler elde eden geometrik ortalama, geleceğe ilişkin değerleri beklenenden daha düşük olarak tahmin etme hatasına düşebilmektedir. Aritmetik ortalama ise beklenen değerlerin zaman içinde değişmediğini varsaydığından, tahminlerde çok daha başarılı sonuçlar vermektedir.

3.2.2. Risk Kavramı ve Hesaplamaları

Risk, gelecekte beklenmeyen bir durumun gerçekleşme olasılığı, yaralanma, incinme ve zarara uğrama olarak ifade edilmektedir. Risk finansal açıdan ise, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır. Ayrıca yatırımcının yapmış olduğu yatırımdan sağlayacağı verimin, beklenen verimin altına düşme veya üstüne çıkma ihtimali söz konusu olmaktadır. İşte bu olasılık, yatırımcı için yapmış olduğu yatırımın riskini oluşturmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:470).

Risk yatırım kararlarının verilmesinde yardımcı olmaktadır. Yatırımcı, bir yatırım yapma aşamasında elde edebileceği getirinin yanında katlanacağı riski de ihmal etmemelidir. Optimum bir yatırımda getiri oranının maksimum, risk oranında minimum olması arzu edilmektedir. Bu açıdan bakıldığında; risk getiriye ait olasılıkların bilinmesi olmakla birlikte belirsizliğin objektif bir ölçüsü olmaktadır (Ercan ve Ban, 2012:177-178).

Riskin yapısı incelendiğinde riskin iki bileşeni ortaya çıkmaktadır. Bunlar; belirsizlik ve belirsizliğe maruz kalma durumudur. Finansal piyasalarda yatırımcılar tarafından belirsizlik ve risk kavramları genellikle karıştırılmaktadır. Risk, belirsizliğin ölçülebilen kısmını ifade etmektedir. Geleceğe ilişkin olasılık tahmini subjektif olarak

yapılıyorsa belirsizlikten, objektif olarak yapılıyor ise riskten söz ediliyor demektir (Usta, 2008:253).

Risk beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki farktır. Bu fark büyüdükçe risk de büyümektedir. Bu fark koşulların değişmesinden kaynaklanmaktadır. Bir kısmı menkul kıymeti alınan firmaya özgü olan koşullar, diğer bir kısmı ise, firmayı çevreleyen ve firmanın kontrolünde olmayan koşullardan oluşmaktadır (Sarıslan ve Erol, 2008:309).

Risk derecesi standart sapma ile ölçülmekte ve standart sapmaya bağlı olarak değişmektedir. Varyans, ortalama getiriden sapmaların karelerinin ortalaması, standart sapma ise varyansın kareköküdür. Standart sapma ile risk arasında zıt yönlü bir ilişki vardır. Standart sapmanın yükselmesi riskin arttığı, düşmesi ise riskin azaldığı anlamını taşımakta olup standart sapma ve varyans aşağıdaki formüllerle hesaplanmaktadır (Canbaş ve Vural, 2010:154):

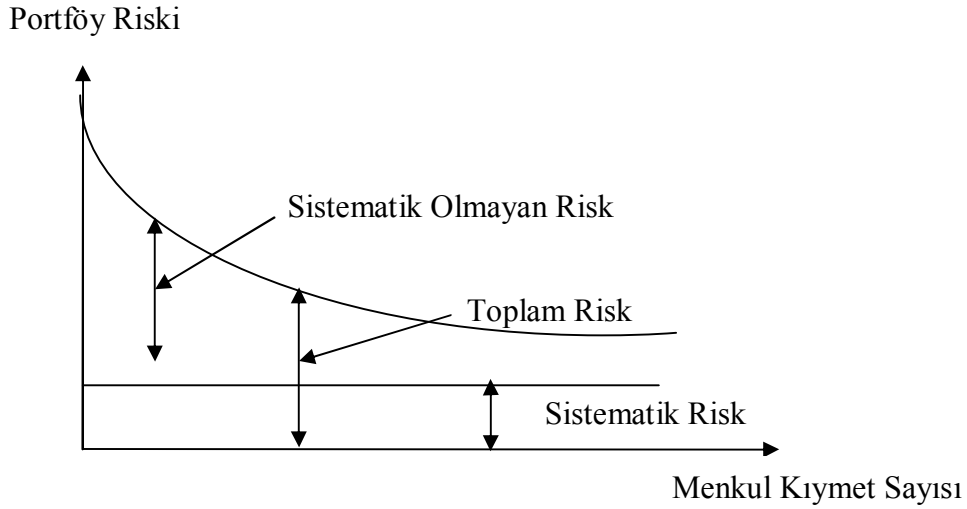
$$\text{Standart sapma} = \sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (x_t - x_{ort})^2}{n-1}}$$

$$\text{Varyans} = \sigma^2 = \frac{\sum_{t=1}^n (x_t - x_{ort})^2}{n-1}$$

Herhangi bir menkul kıymete yatırım yaparken göz önünde bulundurulması gereken en önemli etkenlerden birisi, söz konusu menkul kıymete ait getiri ve risk arasındaki ilişkidir. Bu nedenle performans ölçüm yöntemlerinin de temelini oluşturan getiri ve risk kavramlarının doğru bir şekilde algılanması büyük önem taşımaktadır. Bu amaç doğrultusunda, doğru yatırım kararlarının alınması yönünden toplam risk kaynaklarının ve risk çeşitlerinin neler olduğunun açıklanması gerekmektedir.

3.2.2.1. Toplam Riskin Kaynakları

1952 yılında Markowitz tarafından geliştirilmiş olan modern portföy teorisine göre her bir portföyün riski sistematik ve sistematik olmayan risk olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Sistematik risk, portföy ile piyasa getirisi arasındaki korelasyon ilişkisinden kaynaklanırken, sistematik olmayan risk portföyün kendi getirisinin değişkenliğinden kaynaklanmaktadır. Riskin bu iki çeşidi arasındaki ayrılık portföydeki menkul kıymet sayısındaki artışa farklı tepki vermeleri sebebiyle önem kazanmaktadır. Sistematik olmayan risk, portföy içindeki menkul kıymet sayısının artırılması, yani çeşitlendirme yoluyla azaltılabilmekte iken sistematik riski azaltmak mümkün olmamakla birlikte yatırımcı bu riske katlanmak zorunadır (Kılıç, 2002:46-47). Çeşitlendirme ile portföyün riskinde meydana gelen değişim aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.



Şekil 3.1. Çeşitlendirme ile Risk Arasındaki İlişki

Kaynak: Canbaş, Serpil. Gamze Vural. 2010, **Finansal Yönetim: Açıklamalı Örnekler ve Problemler**, Adana: Karahan Kitabevi, ss.166.

Çeşitlendirme ile risk arasındaki ilişkiyi gösteren şekil 3.1'de görüldüğü gibi, portföy içerisindeki menkul kıymet sayısı arttıkça, yani çeşitlendirme yapıldıkça, portföyün toplam riski azalmaktadır. Fakat toplam riskteki bu azalma, çeşitlendirme ile sistematik olmayan riskin azaltılmasından kaynaklanmaktadır. Yatay eksene paralel bir

doğru ile gosterilen sistematik riskin ise yatırımcının kontrolünde olmayan ve piyasadaki bütun varlıkların fiyatlarını etkileyen risk kaynağı olduğu için çeşitlendirme yolu ile azaltılması mümkün olmamaktadır.

Bir portfoyun sistematik ve sistematik olmayan riskinden oluşan toplam riskin formül ile gosterimi aşağıdaki gibidir (Korkmaz ve Ceylan, 2012:489):

Toplam Risk = Sistematik Risk + Sistematik Olmayan Risk

$$\sigma_p = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2r_{AB} \sigma_A \sigma_B W_A W_B}$$

Portfoy kuramında yatırımcının riski kontrol altına alabilme ve sınırlayabilme olanağının olup olmamasına gore, toplam risk, sistematik ve sistematik olmayan riskler şeklinde iki ana gruba ayrılmaktadır (Ceylan, 2001:538).

3.2.2.1.1. Sistematik Risk

Sistematik risk, bütun yatırımların getirilerini etkileyen risk olarak tanımlanmaktadır. Piyasada bulunan varlıkların tamamı yükselme trendine girdiği zaman menkul kıymetlerin birçoğunun fiyatı yükselmektedir. Bir finansal varlığın getirisi ile kendi sınıfındaki tüm finansal varlıkların getirileri arasında sistematik bir ilişki bulunmaktadır. Bu sistematik ilişkinin varlığından dolayı menkul kıymetlerden oluşturulacak bir portfoy ile çeşitlendirme yapmak, riskin bu tür bir kaynağını azaltamaz. Bundan dolayı sistematik olmayan risk, eşitlendirilmeyen risk olarak ifade edilmektedir (Usta, 2008:254).

Sistematik risk türleri: Satın alma gücü riski, faiz oranı riski, piyasa riski, politik risk ve kur riskidir.

Satın Alma Gücü Riski: Enflasyon riski olarak da ifade edilmektedir. Enflasyon, paranın değerinin ani ve hızlı bir şekilde düşmesi, fiyatlar genel seviyesinin yükselmesi yani satın alma gücündeki kayıplar olarak tanımlanmaktadır. Eğer, fiyatlar genel seviyesi belirgin ve sürekli olarak artıyor ve bu artış yatırımın getirisinin üstünde meydana geliyorsa satın alma gücünde azalma meydana gelmiş demektir. Bu durumda,

menkul kıymet yatırımları için nominal ve reel olmak üzere iki kazançtan söz edilebilmektedir. Nominal kazançta paranın satın alma gücündeki düşüşler hesaba katılmamaktadır. Enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde nominal kazanç anlamlı olmamakla birlikte bu ülkelerde reel kazancın hesap edilmesi gerekmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2012:492-493).

Faiz Oranı Riski: Piyasa faiz oranlarındaki dalgalanma olasılığını ifade etmektedir. Bu dalgalanmalar, sabit faiz getirisine sahip menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarında ve dolayısıyla getirilerinde değişmelere neden olmaktadır. Piyasa faiz oranı ile menkul kıymetlerin fiyatları arasında zıt yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Faiz oranları yükseldiğinde sabit getirili menkul kıymetlerin fiyatı düşeceğinden elindeki menkul kıymeti vadesinden önce satmak isteyen yatırımcı zarar görecektir (Ural, 2010:37).

Piyasa Riski: Sermaye piyasasında belirli bir neden veya nedenlerden dolayı fiyat oynamalarının yanında geçerli bir ekonomik nedeni olmayan fiyat değişimleri de görülmektedir. Geçerli bir ekonomik nedeni olmayan, genellikle psikolojik etkilerin sonucunda finansal varlıkların fiyatında meydana gelen bu düşüşler yatırımcılar açısından piyasa riskini oluşturmaktadır (Canbaş ve Vural, 2010:165).

Politik Risk: Politik risk, piyasa riski ile iç içe olan bir risk olmakla birlikte siyasal alanda meydana gelen bir istikrarsızlık ilk etkilerini ekonomik ortama yansıtmakta, ekonomik göstergeleri belirsizliğe itmektedir. Ekonomik krizlerin ortaya çıkma ihtimali yatırım tutarının düzeyini direkt etkilemekte, belki de yatırım kararından vazgeçilmesine neden olmaktadır (Demireli, 2007:125).

Kur Riski: Döviz kuru riski olarak adlandırılan kur riski, yabancı paraların değerinde meydana gelen değişimle ortaya çıkan bir risk çeşididir. Yatırımcıların bir yatırım aracı olarak gördükleri dövizde, yaptıkları yatırımdan daha fazla bir artış veya böyle bir artış olası ise genellikle yatırımcılar tasarruflarını dövizde yöneltmektedir. Dövizde ortaya çıkan artış, aslında ülke ekonomisindeki ödemeler dengesinde meydana gelen bir dengesizlik sonucunda ortaya çıkan enflasyonun sonucudur. Yatırımcı yatırımlarını değerlendirirken, en azından enflasyon oranındaki artış kadar geliri olması gerektiğini düşünmektedir. Çünkü ancak böylece tasarruflarının satın alma gücünü

korumuş olacaktır. Yatırımcı için önemli bir kriter de kurlarda meydana gelen değişimdir (Sayım ve Aydın, 2011:253).

3.2.2.1.2. Sistemik Olmayan Risk

Sistemik olmayan risk, menkul kıymet sahibi firmaya yada firmanın faaliyet gösterdiği sektöre bağlı risk olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca, yatırım konusu varlığı ihraç eden firmanın uyguladığı politikalar ve faaliyet gösterdiği sektör itibarıyla piyasa değerinde yaşayabileceği dalgalanmalar yatırımcılar için risk oluşturmaktadır. Sistemik olmayan riski kısmen yada tamamen ortadan kaldırmak için portföyü çok iyi bir şekilde çeşitlendirmek gerekmektedir (Ural, 2010:38).

Sistemik olmayan risk kaynakları, finansal risk, yönetim riski, endüstri riski ve faaliyet riski olmak üzere dört çeşidi bulunmaktadır.

Finansal Risk: Finansal risk, firmanın sermaye yapısından kaynaklanan, firma tarafından kontrol edilmesi mümkün olan ve çeşitlendirme ile yok edilebilen bir risk türüdür. Firmalar, borcun kaldırma etkisinden yararlanmak için yüksek finansal risklere katlanabilirler ayrıca risk ile getiri arasında aynı yönlü bir ilişkinin olduğu bilinmektedir. Hiç borç kullanmayarak da firmalar finansal riski yok edebilmektedir. Yatırımcılar kaldırma etkisinden faydalanarak en uygun sermaye bileşimini bulabilmektedir (Ercan ve Ban, 2012:180).

Yönetim Riski: Yönetim riski, işletmenin yöneticileri tarafından uygulanan politikaların hatalarını ortaya koyan bir risk türü olarak ifade edilmektedir. İşletme yönetiminin yapacağı hatalar işletmeyi doğrudan etkilemektedir. Yatırımcı işletme verimliliği hakkında bilgi edinirken yararlanacağı önemli bir kriter olacaktır. İşletme yönetiminin alacağı her türlü karar işletmenin gelecekteki durumunu olumlu yada olumsuz etkileyecektir (Usta ve Demireli, 2010:29).

Endüstri Riski: Endüstri riski sadece endüstri ve ekonomik sebeplerden değil bazı yasa ve tutumlardan da kaynaklanmaktadır. Bu risk endüstrilerde dalgalanmalara neden olabilmektedir. Bu tür dalgalanmalar sektörlerde bulunan işletmeleri olumsuz yönde etkilemektedir (Civan, 2007:347).

Faaliyet Riski: İnsan ve teknolojik hata yada kazalar sonucu meydana gelen riskler faaliyet riski olarak tanımlanmaktadır. Hile, yönetim hatası, yetersiz süreçler ve kontrolleri kapsamaktadır. Faaliyet riski ayrıca piyasa ve kredi riskine neden olabilmektedir. Faaliyet risklerine karşı en iyi korunma, süreçlerin azaltılması, sorumlulukların net olarak belirlenmesi ve düzenli bir faaliyet planlaması yapmaktır (Usta, 2008:262).

3.3. YATIRIM FONLARI PERFORMANSININ ÖLÇÜM TEMELİ VE TEKNİKLERİ

Yatırım fonlarının performansının değerlendirilmesine ilişkin çalışmalar iki ayrı dönemde ele alınmaktadır. 1960'lı yıllarda başlayan birinci dönem çalışmaları Sharpe ve diğerleri tarafından geliştirilen “Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli”ni kullanarak pazarın etkinliğini ölçmeye çalışan çalışmalardır. İkinci dönem çalışmalar ise pazarın etkinliğinin değerlendirilmesinden çok, ilk dönem çalışmalarda geliştirilen portföy sıralama yöntemlerinin test edilmesiyle ilgilenmektedir. İlk dönem çalışmalarından elde edilen sonuç etkin pazar hipotezinin geçerliğini ortaya koymaktadır. Bundan dolayı bilgi edinme ve portföy yönetme amacıyla yapılan çalışmalar boşa gittiği şeklindedir. İkinci dönem çalışmaların çoğu konuya daha farklı bir yönden yaklaştığı için bu görüş bu zamana kadar baskınlığını sürdürebilmektedir (Karacabey, 1998:104).

Modern portföy teorisinin temelleri 1952'li yıllarda Markowitz'in “Portföy Seçimi” adlı makalesine dayanmaktadır. Bu makalede Markowitz, portföyün beklenen getirisi ile riskin nasıl ölçülebileceğini ortaya koymaktadır. Markowitz, risk, beklenen getiri, etkin çeşitlendirme, optimum portföy yönetimi gibi kavramların üzerinde durmaktadır (Usta, 2008:342).

Markowitz modern portföy teorisinde 3 önemli nokta üzerinde durmuştur. Bunlardan ilki ve en önemli olanı portföy yönetiminde kısımların veya parçaların toplamının bütüne eşit olmadığını ispatlamasıdır. İkinci katkısı ise, yatırımcıların bazı portföyler de aynı getiri düzeyinde riski düşük olanı tercih etmelerini veya aynı risk düzeyinde getirisi yüksek olanı tercih etmeyi yani üstünlük ilkesini ileri sürmüştür. Son

katkısında da etkin sınır birden çok hesaplama ile yapılabilmektedir (Ercan ve Ban, 2012:189).

Yatırımcının vermesi gereken karar, mümkün portföy seti içinde optimum portföy seçimini gerçekleştirmektir. Risk ile getiri arasında doğru yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Risk arttıkça getiri de artmaktadır. Getiri artarken riskin minimizasyonunu sağlamak için, belli bir risk seviyesinde getirinin maksimizasyonu sağlamak amaçlanmaktadır. Yatırımcıların davranışlarına ilişkin varsayımlar şu şekildedir (Usta, 2008:343):

- Yatırımcı, her yatırım seçeneğini beklenen getirilerin olasılık dağılımları ile değerlendirmektedir.
- Yatırımcı, tek dönemde beklenen faydayı maksimize etmeye çalışmaktadır.
- Yatırımcılar, portföyün riskini getirilerin beklenen getiriden sapmaları şeklinde ifade etmektedir.
- Yatırımcılar, kararlarını tümüyle ve sadece risk ve beklenen getiri temelinde vermektedir.
- Yatırımcılar, belli risk düzeyinde yüksek getiriye düşük getiriye veya belirli bir getiri düzeyinde düşük riski yüksek riske tercih etmektedir.
- Yatırımcılar, almak istedikleri menkul kıymetlere ait işletme ve pazar hakkında herhangi bir maliyete katlanmadan bilgi alabilmektedir.
- Bütün yatırımcılar, menkul kıymetlerin beklenen getirileri, standart sapmaları ve korelasyonuna ilişkin aynı bilgiye sahip olmaktadır.

Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli, Markowitz'in 1952 yılında ortaya koyduğu modern portföy teorisinden sonra Sharpe 1964 yılındaki teorik çalışması ile ilk teorik altyapıyı ortaya koymuştur. Lintner (1965) ve Mossin (1966) tarafından model geliştirilmiştir. Bu model, bir varlığın riski ile beklenen getirisi arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. Bu ilişkide iki önemli görevi yerine getirmektedir. Birincisinde bir yatırımın belirli bir risk düzeyinde gerçek getirisinin ne olması gerektiğine cevap vermektedir. Böylece yatırımın gerçekleşen getirisi ile teorik olarak olması gereken getirisini karşılaştırma imkanı da doğmaktadır. İkincisinin de ise henüz piyasada fiyatı olmayan bir varlığın fiyatını tahmin etmemize yardımcı olmaktadır (Kılıç, 2002:48-49).

SVFM, portföy kararlarını daha kolaylaştırmakta ve uygulanabilme olanağını artırmaktadır. Ayrıca modelin önemli bir özelliği de sadece portföy için değil, aynı zamanda tek bir menkul kıymete uygulanabilmesidir. Bu sayede portföye alınacak menkul kıymet sayısı artmakta ve portföy risk ve getirisi hesaplanması ile ilgili sorunlar ortadan kalkmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:530).

Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modelinin varsayımları aşağıdaki gibidir (Usta, 2008:361-362):

- Yatırımcı portföyünü bir dönemlik beklenen getiriyi ve standart sapmayı inceleyerek değerlendirmektedir.
- Yatırımcı sürekli daha yüksek getiri beklemektedir. Yatırımcı beklenen getirisi hariç her şeyi aynı olan iki portföyden yüksek beklenen getirisi olanı seçmektedir.
- Yatırımcı riskten kaçmaktadır. Standart sapmaları dışında her şeyi aynı olan iki portföyden düşük standart sapmalı olanı tercih edilmektedir.
- Bireysel varlıklar sonsuz bölünebilir yani eğer yatırımcı çok isterse payın küçük bir yüzdesini bile satın alabilir.
- Yatırımcının hem ödünç verebileceği hem de borç alabileceği bir risksiz oran bulunmaktadır.
- İşlem maliyeti dikkate alınmamaktadır.
- Bütün yatırımcıların aynı ve bir dönemlik yatırım beklentileri vardır.
- Risksiz oran bütün yatırımcılar için aynıdır.
- Bilgi, bütün yatırımcılar için serbest ve anında ulaşılabilir şekildedir.
- Yatırımcıların beklentileri homojendir.

Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli menkul kıymet seçiminde kullanılan beta analizi ile farklılık göstermemektedir. Hesaplama yöntemi aşağıdaki şekilde gibidir (Civan, 2007:337):

$$r_j = r_f + \beta_j (r_m - r_f)$$

$$\beta_j = \frac{Cov(r_j, r_m)}{\sigma_m^2}$$

r_j : Menkul kıymette veya j portföyünde denge veya istenen beklenen getiri,

r_f : Risksiz faiz oranı,

r_m : Pazar portföy m de beklenen getiri,

$cov(r_j, r_m)$: m piyasa portföyü ile j portföyü arasındaki kovaryans,

σ_m^2 : Piyasa portföyünün varyansını ifade etmektedir.

SVFM, daha çok riskli varlıkların fiyatlandırılmasında kullanılıp, beta katsayısı yardımıyla portföy seçiminde ortaya çıkan sorunları önemli ölçüde gidermektedir. Beta katsayısı, bir menkul kıymetin getirisinin pazar portföyünün getirisi ile olan ilişkisini göstermektedir. Menkul kıymetin getirisi ise standart sapma ile ifade edilen toplam riske bağlıdır. Pazar portföyü ise çok iyi şekilde çeşitlendirilmiş bir portföy olduğu için işletme riski tamamen ortadan kalkmaktadır. Yani toplam riski oluşturan risklerden sistematik risk ortadan kalkmaktadır. Beta katsayısı pazar riskini ifade etmekte yani sistematik riski ölçen bir katsayıdır. Bu durumda bir menkul kıymetin risk primi söz konusu menkul kıymetin portföye olan katkısı ile ölçülmektedir (Usta, 2008:364).

Bir işletmenin beta katsayısını, işletmenin sermaye yapısı, faaliyet derecesi ve işletmenin içinde bulunduğu faaliyet alanı gibi faktörler etkilemektedir. SVFM içerisinde hesaplanan beta katsayısı menkul kıymetlere ait riskin bir nicel ölçüsünü ifade etmektedir. Yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlara göre yüksek beta katsayısına sahip menkul kıymetlerin getirileri de yüksek olmaktadır. Bir portföyün betası, tek bir menkul kıymetin betasından daha istikrarlıdır. Çünkü portföy içerisindeki menkul kıymetlerin betaları birbirlerini dengelemektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2012:536-537).

Yatırım sürecinin son aşamasında ise portföy performansı değerlendirilmektedir. Gerek bireysel gerekse portföy yöneticiliği yapan kuruluşlar ölçülen performans ile ne kadar başarılı olduklarını saptayabilmektedirler. Portföy yönetiminde, belirli bir risk

seviyesinde en yüksek getiriye sahip olmak ve çeşitlendirme yolu ile sistematik olmayan riski ortadan kaldırmak portföy oluşturmak için iki önemli konuyu oluşturmaktadır. Portföy risk primi, risk ile getiri ilişkisine göre portföy performansını ölçmektedir. Portföy risk primi, portföyün toplam getirisinden risksiz faiz oranı çıkartılarak hesaplanmaktadır (Usta, 2008:368):

$$RP_p = TG_p - RFO$$

RP_p: Portföyün toplam getirisi,

TG_p: Sermaye kazancı ve kar payı toplamı,

RFO: Risksiz faiz oranını ifade etmektedir.

Performans değerlendirme ölçütlerinden yaygın olarak kullanılanları Sharpe oranı, M² ölçütü, Treynor endeksi, Jensen Alpha'sı ve Sortino oranıdır. Bu ölçütlerden Sharpe oranı ve M² ölçütü standart sapmayı esas almakta, Treynor endeksi ve Jensen Alpha'sı sistematik riski yani betayı esas almaktadır. Bu oranlar sırasıyla aşağıda açıklanacaktır.

3.3.1. Sharpe Oranı

Sharpe oranı, en sık kullanılan ve basit bir kullanımı olan riske göre düzeltilmiş performans ölçüm tekniklerinden birisi olmakla birlikte portföyün risk primi başına fazla getirisi esas alınmaktadır (Korkmaz ve Uygurtürk, 2009:4).

Bu yöntem 1966 yılında Sharpe tarafından ortaya atılmış ve daha sonra kendi adıyla anılmıştır. Sharpe göre menkul kıymetlerle piyasa arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişkiyi basit doğrusal regresyon doğrusunu ifade etmektedir. Sharpe tarafından ortaya atılan bu yaklaşım Etkin Piyasalar Hipotezi ve Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli'ne dayanmaktadır. Her iki model de rasyonel bir yatırımcının çeşitlenmiş, piyasa portföyünün örneğini temsil eden pasif yönetilen bir portföye sahip olmaya çalışacağını ortaya koymaktadır (Dağlı vd., 2008:90).

Sharpe oranı, portföyün ortalama getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkın portföy getirilerinin standart sapmasına oranlaması yoluyla hesaplanmaktadır. Sharpe oranı aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Usta, 2008:369).

$$S_p = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \text{ veya Risk Primi / Toplam Risk}$$

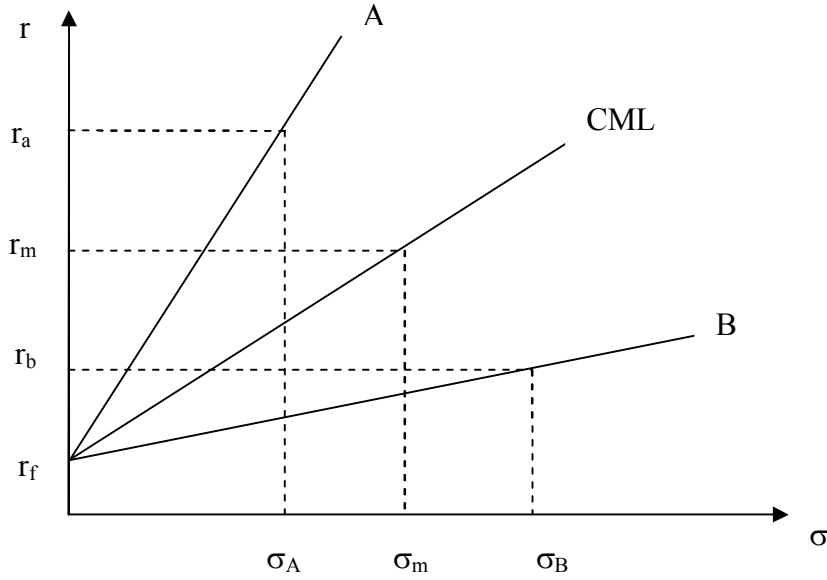
Burada;

S_p : Belirli bir zaman periyodunda portföyün değişkenliğe göre getirisi oranını (Sharpe performans ölçütünü),

r_p : Belirli bir zaman periyodunda portföyün ortalama getirisini,

r_f : Belirli bir zamanda periyodunda risksiz faiz oranı,

σ_p : Belirli bir zaman periyodunda portföy getirilerinin standart sapmasını, göstermektedir.



Şekil 3.2. Sharpe Oranı

Kaynak: Karacabey Argun, Ali. 1998, **A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**, Ankara: Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları, No:21, ss. 119.

Sharpe oranı, sermaye piyasası doğrusunun da yer aldığı dikey ekseninde ortalama getirilerin, yatay ekseninde ise standart sapmanın ölçüldüğü bir düzlemde, dikey kesişim noktası ortalama risksiz faiz oranı olan ve (σ_A, r_A) noktasından geçen doğrunun eğimini

vermektedir. Yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi söz konusu değer eğer Sermaye Piyasa Doğrusu (CML) nun üzerinde yer alıyorsa (A doğrusu gibi) değerlendirilen yatırım fonunun piyasaya göre daha üstün performans gösterdiği, eğer CML'nin altında yer alıyorsa (B doğrusu gibi) piyasaya göre daha düşük performans gösterdiği söylenmektedir. Buna göre, Sharpe oranı eğer CML'nin eğiminden büyük ise fonun performansının yüksek, eğer küçük ise fonun performansının düşük olduğu söylenmektedir. Ayrıca, fonlar kendi aralarında bir sıralamaya tabi tutulduklarında en büyük eğim katsayısına sahip olan yatırım fonu en iyi performansı gösteren fon olmaktadır.

Portföy yöneticilerinin becerilerini ölçebilmek için onların portföyünün Sharpe oranını, pazarın Sharpe oranı ile karşılaştırmak gerekmektedir. Sharpe oranının yüksek olması yöneticinin başarısını gösterirken düşük olması da başarısızlığını göstermektedir (Karan, 2004:673).

Sharpe çalışmasında, iyi çeşitlendirilmiş portföylerin sermaye piyasası doğrusunun üzerinde yer alacağını, doğrudan sapmaların ise geçici olacağını ifade etmektedir.

3.3.2. M² Performans Ölçütü

Sharpe oranı portföy performanslarının sıralanmasında oldukça yararlı olmasına karşın, sayısal değerleri yorumlamak kolay olmamaktadır. Franco Modigliani ve Leah Modigliani tarafından Sharpe oranındaki eksikliği gidermek için M² performans ölçütü geliştirilmiştir. M² performans ölçütü portföylerin performans sıralamasında Sharpe oranı ile aynı sonuçları vermekte ancak anlaşılması ve yorumlanması kolay olmaktadır. Sharpe oranında olduğu gibi M² performans ölçütü de risk ölçütü olarak toplam riski dikkate almakta fakat, karşılaştırma ölçütüne (benchmark) göre portföy getirilerinin performanslarını yorumlamak daha kolay olmaktadır. Karşılaştırma ölçütü olarak genellikle borsa yada sektör endeks getirileri kullanılmaktadır (Ural, 2010:44). Örneğin; A portföyü için Sharpe oranı 0,68, B portföyü için Sharpe oranı 0,75 olsun ve A portföyünün piyasa altında performans gösterdiği varsayalım. Ortalama yatırımcı bunu

bilmeyebilir, dolayısıyla M^2 performans ölçütü endekse göre portföy performansını yorumlamaya imkan sunmaktadır.

Bu yöntemde, ilk olarak yatırım fonu portföyüne Hazine Bonosu eklenmekte ve bu şekilde elde edilen düzeltilmiş yatırım fonu piyasa ile karşılaştırılmaktadır. Örneğin, eğer yatırım fonu piyasasının 1,5 katı standart sapmaya sahipse, düzeltilmiş yatırım fonunun 2/3'ü yönetilen yatırım fonundan, 1/3'ü ise hazine bonosundan oluşacaktır. Sonuçta, piyasanın standart sapması ile düzeltilmiş yatırım fonunun standart sapması aynı olacaktır. Bu sayede aynı standart sapmaya iki portföyün getirilerini karşılaştırmak kolaylaşacaktır (Arslan, 2005:8). M^2 performans ölçütü aşağıdaki gibi formüle edilmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2012:556):

$$M^2 = r_p - r_m$$

r_p : Riski düzeltilmiş portföyün getirisi,

r_m : Piyasanın getirisini ifade etmektedir veya

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

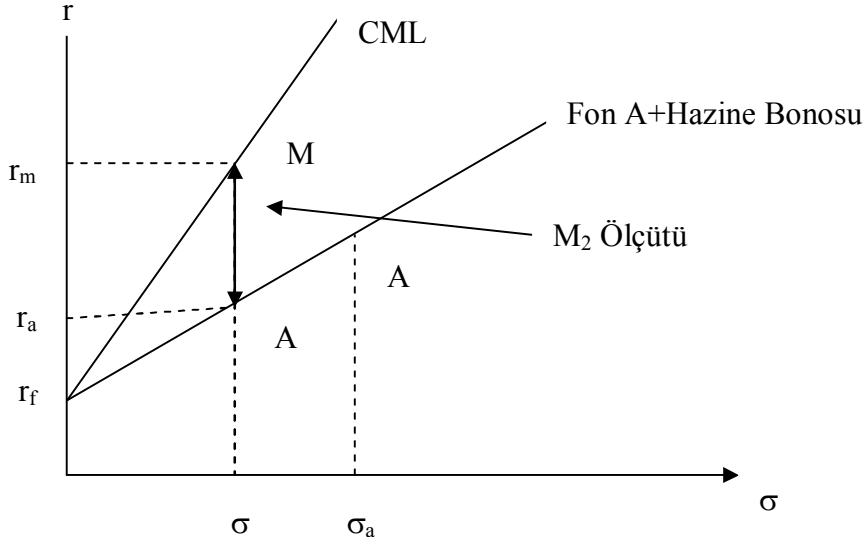
r_a : Yatırım fonunun ortalama getirisi,

r_f : Risksiz faiz oranının ortalama getirisi,

σ_a : Yatırım fonu getirilerinin standart sapması,

σ_{rm} : Piyasa getirilerinin standart sapmasını, ifade etmektedir.

M^2 ne kadar büyük olursa fonun performansı da o kadar yüksek olacağı anlamına gelmektedir. M^2 performans ölçütü aşağıdaki şekildeki gibi gösterilebilmektedir. Bu şekilde Sharpe Oranı'nda olduğu gibi yatay eksen toplam riski, dikey eksen de getiri oranını göstermektedir.



Şekil 3.3. M² Performans Ölçütü

Kaynak: Kılıç, Saim. 2002, **Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, Ankara: İMKB Yayınları, ss. 57.

3.3.3. Treynor Performans Endeksi

Treynor tarafından 1965 yılında geliştirilen bu oran, portföy performansını değerlendirmek için kullanılan ilk model olma özelliği taşımaktadır. Ayrıca bu oran “oyunaklığa göre ödül oranı” olarak da bilinmektedir. Treynor performans endeksi portföyün karakteristik doğrusu ile ilgili kavramlara dayanmaktadır. Karakteristik doğrunun eğimi, sistematik risk göstergesi olan beta katsayısıdır ve Treynor performans endeksi, ölçüsü beta olan ve üstlenilen her bir birim sistematik risk karşılığında elde edilen ek getiriye ölçen oranı ifade etmektedir. Treynor performans endeksi yüksek ise fonun üstlendiği bir birimlik riske karşı daha fazla ek getiri sağladığı bu oranın düşük olduğunda da daha az ek getiri sağladığı anlamına gelmektedir (Atan vd., 2008:51).

Treynor performans endeksi, performansı değerlendirilen portföyün ortalama artırı getirisinin, portföyün sistematik riskine bölünmesiyle elde edilmektedir. Treynor’a göre sistematik riskin hiçbir şekilde ortadan kaldırılamayacağı ancak sistematik olmayan riskin portföy çeşitlendirilmesi ile elimine edileceğini savunmaktadır. Sharpe oranı’nda olduğu gibi, karşılaştırılan portföylerden Treynor performans endeksi büyük

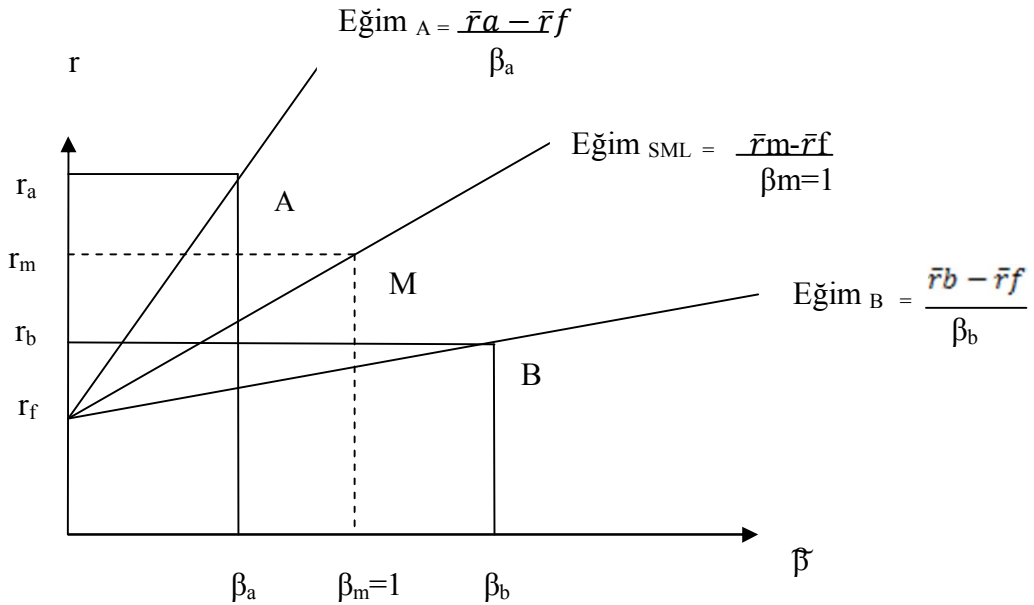
olanın daha başarılı olduğu kabul edilmektedir (Gökgöz ve Günel, 2012:10). Treynor performans endeksinin formülü aşağıdaki şekilde gösterilmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2012:557):

$$\text{Treynor Oranı} = \frac{(r_a - r_f)}{\beta_a} \quad \text{veya Treynor Oranı} = \text{Risk Primi} / \text{Sistematik Risk}$$

r_a : Yatırım fonunun ortalama getirisi,

r_f : Risksiz faiz oranının ortalama getirisi,

β_a : Yatırım fonunun beta katsayısını, ifade etmektedir.



Şekil 3.4. Treynor Performans Endeksi

Kaynak: Kılıç, Saim. 2002, **Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, Ankara: İMKB Yayınları, ss. 59.

Treynor performans endeksi şekil 3.4'de görülen menkul kıymet pazar doğrusu (SML) ve ilgili fonun doğrularının karşılaştırılması ile elde edilmektedir. Şekil 3.4'de yatay eksen sistematik riski, dikey eksen ise getiri oranını göstermektedir. Söz konusu doğru eğer SML'nin üzerinde yer alırsa (Fon A gibi) değerlendirilen fonun pazara göre daha üstün performans gösterdiği, eğer SML'nin altında yer alırsa (Fon B gibi) pazara

göre düşük performans gösterdiği söylenmektedir. Eğim ne kadar büyük olursa fonun performansı da o kadar iyi olmaktadır.

Treynor performans endeksine göre, riskin iki unsuru bulunmaktadır. Birincisi, piyasa hareketlerine bağlı risk, ikincisi ise portföyde bulunan menkul kıymetlerin hareketlerine bağlı olan risk olarak belirtilmektedir. Treynor performans endeksinde, piyasa hareketlerine bağlı riskin belirlenmesinde karakteristik doğrusu kullanılmakta ve bu doğrunun eğimi tüm piyasa getirisine karşılık portföy getirisindeki göreceli dalgalanmanın göstergesi olduğu vurgulanmaktadır. Bu doğrunun eğiminin yüksekliği, piyasa getirilerinin hassasiyetini ve piyasa riskinin büyüklüğünü göstermektedir (Omağ, 2010:239).

3.3.4. Jensen Alpha'sı

Portföy performansını ölçmede kullanılan bu yöntem 1968 yılında Michael C. Jensen tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntem matematiksel ifadesi nedeniyle Jensen Alfası olarak da adlandırılmaktadır. Jensen Alfası, 1960'lı yıllarda geliştirilen ve riske göre düzeltilmiş getirinin hesaplanmasında kullanılan Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli esas alınarak elde edilmektedir (Ural, 2010:47).

Jensen Alfası, portföy performansını tek bir değer üzerinden ölçmektedir. Bu endeks fon getirileri ile pazar getirileri arasında kurulan ilişkinin sabit terimi olan alfa katsayısını ifade etmektedir. Jensen Alfası hesaplanırken gerçekleşen risk ve getiriler hesaplanarak elde edilen getiriden gerçekleşen getirinin çıkarılmasıyla alfa katsayısı hesaplanmaktadır. Hesaplanan alfa katsayısı pozitif ise, portföy yöneticisinin başarılı olduğunu, alfa katsayısı negatif ise yöneticinin başarısız olduğunu ifade etmektedir (Ayaydın, 2013:67).

A ve B olmak üzere farklı iki portföy olduğu kabul edilirse, bu durumda sadece A portföyünün B portföyüne göre iyi olduğunu bilmenin yanında A ve B portföylerinin mutlak ölçüte göre de iyi ve kötü olduğunu bilmek istenir. Jensen alfası bu mutlak ölçütü vermektedir (Kılıç, 2002:60).

Jensen Alfası şu şekilde hesaplanmaktadır (Dağlı vd., 2008:91):

$$\alpha_i = R_i - (R_f + \beta_i(R_p - R_f))$$

α_i : i yatırım fonunun Jensen Alfasını,

R_i : i yatırım fonunun gerçekleşen getiri oranını,

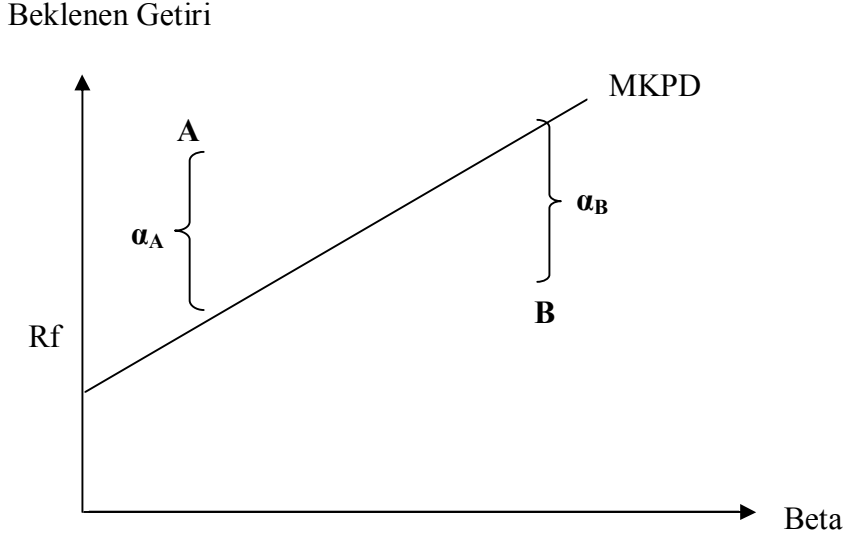
R_f : Risksiz faiz oranını,

β_i : i yatırım fonunun sistematik riskini,

R_p : Piyasa portföyünün beklenen getiri oranını, ifade etmektedir.

Formülün $R_f + \beta_i(R_p - R_f)$ olarak yazılan kısmının Menkul Kıymet Piyasa doğrusunu referans kabul ettiği belirtilmektedir. Bu kapsamda, bir menkul kıymetin beklenen getirisi, risksiz faiz oranı, menkul kıymetin sistematik riski ve pazar portföyünün risk priminden oluştuğu ifade edilmektedir (Omağ, 2010:239).

Jensen eşitliğindeki α_i değeri, portföy yöneticisinin menkul kıymet seçiminde ve yaptığı yatırımların zamanlamasında ne ölçüde başarılı olduğunu göstermektedir. Alfa katsayısı pozitif ise portföy yöneticisi başarılı, alfa katsayısı negatif ise portföy yöneticisi başarısız demektir. Diğer bir ifadeyle α 'nın pozitif değer alması, menkul kıymet pazar doğrusunun üstünde yer alan düşük değerlendirilmiş bir portföyü temsil ederken, α 'nın negatif değer alması ise menkul kıymet pazar doğrusunun altında yer alan düşük değerlendirilmiş bir portföyü temsil etmektedir. Portföyün Jensen Alfası ne kadar yüksekse bu portföy diğerlerine göre daha üstün performansa sahip demektir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2008:121).



Şekil 3.5. Jensen Alfası

Kaynak: Korkmaz, Turhan. Ali Ceylan. 2012, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Bursa: Ekin Yayınevi, ss.560.

Şekil 3.5’de görüldüğü gibi Jensen Alfası, portföy getirisi ile Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu arasındaki dikey uzaklıktır. Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu’nun üstünde bulunan portföyler pozitif alfaya sahiptir ve daha iyi performans göstermektedir. Buna karşılık doğrunun altında bulunan portföyler ise negatif alfaya sahiptir ve daha kötü performans göstermektedir. Yukarıdaki şekilde A portföyü yöneticisinin B portföyü yöneticisine göre daha iyi performans gösterdiği ve daha başarılı olduğu anlaşılmaktadır.

3.3.5. Sortino Oranı

Portföy performansının ölçümünde kullanılan yöntemler arasında en yeni yöntemlerden birisi olarak Sortino tarafından 1994 yılında geliştirilmiş olan yöntemdir. Sharpe oranına çok benzeyen bu oranın, payda kısmında portföyün standart sapmasının yerine, risksiz faiz oranı altında kalan portföy getirilerinin standart sapmasının yer alması Sharpe oranıyla arasındaki tek farklılıktır. Sortino oranına göre, standart sapma yerine aşağı yönde sapma kullanılmaktadır. Bu şekilde getiri dağılımlarının asimetrik olma probleminde bir çözüm geliştirilmiş olacaktır (Ural, 2010:44-45).

Sortino oranı şu şekilde hesaplanmaktadır (Ayaydın, 2013:65).

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{(r_p - r_f)}{\sigma_d}$$

r_p : Portföy getirisi,

r_f : Risksiz faiz oranı,

σ_d : Kısmi standart sapmayı, ifade etmektedir.

Sortino performans ölçütünde elde edilen sonuçların pozitif olması veya büyük olması portföy performansının ve portföy yönetiminin başarılı olduğu anlamına gelmektedir.

Sortino oranında risk ölçütü olarak standart sapma yerine kısmi standart sapma kullanıldığı görülmektedir. Kısmi standart sapma minimum ortalama getirinin (MAR) altında kalan getiri sapmalarını ölçmektedir. Birçok yatırım kararında, bazı belirlenen hedefleri gerçekleştirmek için minimum düzeyde kazanılması gereken bir getiri seviyesi bulunmaktadır. Bu, oluşan bazı kötü sonuçlardan korunmak için minimum seviyede kazanılması gereken getiridir ki “minimum kabul edilebilir getiri” olarak adlandırılmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:561-562).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

A TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE KAPSAMI

4.1.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Yatırım fonları dünyada ve ülkemizde hızla büyüyen ve gelişen finansal kurumların başında gelmektedir. Bu nedenle bireysel ve kurumsal tüm yatırımcıların yeni yatırım kararlarının yönlendirilmesinde yatırım fonlarının performansının ölçülmesi ve değerlendirilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu durumda finansal piyasaları ilgilendiren en önemli sorun; farklı portföy yöneticileri tarafından oluşturulmuş veya farklı yöntemlerle yönetilmiş portföylerin hangilerinin en yüksek performansı gösterdiğidir.

Performans değerlendirilmesi ile elde edilen sonuçlar, hem bireysel yatırımcılar açısından alternatif yatırım araçlarının seçiminde yol gösterici olmakta, hem de kurumsal yatırımcılar açısından başarılarının ölçülmesine ve değerlendirilmesine olanak sağlamaktadır.

Küçük yatırımcılar tasarruflarını değerlendirmede yatırım danışmanlık hizmeti alamamakta ve yatırımlarının getirilerini doğru bir şekilde ölçmemektedir. Yatırım fonlarının performanslarının ölçülerek sonuçlarının kamuoyu ile paylaşılması yatırımcılar için önemli bir bilgi kaynağı olup; fonların geçmiş döneme ilişkin performansları gelecek için kesin bir durumu ifade etmese de yatırımcılara ışık tutması açısından bu çalışma önem taşımaktadır.

Bu tez çalışmasında Türkiye’de faaliyet gösteren A tipi yatırım fonlarının 2008 ekonomik krizi öncesi ve sonrası durum için performans değerlendirilmesinin yapılması amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda, bir önceki bölümde anlatılmış olan performans ölçüm yöntemlerine göre gerekli hesaplamalar yapılarak yatırım fonlarının

performansları bir değerlendirmeye tabi tutulmuştur. Bu değerlendirme ışığında yatırım fonlarının kriz dönemlerinde göstermiş olduğu performans sonuçları ortaya konmuş olacaktır. Bu sayede yatırımcılar yatırım fonları hakkında sağlıklı bir değerlendirme yapabileceklerdir.

4.1.2. Araştırmanın Problemi ve Hipotezleri

Türkiye’de yatırım fonlarının performanslarının ölçülmesine ve bunların yatırımcılara açıklanmasına dair herhangi bir standart belirlenmemiştir. Bu sebeple ülkemizde faaliyet gösteren yatırım fonlarının geçmişinde yatırımcılar zarar görmüş olup yatırım fonlarının performanslarının ölçülmesi ile ilgili çalışmalara ihtiyaç duyulmaktadır. Özellikle kriz dönemlerinde yatırım araçları konusunda yatırımcılara bu bilgiler yardımcı olacaktır.

Araştırmada A tipi yatırım fonlarının 2008 ekonomik krizi öncesi ve sonrası performanslarını ölçmek üzere oluşturulan araştırma hipotezleri şu şekilde sıralanabilir:

H₀: A Tipi Yatırım Fonlarının kriz öncesi ile kriz sonrası dönemlerinde anlamlı bir farklılık yoktur.

H₁: A Tipi Yatırım Fonlarının kriz öncesi ile kriz sonrası dönemlerde *ortalama getirilerinde* anlamlı bir farklılık vardır.

H₂: A Tipi Yatırım Fonlarının kriz öncesi ile kriz sonrası dönemlerde *standart sapmalarında* anlamlı bir farklılık vardır.

H₃: A Tipi Yatırım Fonlarının *Sharpe oranı* ortalamalarının, kriz öncesi ile kriz sonrası dönemlerde anlamlı bir farklılığı vardır.

H₄: A Tipi Yatırım Fonlarının *M² oranı* ortalamalarının kriz öncesi ile kriz sonrası dönemlerde anlamlı bir farklılığı vardır.

H₅: A Tipi Yatırım Fonlarının kriz öncesi ile kriz sonrası dönemlerde *betalarında* anlamlı bir farklılık vardır.

H₆: A Tipi Yatırım Fonlarının *Treynor oranı* ortalamalarının kriz öncesi ile kriz sonrası dönemlerde anlamlı bir farklılığı vardır.

H₇: A Tipi Yatırım Fonlarının *Jensen oranı* ortalamalarının kriz öncesi ile kriz sonrası dönemlerde anlamlı bir farklılığı vardır.

H₈: A Tipi Yatırım Fonlarının *Sortino oranı* ortalamalarının kriz öncesi ile kriz sonrası dönemlerde anlamlı bir farklılığı vardır.

4.1.3. Araştırmanın Veri Seti ve Yöntemi

Çalışmada iki tür araştırma içerisinde bulunulmuştur.

Bunlardan birincisi literatür taraması, ikincisi ise yatırım fonlarının performans ölçme teknikleri incelenerek Türkiye'deki yatırım fonları üzerinde değerlendirmeye yönelik bir çalışma yapılmıştır.

Bu çalışmada, Türkiye'de faaliyet gösteren 74 adet A tipi yatırım fonunun 2005-2011 yılları arasındaki 7 yıllık döneme ait performansları incelenmiştir. Araştırmada 2008 krizi öncesi 2005 yılına kadar bir dönem 2008 kriz sonrası da 2011 yılına kadar bir dönem kabul edilerek bu dönemler arasındaki performanslar karşılaştırılacaktır. Bu fonlar seçilirken analiz dönemine ilişkin kesintisiz verilere sahip olmaları belirleyici unsur olmuştur. Bu unsur göz önüne alındığında A tipi yatırım fonlarında 2005-2011 yılları arasında 74 adet yatırım fonunun kesintisiz veriye sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Verilerin analizinde daha önce ayrıntılı bir şekilde anlatılan, Sharpe Oranı, M² Performans Ölçütü, Treynor Oranı, Jensen Oranı ve Sortino Oranı yöntemleri kullanılmıştır. Söz konusu yöntemlerin formüllerinde yer alan değişkenlerin nasıl hesaplandığı ise aşağıda açıklanmaktadır.

Analizde yatırım fonlarının aylık getirileri veri olarak kullanılmıştır. Aylık getirilere ulaşmak için yatırım fonlarının aysonu birim fiyatları dikkate alınmıştır. Yatırım fonlarının aysonu birim fiyatları www.fonbul.com sitesinden temin edilmiştir. Yatırım fonlarının aylık getirileri aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır.

$$R_p = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$$

R_p: A tipi yatırım fonunun aylık getirisini,

V_t: A tipi yatırım fonunun ay sonu birim fiyatını,

V_{t-1}: A tipi yatırım fonunun önceki ay sonu birim fiyatını, ifade etmektedir.

Analizde, toplam 74 adet yatırım fonunun 84 aylık getiri oranları veri olarak alınmıştır. Yukarıdaki formül ile hesaplanan getiri oranları % olarak ifade edilmektedir.

Yatırım fonlarının performans ölçümü için gerekli olan bir diğer getiri oranı da risksiz getiri oranıdır. Risksiz getirin hesaplanması için de DPT'den alınan ortalama bileşik faiz oranları kullanılmıştır. Risksiz faiz oranının aylık getirileri aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır.

$$r = (r_t + 1)^{1/12} - 1$$

r: Aylık faiz oranını,

r_t : Ay bazında ortalama faiz oranını göstermektedir.

Analizlerde piyasa endeksi olarak kullanılacak olan Piyasa Gösterge Endeksi'nin fonları amacı ve portföy yapısı bakımından en iyi şekilde temsil etmesi gerekmektedir. Genelde piyasa endeksi olarak BIST Ulusal 100 endeksi kullanılmaktadır. BIST Ulusal 100 endeksine ait aylık getiriler www.tuik.gov.tr sitesinden yararlanılarak elde edilmiştir. Yatırım fonlarının aylık getirilerini elde etmek için kullanılan formül benzer bir şekilde BIST Ulusal 100 endeksi aylık getirilerini hesaplamak için de kullanılmaktadır.

$$R_p = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$$

R_p : BIST Ulusal 100 endeksinin aylık getirisini,

V_t : Endeksin t dönem sonundaki değerini,

V_{t-1} : Endeksin t-1 dönem sonundaki değerini ifade etmektedir.

Yukarıdaki formüller kullanılarak tez çalışmasında kullanılacak olan veri seti oluşturulmuştur.

4.1.4. Araştırmanın Kapsam ve Sınırlılıkları

Bu çalışmada, Türkiye'de faaliyet gösteren A tipi yatırım fonlarının 2008 ekonomik krizi öncesi ve sonrası durumları için performans değerlendirmesi yapılmıştır. Bu aşamada, yatırım fonlarının tamamını kapsayacak şekilde uygulama

kapsamına alınması ve yıl olarak veri setinin geniş tutulması amaçlanmıştır. Ancak veri seti genişledikçe uygulama kapsamına alınan fon sayısının azalmasından dolayı yatırım fonlarının tamamının uygulama kapsamına alınması, dolayısıyla performanslarının değerlendirilmesi mümkün olmamıştır.

Çalışma kapsamında, yatırım fonlarının 2005 Ocak- 2011 Aralık tarihleri arasında, 7 yıl içerisindeki 84 aylık performansları değerlendirilerek, bu süre içinde sürekli faaliyette bulunan, başka bir fon ile birleşmeyen, başka bir fon tarafından devralınmayan, tasfiye durumunda olmayan eksiksiz verilere sahip 74 adet A tipi yatırım fonunun uygulama kapsamına alınması mümkün olmuştur. Bu fonlar EK 1’de gösterilmiştir.

Çalışmamızın verilerinin başladığı 2005 yılı incelendiğinde hali hazırda 126 adet A tipi yatırım fonu olduğu tespit edilmiştir. Ancak 2011 yılına gelindiğinde, bu süre zarfında toplam A tipi yatırım fonlarının sayısı 138’e ulaşmıştır. Çalışmamızın sürekli veriler üzerine analiz etmesi gerekliliği nedeniyle, 2005 yılı ile 2011 yılları arasında süreklilik arz eden sadece 74 adet fon olduğu tespit edilmiş olup, çalışmamız da bu fonlar üzerinden yapılmıştır.

4.1.5. Araştırmanın Bulguları ve Sonuçları

Araştırmanın sırasıyla; yatırım fonunun ortalama getirisi, standart sapması, sharpe oranı, M^2 performans ölçütü, betası, treynor oranı, jensen oranı ve sortino oranı ile ilgili sonuçlara ve bulgulara yer verilecektir.

4.1.5.1. Ortalama Getirilerine Göre Performans Sonuçları

Yatırım fonlarının yatırımcılara sayılabildiği iki tür getiri bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, sermaye kazancı diğeri ise faiz kazancıdır. Yatırım fonlarına ilişkin yatırım kararı verilirken getiri ve risk arasında bir tercih yapılması gerekmektedir. Yatırımcının getirisi yüksek, riski düşük olan yatırım fonuna yatırım yapması doğru bir karar olmakta fakat genelde getirisi yüksek olan yatırım fonunun riski de yüksek olmaktadır.

Tablo 4.1. Ortalama Getiri Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri

Ortalama_1 ve Ortalama_2	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Kriz Öncesi ^a	-3,257500	5,199167	1,172639	1,188016
Kriz Sonrası ^b	-3,946667	9,802500	1,327267	2,559488

^a 2005, 2006 ve 2007 Yılları
^b 2009, 2010 ve 2011 Yılları

Tablo 4.1'e göre ortalama getirilerin kriz öncesi ortalaması 1,17 iken kriz sonrası ortalaması ise 1,32 olmuştur. Ayrıca ortalama getirilerin kriz öncesi minimumu -3,25 iken maksimumu 5,19, kriz sonrasında ise minimum ortalama getiri -3,94, maksimum ortalama getiri ise 9,80 olarak gerçekleşmiştir. Standart sapma kriz öncesinde ve kriz sonrasında çok büyük bir değer çıkmadığından ortalama getiriler arasındaki farklılığın çok fazla olmadığı söylenebilmektedir.

Yatırım fonlarının performans ölçümünde ilk olarak getirilerine göre ölçüm yapılarak ortalama getirilerinin 2008 kriz öncesi dönem ile kriz sonrası dönem arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Bunun için gerekli analiz yapılarak elde edilen sonuç Tablo 4.2'de gösterilmiştir.

Tablo 4.2. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Ortalama Getiri)

	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata	t	Anlamlılık
Ortalama_1 – Ortalama_2	-,154	2,634	,176	-,875	,383

*Ortalama_1: Kriz Öncesi Dönem (2005-2007)
*Ortalama_2: Kriz Sonrası Dönem (2009-2011)

Ortalama getirileri arasında anlamlı bir ilişkiyi tespit etmek için yapılan eşlenik örneklem t testi sonuçlarına göre 2008 krizi öncesi dönem ile 2008 krizi sonrası dönem arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Anlamlılık seviyesinin 0.05'ten büyük ($p > 0.05$) olması durumunda söz konusu modelin istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya koymaktadır. Bu durumda ortalama getiri için kurulan H_1 hipotezi ret edilmiş olup H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Yani A tipi yatırım fonlarının, 2008 krizi

öncesi dönemi ile 2008 krizi sonrası dönem arasında ortalama getirileri yönünden anlamlı bir farklılık yoktur. Kriz öncesi dönemde yatırımcının sağladığı ortalama getiri, kriz sonrası dönemde de farklılık göstermemektedir.

Getiri, genel anlamıyla yapılan yatırımın yatırımcıya geri dönüşüdür. Yani yatırımcının yaptığı yatırım karşılığında ne kadar kazancı olduğudur. Buradan yola çıkarak 2005- 2011 yılları arasında her yıl ayrı ayrı en yüksek getiriye sağlayan ilk 10 yatırım fonu Tablo 4.3’de verilmiştir.

Tablo 4.3. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Ortalama Getiri Sıralaması

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	2	3	1	69	1	1	62
Tekstil Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	3	35	26	44	28	12	30
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İştirak Fonu	4	61	69	42	9	3	45
Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu	42	72	34	71	7	9	61
Anadolubank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	14	70	4	26	51	44	34
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu	1	73	73	72	2	40	6
Teb Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	8	26	30	51	16	15	55
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	40	47	56	25	52	65	5
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	7	49	27	66	10	25	72
Alternatifbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	33	48	25	46	31	8	7
Tekstil Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu	6	19	60	30	64	35	41
Alternatifbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	24	50	33	49	29	6	9
Neta Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fonu	5	4	54	34	3	62	29
Denizbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	9	5	70	50	30	42	70

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
T.Garanti Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	19	66	10	53	35	53	66
Ing Bank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu	10	63	17	58	18	31	68
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	22	44	9	57	19	30	59
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu	16	1	39	60	8	2	11
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Karma Fon	35	6	65	22	60	45	25
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	26	42	5	37	4	5	56
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	28	52	8	64	24	33	64
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hedef Alpha Değişken Alt Fonu	67	37	2	1	74	59	23
Denizbank A.Ş. A Tipi Afili Bankacılık Karma Fon	45	28	55	4	63	70	38
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi Karma Kumbara Fonu	41	9	35	7	59	56	26
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeksi Fonu	30	40	6	54	14	20	52
Alkhar Capital Menkul Değerler A.Ş. İstanbul A Tipi Değişken Fon	25	22	66	73	13	10	15
Ziraat Bankası A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Karma Alt Fonu	53	8	48	28	47	66	24
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	49	24	7	48	37	16	58
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	65	30	23	10	70	68	8
Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Analiz Fonu	50	39	51	8	71	69	2
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Aktif Strateji Fonu	73	74	44	9	65	51	17
Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu	36	2	21	45	6	4	48
Ing Bank A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	62	10	40	6	39	58	10
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	46	7	62	47	67	73	28
Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	71	21	59	2	69	71	20

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	63	12	61	3	73	72	4
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Risk Yönetimi Hisse Senedi Fonu	68	18	3	12	5	7	3
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Global Teknoloji Yabancı Menkul Kıymetler Alt Fonu	72	31	74	5	62	50	1

Yatırım fonlarının ortalama getirilerini gösteren Tablo 4.3'e baktığımızda en yüksek getiriyi Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon'unun sağladığı görülmektedir. Bu yatırım fonunun krizden etkilenme durumu da diğer yatırım fonlarına göre daha fazla olmuştur. Çünkü krizden önce en yüksek ortalama getiriye sahip iken 2008 ekonomik krizinin yaşandığı yıl en yüksek getiri sağlayan 69. yatırım fonu olmuştur. Bu da yüksek getiri yüksek risk durumuna açık bir örnektir. Alkhar Capital Menkul Değerler A.Ş. İstanbul A Tipi Değişken yatırım fonu ise ortalama getiri açısından en kötü performansı sergileyen yatırım fonu olmuştur.

Ayrıca krizi fırsata çeviren yatırım fonları da bulunmaktadır. Ortalama_1 yani kriz öncesi dönemde çok fazla getiri sağlayamayan bu yatırım fonları özellikle 2008 krizinde önemli bir şekilde artış sağlayarak getiri sıralamasında üst sıralara yükselmişlerdir. Fakat bu durum Ortalama_2 döneminde yani kriz sonrası dönemde devam etmemiş bu yatırım fonları getirilerinde çok fazla düşüş yaşamışlardır. Bunlar; Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fonu, Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu, Denizbank A.Ş. A Tipi Afili Bankacılık Karma Fonu, Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Global Teknoloji Yabancı Menkul Kıymetler Alt Fonu, Ing Bank A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi Karma Kumbara Fonu, Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Analiz Fonu ve Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Aktif Strateji Fonu şeklinde sıralanmaktadır. Bu yatırım fonları ayrıca H_0 hipotezimizi kanıtlar niteliktedir. Çünkü kriz öncesi ortalama getirileri ile kriz sonrası ortalama getirileri arasında anlamlı bir farklılık yoktur.

Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Risk Yönetimi Hisse Senedi yatırım fonu 2005 yılında getiri sıralamasında 68. sırada iken özellikle kriz öncesi gösterdiği performansı ile 2008 yılında 12. sıraya kadar gelmiş ve kriz sonrası 2011 yılında en yüksek getiri sağlayan 3. yatırım fonu olmuştur. Öte yandan kriz öncesi 2005 ve 2006 yılında sırasıyla 9. ve 5. sırada yer alan Denizbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu yatırım fonu 2007 yılında 70. 2008 krizinde ise 50. olmuş ve krizden sonra da getirisinde yaşanan düşüş devam ederek 2011 yılına gelindiğinde tekrar 70. sıraya gerilemiştir.

4.1.5.2. Standart Sapmalarına Göre Performans Sonuçları

Standart sapma riski ölçmede yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir. Yatırımcılar standart sapmayı genellikle getirilerdeki sapmanın dolayısıyla belirsizliğin bir ölçüsü olarak düşünmektedirler. Standart sapma ile risk arasında doğru orantı şeklinde bir ilişki bulunmaktadır. Standart sapma yükseldikçe risk artmakta, standart sapma azaldıkça risk de azalmaktadır.

Tablo 4.4. Standart Sapma Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri

Std. Sapma_1 ve Std. Sapma_2	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Kriz Öncesi ^a	0,147717	9,639124	4,868840	2,068484
Kriz Sonrası ^b	0,207970	9,707441	4,918596	2,001957
^a 2005, 2006 ve 2007 Yılları				
^b 2009, 2010 ve 2011 Yılları				

Standart sapma değişkeni için tanımlayıcı istatistik değerleri Tablo 4.4'te verilmiştir. Bu tabloya göre kriz öncesi standart sapmaların ortalaması 4,86 iken kriz sonrası standart sapmaların ortalaması 4,91 olmuştur. Kriz öncesi standart sapmaların minimumu 0,14 iken kriz sonrasında 0,20 olduğu, kriz öncesi maksimum değeri 9,63 iken kriz sonrası 9,70 olarak gerçekleşmiştir. Standart sapma her iki dönemde de çok büyük çıkmadığından standart sapmalar arasındaki farklılık çok fazla olmamaktadır.

Yatırım fonlarının standart sapmalarının 2008 kriz öncesi ve kriz sonrası dönem arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını tespit etmek amacıyla yapılan eşlenik örneklem t testi sonuçları Tablo 4.5’de gösterilmiştir

Tablo 4.5. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Standart Sapma)

	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata	t	Anlamlılık
Std. Sapma_1 – Std. Sapma_2	-,049	1,728	,116	-,429	,668
* Std. Sapma_1: Kriz Öncesi Dönem (2005-2007) * Std. Sapma_2: Kriz Sonrası Dönem (2009-2011)					

2008 krizi öncesi dönem ile 2008 krizi sonrası dönemde, standart sapmalar arasındaki anlamlılık ilişkisini ortaya koymak için yapılan analiz sonucu 0.668 çıkmıştır. Bu sonuç anlamlılık ifade etmesi gereken 0.05’ten büyük olduğu için bu iki dönem arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık olmadığı tespit edilmiştir. Araştırmada standart sapma için ortaya koyduğumuz H_0 hipotezi kabul edilirken, H_2 hipotezi ret edilmiştir. Bu nedenle standart sapmalar arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

2005-2011 yılları arasında standart sapmalarına göre sıralamalarını gösteren tablo aşağıda gösterilmiştir. Bu tabloya göre her yıl için ayrı ayrı sıralama yapılarak 2008 ekonomik krizi öncesi ve sonrası değerlendirilmiştir.

Tablo 4.6. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Standart Sapma Verilerine Göre Sıralama

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	18	5	6	9	2	5	3
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İştirak Fonu	12	2	32	29	20	19	21
Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu	4	9	30	22	24	25	6
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu	1	1	22	19	3	15	4
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	2	3	1	1	1	1	5
Denizbank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	6	12	11	11	4	9	8

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İMKB Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu	8	10	8	6	8	6	13
Ing Bank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu	5	13	5	4	10	2	7
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	3	8	10	8	13	10	15
Hsbc Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	13	14	7	10	7	4	16
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	15	21	13	2	11	3	9
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	7	7	4	5	15	11	18
Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İMKB Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu	11	17	9	7	9	7	14
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	10	11	15	14	14	14	20
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu	9	6	14	12	17	17	17
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeksi Fonu	17	4	3	3	6	8	10
Alkhar Capital Menkul Değerler A.Ş. İstanbul A Tipi Değişken Fon	49	42	41	13	5	28	40
Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	25	47	33	34	36	24	1
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	61	68	60	39	63	18	2
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Risk Yönetimi Hisse Senedi Fonu	74	62	2	50	21	35	53
T.Garanti Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	15	21	13	2	11	3	9

Tablo 4.6'ya baktığımızda A tipi yatırım fonlarının arasında standart sapması en yüksek olan yatırım fonunun Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu olduğu ve bu yatırım fonunun riskinin de yüksek olduğu gözükmemektedir. Bu yatırım fonunun riskinin yüksek olmasından dolayı getirisinin de yüksek olması beklenirken bu durumun gerçekleşmediği Tablo 4.3'e bakılarak anlaşılmaktadır. Bu yatırım fonunun standart sapmaları 2007 ve 2010 yılları arasında 1. sırada iken bu yıllar arasında getirileri sıralamasında bu performansı gösterememiştir. Öte yandan bu yatırım fonları arasında en düşük standart sapmaya sahip yatırım fonu ise Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Risk Yönetimi Hisse Senedi yatırım fonu olarak gerçekleşmiştir.

2008 krizinde en yüksek standart sapmaya sahip yatırım fonları; Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu, T.Garanti Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu, Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeksi Fonu, Ing Bank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu ve Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu şeklinde gerçekleşmiştir. Kriz zamanında endekste yaşanan düşüş ve bankacılık sektörünün riskinin artmasından dolayı, bu fonların ağırlıklı olarak bankacılık sektörü yatırım fonları olduğu ve ağırlıklı olarak hisse senedi yoğun fonlar olduğu karşımıza çıkmaktadır.

4.1.5.3. Sharpe Oranına Göre Performans Sonuçları

Standart sapmayı esas alan yöntemlerden biri, Sharpe Oranı'dır. Bu oran daha önceden belirtildiği gibi, riskin bir birimine karşılık gelen artı getiri miktarını ölçer ve bu oran ne kadar büyükse, yatırım fonunun performansı o kadar iyi, Sharpe oranı ne kadar küçükse fonun performansının o kadar kötü olduğu anlamına gelmektedir.

Tablo 4.7. Sharpe Oranı Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri

Sharpe_1 ve Sharpe_2	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Kriz Öncesi ^a	-119,941747	-1,213160	-5,751805	13,719238
Kriz Sonrası ^b	-58,702956	-0,383010	-2,872903	6,138513
^a 2005, 2006 ve 2007 Yılları				
^b 2009, 2010 ve 2011 Yılları				

Tanımlayıcı istatistik değerleri Tablo 4.7'de verilmiştir. Bu tabloya göre Sharpe oranı kriz öncesi minimum -119,94 iken kriz sonrasında -58,70 olmuştur. Maksimum değerleri ise kriz öncesinde -1,21, kriz sonrasında da 0,38 olarak gerçekleşmiştir. Sharpe oranına göre kriz öncesi ortalaması -5,75 kriz sonrası ise -2,87 şeklinde olmuştur. Standart sapma değeri kriz öncesinde ve kriz sonrasında çok büyük çıkmadığından Sharpe oranları arasındaki farklılığın çok fazla olmadığı söylenebilmektedir.

2005 Ocak- 2011 Aralık arasındaki 84 aylık dönemde seçilen 74 adet A tipi yatırım fonunun ortalama getirisi, bu getirilerin standart sapmaları ve hesaplanan risksiz faiz oranı Sharpe oranı formülüne uygulanarak, Sharpe oranı bulunmuştur.

Tablo 4.8. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Sharpe Oranı)

	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata	t	Anlamlılık
Sharpe_1 – Sharpe_2	-2,878	8,007	,537	-5,357	,000
* Sharpe_1: Kriz Öncesi Dönem (2005-2007) * Sharpe_2: Kriz Sonrası Dönem (2009-2011)					

Sharpe oranları arasında anlamlı bir ilişkiyi tespit etmek için yapılan eşlenik örneklem t testi sonuçlarına göre 2008 krizi öncesi dönem ile 2008 krizi sonrası dönem arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Anlamlılık seviyesinin 0.05'ten küçük ($p < 0.05$) olması durumunda söz konusu modelin istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durumda Sharpe oranı için kurulan H_0 hipotezi ret edilmiş olup H_3 hipotezi kabul edilmiştir. H_3 hipotezinin kabul edilmesi yatırımcı için 2008 krizi öncesi ile 2008 krizi sonrası arasında anlamlı bir farklılık olduğunu göstermektedir.

2005-2011 yılları arasında Sharpe oranlarına göre sıralamaları Tablo 4.9'da gösterilmiştir. Bu tabloya göre her yıl için ayrı ayrı sıralama yapılarak 2008 ekonomik krizi öncesi ve sonrası değerlendirilmiştir.

Tablo 4.9. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Sharpe Oranı Verilerine Göre Sıralama

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	4	6	7	24	1	1	22
Tekstil Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	6	17	20	18	21	14	8
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İştirak Fonu	3	14	21	4	6	2	6
Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu	8	5	3	6	3	3	4

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu	1	3	5	1	2	4	1
Teb Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	14	13	18	15	16	10	17
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	2	1	1	2	4	5	5
Denizbank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	9	12	11	13	11	13	10
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İMKB Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu	10	9	8	8	10	16	12
İng Bank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu	7	4	4	5	9	12	7
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	5	2	2	3	7	8	3
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu	30	27	31	34	19	9	26
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	20	19	15	10	5	6	20
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	12	7	6	9	13	15	11
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	15	8	9	14	8	11	9
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu	11	10	10	7	18	7	2

2005 yılındaki risksiz faiz oranımız %16.89, 2006 yılında %18.23, 2007 yılında %18.79, 2008 yılında 19.26, 2009 yılında %12.70, 2010 yılında %8.45 ve 2011 yılında %8.72'dir. Krizden önce yüksek seviyelerde seyreden risksiz faiz oranı 2008 ekonomik krizinde en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Krizden sonra hızlı bir toparlanma sürecine giren ekonomik durum faizlerin düşmesini de sağlamış ve 2011 yılında son 7 yılın en düşük seviyesine inmiştir.

2005–2011 yılları arasında Sharpe oranı hesaplamalarına göre yatırım fonlarının tümü negatif performans göstermiştir. Tablo 4.9'a baktığımızda Sharpe oranına göre sırasıyla, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu, Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi

Değişken Fonu ve Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma yatırım fonu en yüksek performanslı fonlardır.

Tablo 4.9'a göre kriz öncesi dönemde Sharpe oranına göre en yüksek performanslı fonlar 2005 yılında Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu, 2006 ve 2007 yılında Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks yatırım fonu olmuştur. Kriz döneminde en yüksek performanslı yatırım fonu ise yine 2005 yılında en yüksek performansa sahip olan Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi yatırım fonudur. Kriz sonrası dönemde ise, 2009 ve 2010 yılında Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon ve 2011 yılında da Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi yatırım fonu en yüksek performansa sahip yatırım fonlarıdır.

2008 ekonomik krizi öncesinde iyi bir performans gösteren, Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon yatırım fonu kriz zamanında önemli bir şekilde düşüş göstermiştir. Bu durum yatırım fonunun kriz zamanında gerek yönetim, gerek de mali yapı nedeniyle yaşanmış olabilecektir. Kriz sonrasında tekrar yükseliş göstererek kriz öncesine göre daha iyi performans sergilemiştir. Hipotezimizi bu yatırım fonu üzerinden de kanıtlayarak kriz öncesi ile kriz sonrası dönem arasında anlamlı bir farklılık olduğu ortaya konmuştur. Diğer yandan kriz öncesinde iyi bir performansa sahip olmayan Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi yatırım fonu krizi aşarak kriz sonrasında da iyi bir performans sergilemiştir.

4.1.5.4. M^2 Performans Ölçütüne Göre Performans Sonuçları

M^2 performans ölçütü standart sapmayı dikkate alan yöntemlerden biridir. Sharpe oranı yatırım fonlarının sıralanmasında oldukça yararlı bir ölçüt olmasına karşın, sıradan bir yatırımcı için ortaya çıkan sayısal değeri yorumlamak daha zordur. Bu soruna çözüm olarak M^2 performans ölçütü kullanılmaktadır. M^2 ne kadar büyük olursa, yatırım fonunun performansı da bir o kadar büyük olur anlamına gelmektedir.

Tablo 4.10. M^2 Oranı Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri

M2_1 ve M2_2	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Kriz Öncesi ^a	-805,489902	9,676002	-18,859960	88,166900
Kriz Sonrası ^b	-350,439961	9,312915	-8,687545	40,789600
^a 2005, 2006 ve 2007 Yılları ^b 2009, 2010 ve 2011 Yılları				

Tablo 4.10'da M^2 oranı için tanımlayıcı istatistik değerleri verilmiştir. Bu tabloya göre kriz öncesi M^2 oranı için minimum -805,48 maksimum 9,67 olarak çıkmıştır. Kriz sonrasında ise minimum değeri -350,43 iken maksimum değeri 9,31 şeklinde olmuştur. Öte yandan kriz öncesi M^2 oranı ortalaması -18,85'den kriz sonrasında -8,68'e gerilemiştir. Anlamlı farklılık tanımlayıcı istatistik değerleri açısından da ortaya konmuştur. Standart sapma değeri kriz öncesinde ve kriz sonrasında çok büyük olduğundan M^2 oranları arasındaki farklılığın çok fazla olduğu söylenebilmektedir.

2005 Ocak- 2011 Aralık arasındaki 84 aylık dönemde seçilen 74 adet A tipi yatırım fonunun ortalama getirisi, bu getirilerin standart sapmaları, hesaplanan risksiz faiz oranı, pazarın standart sapması ve Sharpe oranı, M^2 oranı formülüne uygulanarak, M^2 oranı bulunmaktadır.

Tablo 4.11. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (M^2 Oranı)

	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata	t	Anlamlılık
$M^2_1 - M^2_2$	-10,172	54,677	3,669	-2,772	,006
* M^2_1 : Kriz Öncesi Dönem (2005-2007) * M^2_2 : Kriz Sonrası Dönem (2009-2011)					

M^2 oranları arasında anlamlı bir ilişkiyi tespit etmek için yapılan eşlenik örneklem t testi sonuçlarına göre 2008 krizi öncesi dönem ile 2008 krizi sonrası dönem arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Anlamlılık seviyesinin 0.05'ten

küçük ($p < 0.05$) olması durumunda söz konusu modelin istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durumda M^2 oranı için kurulan H_0 hipotezi ret edilmiş olup H_4 hipotezi kabul edilmiştir. Böylece M^2 oranı ortalamalarının kriz öncesi ile kriz sonrası dönemlerde anlamlı bir farklılığı vardır.

2005-2011 yılları arasında M^2 oranlarına göre sıralamaları Tablo 4.12'de gösterilmiştir. Bu tabloya göre her yıl için ayrı ayrı sıralama yapılarak 2008 ekonomik krizi öncesi ve sonrası değerlendirilmiştir.

Tablo 4.12. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek M^2 Oranı Verilerine Göre Sıralama

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	4	6	7	24	1	1	22
Tekstil Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	6	17	20	18	21	14	8
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İştirak Fonu	3	14	21	4	6	2	6
Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu	8	5	3	6	3	3	4
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu	1	3	5	1	2	4	1
Teb Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	14	13	18	15	16	10	17
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	2	1	1	2	4	5	5
Denizbank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	9	12	11	13	11	13	10
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İMKB Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu	10	9	8	8	10	16	12
Ing Bank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu	7	4	4	5	9	12	7
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	5	2	2	3	7	8	3
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu	30	27	31	34	19	9	26
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	20	19	15	10	5	6	20
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	12	7	6	9	13	15	11

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	15	8	9	14	8	11	9
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu	11	10	10	7	18	7	2

Tablo 4.12'ye baktığımızda M^2 oranına göre; Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu, Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu ve Ing Bank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu en yüksek performanslı fonlardır.

M^2 oranına göre, 2008 ekonomik krizi öncesinde en yüksek performansa sahip yatırım fonları 2005 yılında Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu, 2006 ve 2007 yılında Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks yatırım fonudur. 2008 ekonomik krizinde ise en yüksek performansa sahip olan yatırım fonu ise Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi fonudur. Kriz sonrası dönemde ise, 2009 ve 2010 yılında Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon ve 2011 yılında da Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi yatırım fonu en yüksek performansa sahip yatırım fonlarıdır.

2008 ekonomik krizi öncesinde iyi bir performans gösteren Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken yatırım fonu kriz zamanında önemli bir şekilde düşüş göstermiştir. Diğer yandan kriz öncesinde iyi bir performansa sahip olmayan Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi yatırım fonu krizi aşarak kriz sonrasında da iyi bir performans sergilemiştir. Kriz döneminde, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İştirak Fonu ve Ing Bank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım fonu en yüksek performansa sahip yatırım fonlarıdır.

Ural, 2010 çalışmasında belirtildiği gibi literatürde Sharpe Oranı ile M^2 Oranı aynı sonuçları vermesi beklenmektedir. Çalışmamızda da yapılan analizler sonucunda Sharpe Oranı ile M^2 Oranı aynı sonuçları vermiş ve literatür desteklenmiştir.

4.1.5.5. Beta Katsayısına Göre Performans Sonuçları

Beta katsayısı sistematik riski ifade etmektedir ve menkul kıymetlerin getirisinin piyasa getirisine olan duyarlılığını ölçmekte kullanılan bir risk ölçütüdür. Piyasa getirisi işlem gören tüm menkul kıymetlerden oluşan piyasa portföyünün getirisini ifade etmektedir. Beta katsayısı yüksek varlıkların riski, beta katsayısı düşük varlıkların riskinden daha fazla olmaktadır. Beta=1 ise, portföyün değişkenliği piyasa endeksi ile aynı, beta>1 ise, portföyün değişkenliği piyasa endeksinden daha fazla, beta<1 ise, portföyün değişkenliği piyasa endekinden daha az demektir.

Tablo 4.13. Beta Oranı Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri

Beta_1 ve Beta_2	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Kriz Öncesi ^a	-0,578293	1,172387	0,523695	0,277196
Kriz Sonrası ^b	-0,028998	1,307724	0,526865	0,265028

^a 2005, 2006 ve 2007 Yılları
^b 2009, 2010 ve 2011 Yılları

Tablo 4.13’de Beta oranı için tanımlayıcı istatistik değerleri verilmiştir. Beta oranına göre kriz öncesi ortalama 0,52 iken kriz sonrasında da çok büyük bir farklılık göstermeyerek 0,52 olarak gerçekleşmiştir. Kriz öncesinde minimum -0,57 iken kriz sonrasında -0,02, kriz öncesinde maksimum Beta oranı 1,17’den kriz sonrasında 1,30’a çıkmıştır. Standart sapma kriz öncesinde ve kriz sonrasında çok büyük çıkmadığından Beta oranları arasındaki farklılığın çok fazla olmadığı söylenebilmektedir.

2005 Ocak- 2011 Aralık arasındaki 84 aylık dönemde seçilen 74 adet A tipi yatırım fonunun menkul kıymetin getirisi ile piyasa getirisi arasındaki kovaryansı ile piyasa getirisinin varyansı beta formülüne uygulanarak beta katsayısı bulunmaktadır.

Tablo 4.14. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Beta Katsayısı)

	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata	t	Anlamlılık
Beta_1 – Beta_2	-,003	,320	,021	-,147	,883
* Beta_1: Kriz Öncesi Dönem (2005-2007) * Beta_2: Kriz Sonrası Dönem (2009-2011)					

Yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlara göre yüksek beta katsayısına sahip menkul kıymetlerin getirileri de yüksek olmaktadır. Beta katsayıları arasında, anlamlı bir ilişkiyi tespit etmek için yapılan eşlenik örneklem t testi sonuçlarına göre 2008 krizi öncesi dönem ile 2008 krizi sonrası dönem arasında anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir. Anlamlılık seviyesinin 0.05'ten büyük ($p > 0.05$) olması durumunda söz konusu modelin istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya koymaktadır. Bu durumda Beta katsayısı için kurulan H_0 hipotezi kabul edilmiş olup H_5 hipotezi ret edilmiştir. Yani 2008 krizi öncesi dönem ile kriz sonrası dönem arasında anlamlı bir farklılık yoktur.

2005-2011 yılları arasında Beta katsayısına göre sıralamaları Tablo 4.15'de gösterilmiştir. Bu tabloya göre her yıl için ayrı ayrı sıralama yapılarak 2008 ekonomik krizi öncesi ve sonrası değerlendirilmiştir.

Tablo 4.15. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Beta Katsayısı Verilerine Göre Sıralama

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	26	16	41	1	1	12	2
Tekstil Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	25	35	23	10	23	68	51
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İştirak Fonu	4	3	27	11	19	24	8
Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu	1	4	28	9	25	21	6
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu	30	1	26	15	21	23	4
Teb Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	10	11	17	19	5	11	9

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	2	2	1	7	2	6	10
Alternatifbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	33	13	32	5	32	42	56
Alternatifbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	32	24	44	2	31	31	43
Neta Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fonu	40	45	50	6	37	43	29
Denizbank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	7	7	10	22	4	5	7
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	39	58	20	3	26	36	33
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İMKB Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu	9	8	4	18	9	10	18
İng Bank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu	6	17	8	16	14	7	11
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	3	9	6	26	12	15	15
Hsbc Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	15	14	5	21	7	8	22
T.Garanti Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	18	22	9	13	16	3	12
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu	36	19	45	4	18	2	5
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hisse Senedi Alt Fonu	5	27	19	34	24	30	36
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	12	19	13	23	13	4	24
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	11	10	3	12	10	16	23
Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İMKB Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu	14	15	7	20	11	14	13
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	13	12	12	14	8	13	17
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu	8	6	11	25	20	34	14
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeksi Fonu	16	5	2	17	6	17	16
Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	64	49	61	60	51	9	39
Alkhair Capital Menkul Değerler A.Ş. İstanbul A Tipi Değişken Fon	47	46	54	8	3	18	38
Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	23	51	47	43	40	22	1
Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu	38	44	21	29	15	1	26

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	60	67	56	37	65	25	3

Beta katsayısına göre, katsayısı yüksek olan yatırım fonlarının riski de yüksektir. 2008 ekonomik krizi öncesinde en yüksek beta katsayısına sahip yatırım fonları 2005 yılında Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu 2006 yılında Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu ve 2007 yılında Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks yatırım fonudur. Bu fonlar kriz öncesinde en yüksek riske sahip yatırım fonlarıdır. 2008 ekonomik krizinde ise en yüksek beta katsayısı Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken yatırım fonunudur. Kriz sonrası dönemde ise beta katsayısı yüksek olan fonlar 2009 yılında 2008 ekonomik krizinde olduğu gibi yine Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken yatırım fonudur. 2010 yılında Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu ve 2011 yılında ise Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken yatırım fonu riski yüksek olan fonlardır. Ayrıca bu fonların getirileri de yüksektir.

2008 ekonomik krizinde ise beta sı yüksek olan fonlar; Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu, Alternatifbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu ve Alternatifbank A.Ş. A Tipi Değişken yatırım fonu'dur.

Tablo 4.15'e göre kriz öncesinde yüksek beta ya sahip Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İştirak Fonu, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu ve Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma yatırım fonlarının kriz den sonra beta katsayılarında düşüş olmuştur. Krizden önce yüksek riski olan bu yatırım fonlarının krizden sonra risklerinde düşüş yaşanmıştır.

4.1.5.6. Treynor Oranına Göre Performans Sonuçları

Treynor oranı, bir birim pazar riskine karşılık gelen artık getiriyi ölçmektedir. Ve bu oran ne kadar büyükse yatırım fonunun performansı o kadar iyidir. Treynor oranı

hesaplanırken portföyün risk ölçütü olarak standart sapma yerine portföyün çeşitlendirme ile yok edilemeyen riskini, yani sistematik riskin göstergesi olan beta katsayısı kullanılmaktadır.

Tablo 4.16. Treynor Oranı Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri

Treynor_1 ve Treynor_2	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Kriz Öncesi ^a	-663,685497	2545,912522	-31,068429	221,962274
Kriz Sonrası ^b	-385,931878	6410,082660	39,497474	542,898624
^a 2005, 2006 ve 2007 Yılları				
^b 2009, 2010 ve 2011 Yılları				

Treynor oranına göre tanımlayıcı istatistik değerleri Tablo 4.16’da verilmiştir. Tabloya göre Treynor oranı ortalamaları kriz öncesinde -31,06 iken kriz sonrasında 39,49 olarak gerçekleşmiştir. Treynor oranına göre kriz öncesi minimum -663,68 iken kriz sonrasında -385,93 maksimum değerleri ise kriz öncesinde 2545,91 iken kriz sonrasında 6410,08 şeklinde olmuştur. Standart sapmalar çok büyük çıktığından Treynor oranları arasındaki farklılıkta fazla olmaktadır.

2005 Ocak- 2011 Aralık arasındaki 84 aylık dönemde seçilen 74 adet A tipi yatırım fonunun Treynor oranlarını hesaplamak için öncelikle her bir yatırım fonunun beta katsayıları bulunmuştur. Beta katsayıları hesaplandıktan sonra, yatırım fonlarının ortalama geliri ile pazarın ortalama getirileri arasındaki fark betaya bölünerek Treynor oranı bulunmuştur.

Tablo 4.17. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Treynor Oranı)

	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata	t	Anlamlılık
Treynor_1 – Treynor_2	-70,565	599,667	40,247	-1,753	,081
* Treynor_1: Kriz Öncesi Dönem (2005-2007)					
* Treynor_2: Kriz Sonrası Dönem (2009-2011)					

Treynor oranları arasında, anlamlı bir ilişkiyi tespit etmek için yapılan eşlenik örneklem t testi sonuçlarına göre 2008 krizi öncesi dönem ile 2008 krizi sonrası dönem arasında anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir. Anlamlılık seviyesinin 0.05'ten büyük ($p > 0.05$) olması durumunda söz konusu modelin istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya koymaktadır. Bu durumda Treynor oranı için kurulan H_0 hipotezi kabul edilmiş olup H_6 hipotezi ret edilmiştir. Beta katsayıları arasında anlamlı farklılık olmaması Treynor oranında da aynı sonucu doğurmuştur. Yani 2008 krizi öncesi dönem ile sonrası dönemde Treynor oranları arasında anlamlı bir farklılık yoktur.

2005-2011 yılları arasında Treynor oranına göre sıralamaları Tablo 4.18'de gösterilmiştir. Bu tabloya göre her yıl için ayrı ayrı sıralama yapılarak 2008 ekonomik krizi öncesi ve sonrası değerlendirilmiştir.

Tablo 4.18. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Treynor Oranı Verilerine Göre Sıralama

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	11	5	36	5	3	3	4
Tekstil Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	9	34	25	11	27	70	53
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İştirak Fonu	4	2	30	10	13	7	9
Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu	3	15	28	12	22	11	7
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu	12	3	31	24	4	27	2
Teb Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	7	7	19	20	10	8	11
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	2	1	3	9	5	13	20
Alternatifbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	34	14	34	6	35	35	57
Alternatifbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	30	25	46	3	34	21	40
Neta Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fonu	37	45	52	4	29	49	12
Denizbank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	8	12	12	27	12	9	10
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	42	58	22	7	24	40	34

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İMKB Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu	10	11	6	22	16	17	22
Ing Bank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu	6	13	10	19	18	16	13
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	5	8	8	28	17	20	16
Hsbc Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	18	17	7	25	15	19	30
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu	36	4	48	8	9	4	3
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	17	20	15	15	6	6	31
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	16	10	5	14	20	22	32
Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İMKB Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu	15	16	9	23	19	18	19
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hedef Alpha Değişken Alt Fonu	40	71	65	1	72	71	73
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu	13	9	13	26	26	34	8
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeksi Fonu	21	6	4	18	11	15	14
Alkhar Capital Menkul Değerler A.Ş. İstanbul A Tipi Değişken Fon	45	46	57	13	8	10	37
Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	33	50	50	50	45	32	6
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	61	33	69	66	74	1	72
Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Analiz Fonu	52	59	68	69	2	2	1
Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu	41	42	23	29	7	5	27
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	60	67	58	39	69	33	5
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	74	68	1	74	1	73	74
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Risk Yönetimi Hisse Senedi Fonu	1	63	2	41	28	59	54
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Global Teknoloji Yabancı Menkul Kıymetler Alt Fonu	72	73	70	2	60	74	65

Tablo 4.18'e baktığımızda Treynor oranına göre, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu, Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İştirak Fonu, Teb Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu ve Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt yatırım fonu en yüksek performanslı fonlardır.

Treynor oranına göre, 2008 ekonomik krizi öncesinde en yüksek performansa sahip yatırım fonları 2005 yılında Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Risk Yönetimi Hisse Senedi Fonu 2006 yılında Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu ve 2007 yılında Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi yatırım fonudur. 2008 ekonomik krizinde ise en yüksek performansa sahip olan yatırım fonu ise Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hedef Alpha Değişken Alt fonudur. Kriz sonrası dönemde ise, 2009 yılında Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu 2010 yılında Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fonu ve 2011 yılında da Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Analiz yatırım fonu en yüksek performansa sahip yatırım fonlarıdır.

2008 ekonomik krizi öncesinde iyi bir performans gösteren Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Risk Yönetimi Hisse Senedi yatırım fonu kriz den sonra bu performansı koruyamamıştır. Öte yandan kriz öncesi performansı iyi olmayan Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Analiz Fonu yatırım fonu krizden sonra performansında artış göstermiştir.

Tablo 4.18'e göre 2008 krizinde en yüksek performansa sahip yatırım fonları; Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hedef Alpha Değişken Alt Fonu, Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Global Teknoloji Yabancı Menkul Kıymetler Alt Fonu, Alternatifbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu, Neta Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fonu ve Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu olarak sıralanabilir.

4.1.5.7. Jensen Oranına Göre Performans Sonuçları

Jensen oranı, portföyün beklenen getiri oranı ile menkul kıymet piyasa doğrusu üzerinde bulunan bu portföyün risk seviyesine sahip olan bir portföyün beklenen getiri

oranı arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Yani Jensen oranı gerçekleşen getiri ile beklenen getiri arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır. Alfa, portföy yöneticisinin katkısını ölçer. Alfa pozitif ise üstün performans söz konusudur. Negatif ise, başarıdan söz edilemez. Alfa sıfırdan farklı değilse, yönetici pazar portföyüne yakın bir performans sağlamış demektir.

Tablo 4.19. Jensen Oranı Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri

Jensen_1 ve Jensen_2	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Kriz Öncesi ^a	-18,289629	12,085477	-3,469304	5,902632
Kriz Sonrası ^b	-12,206041	15,783187	-0,725283	4,409264
^a 2005, 2006 ve 2007 Yılları ^b 2009, 2010 ve 2011 Yılları				

Tablo 4.19’da Jensen oranı için tanımlayıcı istatistik değerleri verilmiştir. Tabloya göre Jensen oranı kriz öncesi ortalaması -3,46 iken kriz sonrasında -0,72 şeklinde olmuştur. Öte yandan kriz öncesi minimum -18,28’den kriz sonrasında -12,20 olmuş, kriz öncesi maksimum 12,08’den kriz sonrasında 15,78 olarak gerçekleşmiştir. Standart sapma kriz öncesi ve kriz sonrasında çok büyük çıkmadığından kriz öncesi ve kriz sonrası dönemlerde Jensen oranına göre farklılığın çok fazla olmadığı söylenebilmektedir.

Tablo 4.20. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Jensen Oranı)

	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata	t	Anlamlılık
Jensen_1 – Jensen_2	-2,744	3,231	,216	-12,653	,000
* Jensen_1: Kriz Öncesi Dönem (2005-2007) * Jensen_2: Kriz Sonrası Dönem (2009-2011)					

Jensen oranları arasında, anlamlı bir ilişkiyi tespit etmek için yapılan eşlenik örneklem t testi sonuçlarına göre 2008 krizi öncesi dönem ile 2008 krizi sonrası dönem arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Anlamlılık seviyesinin 0.05’ten

küçük ($p < 0.05$) olması durumunda söz konusu modelin istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durumda Jensen oranı için kurulan H_0 hipotezi ret edilmiş olup H_7 hipotezi kabul edilmiştir. Yani Jensen oranı ortalamalarının kriz öncesi ile kriz sonrası dönemlerde anlamlı bir farklılığı vardır.

2005-2011 yılları arasında Jensen oranına göre sıralamaları Tablo 4.21'de gösterilmiştir. Bu tabloya göre her yıl için ayrı ayrı sıralama yapılarak 2008 ekonomik krizi öncesi ve sonrası değerlendirilmiştir.

Tablo 4.21. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Jensen Oranı Verilerine Göre Sıralama

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	1	2	2	3	1	1	3
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İştirak Fonu	7	10	26	7	8	6	8
Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu	5	5	4	6	4	4	6
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu	4	18	18	11	3	20	4
Teb Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	10	7	10	8	11	9	9
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	6	6	7	10	7	7	10
Denizbank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	8	8	5	9	9	8	7
Ing Bank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu	11	9	8	13	12	11	11
T.Garanti Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	12	13	9	18	15	13	13
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu	9	4	6	5	5	5	5
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	23	28	19	14	10	10	25
T.Halk Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fonu	16	20	17	4	17	16	18
Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	2	1	1	1	2	2	1
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	3	3	3	2	6	3	2

Tablo 4.21'e baktığımızda Jensen oranına göre; Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu, Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu, Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu ve Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks yatırım fonu en yüksek performanslı fonlardır.

Jensen oranına göre, 2008 ekonomik krizi öncesinde en yüksek performansa sahip yatırım fonları 2005 yılında Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu, 2006 ve 2007 yılında Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken yatırım fonudur. Bu yatırım fonlarının alfa'ları pozitiftir. 2008 ekonomik krizinde ise en yüksek performansa sahip olan yatırım fonu ise Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken fonudur. Bu fon yine 2008 yılında da pozitif alfaya sahiptir. Kriz sonrası dönemde ise, 2009 ve 2010 yılında Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu, 2011 yılında da Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken yatırım fonu en yüksek performansa sahip yatırım fonlarıdır.

Tablo 4.21'e göre 2008 krizinde en yüksek performansa sahip yatırım fonları, Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu, Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu, Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu, T.Halk Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fonu ve Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu olarak sıralanabilir. Bu yatırım fonlarından ilk üçü pozitif alfa diğer ikisi de negatif alfa'dır. Pozitif alfa olan fonlar da üstün başarıdan söz edilebilirken negatif alfa lı fonlar da başarıdan söz edilememektedir.

4.1.5.8. Sortino Oranına Göre Performans Sonuçları

Sortino oranına göre portföyün artık, yani ek getirisi portföyün getirisi ile minimum kabul edilebilir getiri oranı arasındaki farktan meydana gelmektedir. Buradaki minimum kabul edilebilir getiri oranı yatırımcıların elde etmeyi beklediği, garanti edilmiş ve riski olmayan bir getiri oranıdır. Bu performans ölçüm yönteminin kullanılması ile elde edilen değer pozitif ya da büyük olması portföy performansının

iyi olduğu anlamına gelmektedir. Bu tez çalışmasında minimum kabul edilebilir getiri oranı yerine risksiz faiz oranı kullanılmaktadır.

Tablo 4.22. Sortino Oranı Değişkeni Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin Tanımlayıcı İstatistik Değerleri

Sortino_1 ve Sortino_2	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Kriz Öncesi ^a	1,118288	3,254562	2,077777	0,658122
Kriz Sonrası ^b	0,508333	2,209503	1,258668	0,386291
^a 2005, 2006 ve 2007 Yılları ^b 2009, 2010 ve 2011 Yılları				

Sortino oranına göre tanımlayıcı istatistik değerleri Tablo 4.22’de verilmiştir. Tabloya göre Sortino oranı ortalamaları kriz öncesinde 2,07 iken kriz sonrasında 1,25 olarak gerçekleşmiştir. Sortino oranına göre kriz öncesi minimum 1,11 iken kriz sonrasında 0,50 maksimum değerleri ise kriz öncesinde 3,25 iken kriz sonrasında 2,20 şeklinde olmuştur. Standart sapmalar çok büyük çıkmadığından sortino oranları arasındaki farklılıkta fazla olmamaktadır.

Tablo 4.23. Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları (Sortino Oranı)

	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata	t	Anlamlılık
Sortino _1 – Sortino _2	,819	,745	,050	16,375	,000
* Sortino _1: Kriz Öncesi Dönem (2005-2007) * Sortino _2: Kriz Sonrası Dönem (2009-2011)					

Sortino oranları arasında, anlamlı bir ilişkiyi tespit etmek için yapılan eşlenik örneklem t testi sonuçlarına göre 2008 krizi öncesi dönem ile 2008 krizi sonrası dönem arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Anlamlılık seviyesinin 0.05’ten küçük ($p < 0.05$) olması durumunda söz konusu modelin istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durumda Sortino oranı için kurulan H_0 hipotezi ret edilmiş olup H_8 hipotezi kabul edilmiştir.

2005-2011 yılları arasında Sortino oranına göre sıralamaları Tablo 4.24'te gösterilmiştir. Bu tabloya göre her yıl için ayrı ayrı sıralama yapılarak 2008 ekonomik krizi öncesi ve sonrası değerlendirilmiştir.

Tablo 4.24. 2005-2011 Yılları Arasında Yatırım Fonu Bazında En Yüksek Sortino Oranı Verilerine Göre Sıralama

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	73	72	74	6	74	74	13
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İştirak Fonu	71	14	6	33	66	72	30
Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu	33	3	41	4	68	66	14
Anadolubank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	61	5	71	49	24	31	41
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu	74	2	2	3	73	35	69
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	35	28	19	50	23	10	70
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	68	26	48	9	65	50	3
Denizbank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	64	7	51	5	55	47	16
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	24	4	25	14	64	49	38
Denizbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	66	70	5	25	45	33	4
T.Garanti Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	56	9	65	22	40	22	9
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İMKB Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu	63	15	64	16	58	41	10
Alkhar Capital Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Katılım Endeksi Fonu	19	22	3	1	26	46	43
Ing Bank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu	65	12	58	17	57	44	7
Hsbc Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	54	11	56	10	54	36	8
T.Garanti Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	52	8	59	8	49	39	5
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Karma Fon	41	69	10	53	15	30	50
Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İMKB Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu	57	24	60	12	53	43	6
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hedef Alpha Değişken Alt Fonu	8	38	73	74	1	16	52

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	48	29	63	7	60	53	24
Ergo Sigorta A.Ş. Dinamik A Tipi Değişken Fon	40	37	4	35	50	38	26
Denizbank A.Ş. A Tipi Afili Bankacılık Karma Fon	30	47	20	71	12	5	37
Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fon.	9	41	22	56	31	28	42
Alkhar Capital Menkul Değerler A.Ş. İstanbul A Tipi Değişken Fon	50	53	9	2	62	65	60
Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	1	62	17	20	17	8	1
Ziraat Bankası A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Karma Alt Fonu	22	67	27	47	28	9	51
Ing Bank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Yatırım Fonu	32	16	7	42	37	62	63
Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Aktif Fonu	15	6	37	48	14	17	44
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu	17	18	28	39	9	12	36
Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Analiz Fonu	25	36	24	67	4	6	73
T.Halk Bankası A.Ş. A Tipi Karma Fon	38	10	32	62	39	56	62
Başkent Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon	6	32	8	64	3	1	25
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Aktif Strateji Fonu	2	1	31	66	10	24	58
Şekerbank T.A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	5	46	33	37	25	11	21
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu	21	50	18	13	7	21	2
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	29	68	13	28	8	2	47
Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon	4	54	16	73	6	4	55
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	12	63	14	72	2	3	71
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Risk Yönetimi Hisse Senedi Fonu	7	57	72	63	70	68	72
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Global Teknoloji Yabancı Menkul Kıymetler Alt Fonu	3	44	1	70	13	25	74

Sortino oranına göre, 2008 ekonomik krizi öncesinde en yüksek performansa sahip yatırım fonları 2005 yılında Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu, 2006 yılında Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Aktif Strateji

Fonu ve 2007 yılında Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Global Teknoloji Yabancı Menkul Kıymetler Alt yatırım fonu şeklinde gerçekleşmiştir. 2008 ekonomik krizinin yaşandığı dönemde ise en yüksek performansı Alkhar Capital Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Katılım Endeksi yatırım fonu göstermiştir. Kriz sonrası dönemde ise, 2009 yılında Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hedef Alpha Değişken Alt Fonu 2010 yılında Başkent Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu ve 2011 yılında ise Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken yatırım fonları en yüksek performansa sahip fonlardır. Bütün fonlar pozitif performans sergilemiş ve performans değeri yüksek olan yatırım fonları yıllara göre Tablo 4.16'da listelenmiştir.

Tablo 4.24'e göre 2008 krizinde en yüksek performansa sahip yatırım fonları, Alkhar Capital Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Katılım Endeksi Fonu, Alkhar Capital Menkul Değerler A.Ş. İstanbul A Tipi Değişken Fonu, Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu, Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu ve Denizbank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu şeklinde sıralanabilir.

2008 ekonomik krizi öncesinde iyi bir performans gösteren Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Aktif Strateji yatırım fonu 2007 yılından başlayarak performans düşüşüne girmiş ve 2008 yılında belirgin bir şekilde hissedilmiştir. Krizden sonra da kısmi bir şekilde performans artışı gösterse de kriz öncesi seviyeye gelememiştir.

4.2. SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Krizlerin ortaya çıkış nedenlerine bakıldığında tarihsel süreç içerisinde farklılık gösterdiği görülmektedir. 18. yüzyıla kadar krizler daha çok savaş, finansal spekülasyon, kıtlık gibi olaylara bağlı olarak ortaya çıkarken, 19. yüzyıldan itibaren daha çok kapitalist ekonomilere özgü faktörlere bağlı olarak kendini göstermektedir. Özellikle son dönemlerde ise krizlerin aynı zamanda tek bir sektörde ve belli bölgede değil, yaygın bir şekilde ve 6-10 yıl gibi düzenli aralıklarla oluştuğu görülmektedir. Ekonomik krizler ilk önce hangi sektörde ortaya çıkarsa çıksın ilerleyen dönemlerde

farklı sektörleri de etkilemektedir. Bir piyasada oluşan kriz, suya atılan taşın meydana getirdiği dalgalar gibi tüm ilişkili birimleri de etkilemektedir. Bunun nedeni ise parasal nedenlerden kaynaklanmaktadır. Küreselleşmenin de artmasıyla birlikte krizlerin yayılma hızı da artış göstermektedir.

2008 ekonomik krizi, sadece gayrimenkul sektörü üzerinde şişen finansal piyasalardaki bozukluklardan kaynaklanmamaktadır. Kriz, her ne kadar bir finans ve kredi krizi olarak ortaya çıktıysa da, esas neden ABD'deki genel tüketim dengesizliğiyle başlamıştır. Elindekenden fazla tüketim yaparak, açıkları kredilerle finanse edenler ve yüksek riskli aynı zamanda da yüksek getirisi olan kredileri verenler krizin asıl sorumlularıdır. Mortgage krizi, zamanla bir likidite krizine dönüşmüş, başta ABD'de olmak üzere dünyanın birçok gelişmiş ekonomisinde bankaların batmasına, bazı bankacılık modellerinin yok olmasına, hatta bazı ülkelerin iflas kararları açıklamasına sebep olmuştur.

Türkiye'nin de, dışı açık ekonomi politikası, önemli coğrafi konumu ve son yıllarda artan ihracatı nedeniyle yaşanan krizden etkilenmesi kaçınılmaz olmuştur. 2008 Küresel Mali Kriz Türkiye'yi etkisi altına alarak üretim ve talebin düşmesine, işyerlerinin kapanmasına, işsizlik oranının artmasına, büyümenin azalmasına, devlet ve reel sektör borçlarının artmasına neden olmuştur. Çalışmamızın konusu olan yatırım fonlarını da içerisine alan finansal piyasaları da önemli ölçüde etkilemiş ve borsa da önemli değer kayıpları yaşanmıştır. Kriz öncesi Türkiye'deki yatırım fonlarının portföy büyüklükleri 2005 yılında 29.374.122 TL iken 2008 yılında 23.978.526 TL olmuştur. Özellikle kriz dönemlerinde artan risk nedeniyle yatırımcılar finansal piyasalardan uzaklaşmaktadır. 2009 yılında yavaş yavaş krizin etkisinin azalmasıyla birlikte yatırım fonu portföy büyüklüğü 2005 yılındaki seviyeleri tekrar yakalamıştır.

Yatırım fonları halka arz edilen katılma belgeleri karşılığında halktan toplanan paralarla belge sahipleri adına, finansal piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerden ve sermaye piyasası araçlarından oluşturulan portföyleri işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır.

Gelişmekte olan sermaye piyasaları için yatırım fonları, küçük yatırımcılar açısından yatırımlarını değerlendirmede önemli bir yatırım aracı olarak nitelendirilmektedir. Sermaye piyasalarının gelişmesi açısından büyük bir öneme sahip olan yatırım fonları gün geçtikçe gelişmektedir. Türkiye’de yatırım fonu sayısı 2005 yılında 275 iken, 2008 krizinde 340’a yükselmiş krizden sonra 2009 yılında yaklaşık %8 civarında bir azalma olmuş ve 2011 yılında ise 595’e yükselmiştir.

Yatırımcılara farklı seçenekler sunan yatırım fonlarının, bireysel portföylere göre en önemli avantajı portföy çeşitlendirmesidir. İyi çeşitlendirilmiş bir portföyün riski de az olacaktır. Yatırım fonları, orta ve uzun vadede her zaman için tek bir finansal piyasa aracına yatırım yapmaktan daha kazançlı olacaktır.

Türkiye’de yatırım fonlarının performansını ölçmeye yönelik çalışmalara ihtiyaç duyulmasının en önemli nedeni, yatırım fonlarının performanslarının ölçülmesine ve bunların yatırımcılara açıklanmasına ilişkin olarak özel nitelikte herhangi bir standart belirlenmemiş olmasıdır. Performans ölçülmesi aynı zamanda yatırımın ve yatırım yöneticisinin ne derece başarılı olduğunun tespit edilmesinde de kullanılmaktadır. Portföy performansının ölçülmesinde sadece getiriye esas almak yeterli olmamakta bunun yanında risk ve getiriye esas alan yöntemlerin de kullanılması, yapılan ölçüm ve değerlendirmelerin daha anlamlı sonuçlara ulaşılmasını sağlamaktadır.

Bu çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren A tipi yatırım fonlarının 2005-2011 yılları arasındaki 84 aylık performansları değerlendirilmiştir. 2005-2011 yılları iki döneme ayrılmıştır. 2005-2007 yılları arası kriz öncesi dönem, 2009-2011 yılları arası da kriz sonrası dönem olarak kabul edilmiştir. Uygulama kapsamında, bu süre içerisinde sürekli faaliyette bulunan, başka bir fon ile birleşmeyen, başka bir fon tarafından devralınmayan, tasfiye durumunda olmayan eksiksiz verilere sahip 74 adet A tipi yatırım fonu incelenmiştir. Çalışmada yatırım fonları, ortalama getirilerine, standart sapmalarına, betalarına, Sharpe oranına, M^2 performans ölçütüne, Sortino oranına, Treynor ve Jensen oranına göre performansları ölçülmüş ve değerlendirme yapılmıştır. Araştırmada 8 adet hipotezimiz bulunmaktadır. Hipotezlerimiz her bir yöntemle göre, kriz öncesi dönem ile kriz sonrası dönem arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığına

araştırmaya yöneliktir. Bunun için SPSS programında Eşlenik Örneklem t Testi analizi yapılmış ve sonuçları aşağıda verilmiştir:

Eşlenik Örneklem t Testi Sonuçları

	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata	t	Anlamlılık
Ortalama_1 – Ortalama_2	-,154	2,634	,176	-,875	,383
Std. Sapma_1 – Std. Sapma_2	-,049	1,728	,116	-,429	,668
Sharpe_1 – Sharpe_2	-2,878	8,007	,537	-5,357	,000
M ² _1 – M ² _2	-10,172	54,677	3,669	-2,772	,006
Beta_1 – Beta_2	-,003	,320	,021	-,147	,883
Treynor_1 – Treynor_2	-70,565	599,66	40,247	-1,753	,081
Jensen_1 – Jensen_2	-2,744	3,231	,216	-12,65	,000
Sortino_1 – Sortino_2	,819	,745	,050	16,375	,000

Eşlenik Örneklem t Testi sonuçlarına göre 2008 krizi öncesi dönem ile 2008 krizi sonrası dönem arasında anlamlılık ilişkisi incelendiğinde Sharpe oranı, M² oranı, Jensen oranı ve Sortino oranına göre anlamlı bir farklılık vardır. Ayrıca 2008 krizi öncesi dönem ile 2008 krizi sonrası dönem de yatırım fonları arasında anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya koyan yöntemlerde bulunmaktadır. Bu yöntemler, Ortalama Getiri, Standart Sapma, Beta ve Treynor oranlarıdır. Sharpe oranı ile M² oranı sıralamasının aynı olduğu varsayımı çalışmamızda da aynı şekilde gerçekleşmiştir.

Yatırım fonları ile ilgili şu görüşler önerilebilir:

Kriz dönemlerinde finansal piyasalarda yaşanan düşüşler yatırım fonu piyasasını da olumsuz etkilemektedir. Özellikle A tipi yatırım fonlarının hisse senedi ağırlıklı fonlar olması nedeniyle daha yüksek risk içermektedir. Piyasalarda kriz dönemlerinde riskin en belirgin olarak hissedildiği alanlardan birisidir. Bu nedenle yatırımcıların kriz döneminde yatırım fonu piyasasından çekilmek suretiyle yatırımlarını krizden etkilenme durumu daha az olan diğer kıymetli maden yada emtia piyasalarında değerlendirebilir.

KAYNAKÇA

Afşar, Muharrem. 2011, “Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.6, S.2, ss.143-171.

Akalın, Gülsüm. Ayhan Uçak. 2007, “Ekonomik Krizlerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Rolü ve IMF’nin Kriz Yönetimi”, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.7, S.28, ss.255-262.

Akbay, Oktay Salih. 2011, “Küresel Finansal Krizin Kökenleri Üzerine Bir Değerlendirme”, **Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Metinleri**, S.6, ss.1-16.

Akbulut, Ramazan. 2010, “Son Yaşanan Küresel Finansal Kriz ve Türk Finans Sektörü Üzerindeki Etkileri”, **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C.2, S.2, ss.45-68.

Aktan, Çoşkun Can. Hüseyin Şen. 2001, “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, **Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı**, S.2, Kaynak:http://www.canaktan.org/canaktan_personal/canaktanarastirmalari/toplam-kalite/aktan-senekonomik. (Erişim Tarihi: 01.12.2013).

Alantar, Doğan. 2009, “Küresel Finansal Kriz ve Türkiye’nin Makroekonomik Göstergelerine Etkisi”, **Bütçe Dünyası Dergisi**, C.3, S.31, ss.11-12.

Alantar, Doğan. 2008, “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, **Maliye ve Finans Yazıları Dergisi**, S.81, ss.1-10.

Algüner, Ayhan. 2006, **Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Alptekin, Erdem. 2009, “Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü”, **İzmir Ticaret Odası Ar&Ge Bülteni**, ss.11-16.

Altıntaş, Halil. Bülent Öz. 2007, “Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Bankacılık Krizlerinin Çok Değişkenli Logit Yöntemiyle Öngörülmesi”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, C.62, S.4, ss.1-31.

Apak, Sudi. 1995, **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, Eskişehir: Bilim Teknik Yayınevi.

Aras, Osman Nuri. 2010, “Son Ekonomik Krizin Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Etkisi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, C.2, S.2, ss.97-104.

Arıkan, Ahmet Naci. 2008, **Amerika Birleşik Devletlerindeki Mali Kriz ve Petrol Fiyatlarındaki Değişimler, Nedenleri ve Sonuçları**, Ankara: Ümit Ofset Matbaacılık.

Arslan, İbrahim. Cuma Bozkurt. 2010, “Küresel Ekonomik Kriz ve Kapitalizm”, **Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi-I, Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim Bildiriler Kitabı**, ss.1590-1622.

Arslan, Mehmet. 2005, “A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans İlişkisi Analizi: 2002-2005 Dönemi Bir Uygulama”, **Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi**, S.2, ss.1-21.

Arslan, Mehmet. Sıdık Arslan. 2010, “Yatırım Fonu Performans Ölçütleri, Regresyon Analizleri ve Manova Yöntemine Göre A, B ve Borsa Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Analizi”, **İşletme Araştırmaları Dergisi**, C.2, S.2, ss.3-20.

Asunakutlu, Tuncer. Barış Safran. Elif Tosun. 2003, “Kriz Yönetimi Üzerine Bir Araştırma”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.5, S.1, ss.141-163.

Atan, Murat. Sibel Atan. Zeynel Abidin Özdemir. 2008, “Türkiye’deki Bazı Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.10, S.2, ss.47-67.

Ayaydın, Hasan. 2013, “Türkiye’deki Emeklilik Yatırım Fonlarının Performanslarının Analizi”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.22, S.2, ss.59-80.

Aydoğan, Esenay. 2004, “1980’den Günümüze Enflasyon Serüveni”, **Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, C.11, S.1, ss.91-110.

Ayrıçay, Yücel, 2010, “Ekonomik Krizin Sanayi Kuruluşları Üzerine Etkisi: İşletme Finansına İlişkin Bir Çalışma”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.14, S.1, ss.171-193.

Bolak, Mehmet. 1994, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, İstanbul: Beta Basın Yayın Dağıtım.

Bozgeyik, Abdullah. 2008, **Krizlerden Yükselerek Çıkın**, İstanbul: Beta Basın Yayın Dağıtım.

Boztaş, Fulya. 2012, “2008 Küresel Ekonomik Kriz: Türkiye’de İşsizliğe Yansımaları”, **Sakarya İktisat Dergisi**, C.1, S.3, ss.58-74.

Buluş, Abdulkadir. Esra Kabaklarlı. 2010, “1929 Ekonomik Buhranı İle Son Dönem Global Krizin Karşılaştırılması”, **Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, C.103, S.19, ss.1-21.

Büyükşalvarcı, Ahmet. 2011, “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki: Ekonomik Kriz Dönemleri İçin İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C.25, S.1, ss.225-240.

Canbaş, Serpil. Gamze Vural. 2010, **Finansal Yönetim: Açıklamalı Örnekler ve Problemler**, Adana: Karahan Kitabevi.

Ceritoğlu, Evren. H. Burcu Gürcihan. Temel Taşkın. 2012, “2001 ve 2008 Krizleri Sonrası İşsizlik Oranı Gelişmeleri”, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları**, S.23, ss.1-14.

Ceylan, Ali. 2001, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Bursa: Ekin Kitabevi.

Civan, Mehmet. 2007, **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Ankara: Gazi Kitabevi.

Çalık, Kadir. 2010, **B Tipi İnternet Likit Yatırım Fonlarının B Tipi Likit Fonlarla Karşılaştırmalı Performans Değerlendirmesi**, Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Çalışkan, Ali Osman. 2004, “Küreselleşme ve Uluslar arası Sermaye Hareketleri: Kriz Kaçınılmaz mı?”, **Anlayış Dergisi**, S.15, ss.1-3.

Çelik, Adnan. 2010, **Kriz ve Stres Yönetimi**, Ankara: Gazi Kitabevi.

Çetin, Ayser. 2010, **Türkiye’de İşlem Gören Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans lçm**, Zonguldak: Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Çınar, Barış. Ömer Erdoğan. Tuğrul Gürgür. Tandoğan Polat. 2010, “Küresel Kriz ve Politika Uygulamaları”, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları**, S.12, ss.1-11.

Dağlı, Hüseyin. 2000, **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, Trabzon: Derya Kitabevi.

Dağlı, Hüseyin. Semra Bank. Bünyamin Er. 2008, “Türkiye’deki Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, S.40, ss.84-95.

Değertekin, Efsun Ayça. 2011, “Türkiye’de Yatırım Fonları”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, S.105, ss.24-35.

Delice, Güven. 2003, “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, S.20, ss.57-81.

Demir, Faruk. Ayşegül Karabıyık. Emine Ermişoğlu. Ayhan Küçük. 2008, “ABD Mortgage Krizi”, **BDDK Çalışma Tebliği**, S.3, ss.1-106.

Demireli, Erhan. 2007, “Finansal Yatırım Kararlarında Risk Unsuru ve Riske Maruz Değer”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.9, S.1, ss.122-134.

Deniz, Gülhan. 2013, **2008 Küresel Krizin Ekonomik Etkileri ve Kriz Döneminde Alınan Para-Maliye Politikası Önlemleri**, Sivas: Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Doğan, Seçkin. 2005, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Ekonomik İstikrar Programlarının Bankacılık Sektörü Üzerindeki Etkileri ve Finansal Krizler**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Duman, Koray. 2002, “Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması”, **Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S.4, ss.132-145.

Duranlar, Yaşar. Yaşagül Ekinci. Recep Zogo. 2008, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Fon Hareketleri, Finansal Krizler ve Önleyici Mekanizmalar”, Kaynak: http://bandirma.balikesir.edu.tr/...Selcuk_Duranlar_Yasagul_Ekinci_Recep_Zogo.doc. (Erişim Tarihi: 10.12.2013).

Durgun, Ayşe. Bekir Gövdere. 2011, “2008 Küresel Krizinin Antalya Konaklama İşletmelerine Etkileri Üzerine Bir Analiz”, **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.30, S.1, ss.139-159.

Emir, Mustafa. Kemal Eyüboğlu. 2010, “Global Finansal Krizin Türkiye’deki Kobiler Üzerindeki Etkileri”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, S.46, ss.31-43.

Ercan, Metin Kamil. Ünsal Ban. 2012, **Değere Dayalı İşletme Finansı-Finansal Yönetim**, Ankara: Gazi Kitabevi.

Erdoğan, Bülent. 2006, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal kriz Modelleri**, Kahramanmaraş: Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Erdönmez, Pelin Ataman. 2009, “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, **Bankacılar Dergisi**, S.68, ss.85-101.

Ergenç, Yunus Emre. 2009, “Ekonomik Krizin Nedenleri ve Çözüm Önerileri”, Kaynak:http://www.endmuh.com/kariyer/ekonomi/dosyalar/ekonomik_kriz_nedenleri_ve_cozum_onerileri.pdf (Erişim Tarihi: 03.12.2013).

Erkekoğlu, Hatice. Emine Bilgili. 2005, “Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S.24, ss.15-36.

Ertaş, Vahdettin. Kürşat Tuncel. Bahadır Teker. 1997, **Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Esen, Oğuz. 2005, “Bankacılık Krizleri, Yeniden Yapılandırma Programları ve Türk Bankacılık Sektörü”, **Siyasa Dergisi**, S.1, ss.1-21.

Fener, Funda. 2012, **2008 Küresel Mali Kriz ve Krizin Türkiye’de İstihdam Üzerine Etkileri**, Şanlıurfa: Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Gelir İdaresi Başkanlığı. 2011, “GVK Geçici 67. Madde Uygulaması İle İlgili Olarak Gerçek Kişilere Yönelik Vergi Rehberi”, Kaynak: <http://www.gib.gov.tr/fileadmin/beyannamerehberi/2011gecici67.pdf> (Erişim Tarihi: 20.01.2014).

Gelir İdaresi Başkanlığı. 2013, “Mevzuat”, Kaynak: <http://gib.gov.tr/index.php?id=1028> (Erişim Tarihi: 07.01.2014).

Gençtürk, Mehmet. Hüseyin Dalğar. Tayfun Yılmaz. 2011, “Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Kararlarına Etkileri: İMKB’de İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Bir Araştırma”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C.12, S.1, ss.187-207.

Gerek, Engin. 2007, **Türkiye’de B Tipi Yatırım Fonlarının Performansının Değerlendirilmesi: 2004-2006 Döneminde Bir Uygulama**, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Göçer, İsmet. 2012, “2008 Küresel Ekonomik Krizin Nedenleri ve Seçilmiş Ülke Ekonomilerine Etkileri: Ekonometrik Bir Analiz”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, S.17, ss.18-37.

Gökgöz, Ahmet. 2012, “Küresel Finansal Krizin Muhasebe Temelli Nedenleri Bağlamında Kurumsal Yönetim ve Muhasebe Meslek Etiğinin Önemi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C.26, S.3, ss.313-331.

Gökgöz, Fazıl. Mehmet Ogan Günel. 2012, “Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performanslarının Analizi”, **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.3, S.2, ss.3-25.

Işık, Nihat. Onur Ceylan. 2010, “Küresel Krizin İstihdam Üzerindeki Etkileri: Karaman İli Örneği”, Karamanoğlu **Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, C.12, S.19, ss.107-120.

Işık, Sayım. Koray Duman. Adil Korkmaz. 2004, “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.19, S.1, ss.45-69.

İncekara, Ahmet. 2009, “2008 Küresel Finansal Kriz Sürecinde Dünya ve Türkiye Ekonomisi”, Kaynak: <http://www.iav.org.tr/makale.asp?id=11> (Erişim Tarihi: 21.12.2013).

İşeri, Müge. Zeynep Aktaş. 2005, “İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)”, **Yaklaşım Dergisi**, S.15, ss.371-385.

Kadıoğlu, Bilgehan. 2010, **2008 Ekonomik Krizi**, Bolu: Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Kaplan, Cafer. 2002, **Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği**, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Çalışma Tebliği No:1.

Karaatlı, Meltem. Mehmet Fatih Demiral. Esra Zeynel. Yunus Pala. 2009, “2008 Küresel Krizin Kobi’lerde Yarattığı Etkiler ve Kriz Yönetimi: Göller Yöresi Örneği”, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, S.10, ss.143-161.

Karacabey, Ali Argun. 1998, **A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**, Ankara: Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları.

Karagöz, Hakan. 2009, **Küresel Ekonomik Kriz ve Alınan Ekonomik Tedbirler**, Konya: Konya Ticaret Odası Araştırma ve Bilgi Yayınları.

Karan, Mehmet Baha. 2004, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara: Gazi Kitabevi.

Karatepe, Yalçın. Fazıl Gökgöz. 2007, “A Tipi Yatırım Fonu Performansının Değerlendirilmesi ve Performans Devamlılık Analizi”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, C.62, S.2, ss.75-109.

Karlı, Muharrem. 1987, **Menkul Kıymetler Kılavuzu**, İstanbul: Türkiye İş Bankası Yayınları.

Kaya, Abdulkadir. Ünal Gülhan. 2010, “Küresel Finansal Krizin İşletmelerin Etkinlik ve Performans Düzeylerine Etkileri: 2008 Finansal Kriz Örneği”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, S.11, ss.61-89.

Kaya, Kamil. 2002, “Ekonomik Krizin Yaşama Tarzı Üzerindeki Etkileri (Isparta Örneği)”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.7, S.2, ss207-226.

Kılıç, Saim. 2002, **Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performansının Değerlendirilmesi**, İstanbul: İMKB Yayınları.

Kibritçioğlu, Aykut. 2002, “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, C.41, S.7, ss.1-17.

Korkmaz, Esfender. Arzu Tay. 2011, “Küresel Kriz, Türkiye’ye Etkileri ve Çözüm Önerileri”, **Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.1, S.2, ss.111-135.

Korkmaz, Turhan. Ali Ceylan. 2012, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Bursa: Ekin Yayınevi.

Korkmaz, Turhan. Ali Ceylan. 1998, **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Ankara: Ekin Kitabevi.

Korkmaz, Turhan. Hasan Uygurtürk. 2009, “Türkiye’de İşlem Gören Hisse Senedi Ağırlıklı Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırılması”, **Kilis Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.1, S.1, ss.1-15.

Koyuncu, Murat. Fikret Şenses. 2004, “Kısa Dönem Krizlerin Sosyoekonomik Etkileri: Türkiye, Endonezya ve Arjantin Deneyimleri”, **ERC Working Papers in Economics**, ss. 1-43.

Kula, Ferit. 2003, “Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C.4, S.2, ss.141-154.

Kutlu, Hüseyin Ali. N. Savaş Demirci. 2011, “Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış ve Mevcut Durum”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, S.52, ss.121-135.

Meriç, Metin. 2003, “Borçlanmanın Konsolide Bütçe Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi”, Kaynak: <http://web.deu.edu.tr/ab/MAKALE/deu%20MAK/0003.doc> (Erişim Tarihi:10.12.2013).

Mutlu, Abdullah. Efdal Polat. 2012, “2007 Küresel Finansal Krizin Türkiye’nin Maliye Politikalarına Yansıması”, **Turgut Özal Uluslar arası Ekonomi ve Siyaset Kongresi-II, Küresel Değişim ve Demokratikleşme Bildiri Kitabı**, ss.48-67.

Narbay, Mine Şimşek. 2006, **Kriz İletişimi**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Okçuoğlu, İbrahim. 2011, “Borçlanma Krizi ve Dünya Ekonomisinin Durumu”, Kaynak: <http://ibrahimokcuoglu.blogspot.com/.../borclanma-krizi-ve-dunya-ekonomisinin>. (Erişim Tarihi: 07.12.2013).

Omağ, Aclan. 2010, “Türkiye’de A Tipi ve B Tipi Yatırım Fonlarının 2000-2008 Dönemi Performans Analizi”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, S.17, ss.235-250.

Örnek, Ali Şahin. Şule Aydın. 2008, **Kriz ve Stres Yönetimi**, Ankara: Detay Yayıncılık.

Öztürk İbrahim. 2012, **Küresel Kriz ve Türkiye Ekonomisinin Dönüşümü**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.

Öztürk, İbrahim. 2009, **2009 Türkiye Ekonomisi Yine Kriz Yine Dersler**, İstanbul: Müsiad Araştırma Raporları.

Öztürk, Serdar. Bekir Gövdere. 2010, “Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari İlimler Fakültesi Dergisi**, C.15, S.1, ss.377-397.

Pusti, Müge. 2013, **Krizlerin Anatomisi ve Türkiye’de 2001-2008 Finansal-Ekonomik Krizleri Üzerine Bir İnceleme**, Ankara: Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Sağbaş, İsa. 2011, “Kamu Bütçe Dengesi:2004-2010 Döneminin Ekonomik Analizi”, **Stratejik Düşünce Enstitüsü**,
Kaynak:<http://www.sde.org.tr/userfiles/file/Kamu%20Butce%20Dengesi%20Analiz%2011-03-2011.pdf>. (Erişim Tarihi: 09.12.2013).

Sarıaslan, Halil. Cengiz Erol. 2008, **Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler**, Ankara: Siyasal Kitabevi.

Sarıtaş, Hakan. 2001, **Yatırım Fonlarının Performans Değerlemesi: Alternatif Bir Yatırım Aracı Olarak Endeks Fonları**, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Sayım, Ferhat. Volkan Aydın. 2011, “Hizmet Sektörü Özellikleri ve Sistemik Olmayan Risklerin Sektör Menkul Kıymetleri İle Etkileşimine Dair Teorik Bir Çalışma”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, S.29, ss.245-262.

Sermaye Piyasası Kurulu. 2013, “Aylık İstatistik Bülteni”, Kaynak: <http://spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx> (Erişim Tarihi: 03.01.2014).

Sermaye Piyasası Kurulu. 2013, “Aylık Bülten”, Kaynak: <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1> (Erişim Tarihi: 08.01.2014).

Sermaye Piyasası Kurulu. 2010, **SPK Bilgilendirme Kitapçıkları-3**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Sermaye Piyasası Kurulu. 1996, **Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VII, No: 10)**, 19.12.1996 Tarihli ve 22852 Sayılı Resmi Gazete).

Susam, Nazan. Ufuk Bakkal. 2008, “Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek”, **Maliye Dergisi**, S.155, ss.72-88.

Şimşek, Hayal Ayça. 2008, “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.13, S.1, ss.183-208.

Şimşek, Mevlüdiye. 2004, “Finansal Küreselleşmenin Ekonomik Krizler Üzerindeki Etkileri ve Örnek Kriz Ekonomileri”, **Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, S.490, ss.60-82.

Şişman, Mehmet. 2005, “Reel Kesim Mali Kesim İlişkisi Açısından Sermaye Piyasalarındaki Uluslararasılaşma Üzerine Değerlendirmeler”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C.20, S.1, ss.141-156.

Taban, Sami. 2011, “Küresel Ekonomik Krizi Öncesi ve Sonrası Dönemde Türkiye’de Ekonomik Büyümenin Dinamikleri”, **Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı**, S.37, ss.1-36.

Tevfik, Gürman. 2013, “Finansal Ürün Çeşitliliği İle Profesyonellere Danışma İhtiyacı Artıyor”, **Kurumsal Yatırımcı Dergisi**, S.22, ss.13-19.

Tevfik, Gürman. 1995, **Dünya’da ve Türkiye’de Yatırım Fonları**, Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.

Titiz, İsmail. İlker Hüseyin Çarıkçı. 2001, “Krizlerin İşletmeler Üzerindeki Etkileri ve Küçük İşletme Yöneticilerinin Kriz Dönemine Yönelik Stratejik Düşünce ve Analizleri”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.2, S.1, ss.201-215.

Topallı, Nurgün. 2006, **Finansal Krizler ve IMF’nin Kriz Politikaları**, Kayseri: Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Torun, Talip. 2009, “Krizle İlişkin Olumsuz Algılamaların Finans Sorumlularının Ruhsal ve Fiziksel Sağlıkları Üzerindeki Etkisi: Algılanan Sosyal Desteğin Rolü”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, S.33, ss.295-314.

Tuncel, Cem Okan. 2010, “Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler”, **Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, C.47, S.545, ss.91-118.

Tural, Ahmet Orçun. 2011, **Türkiye’deki A ve B Tipi Yatırım Fonlarının 2004-2010 Yılları Arasındaki Performans Değerlendirmesi**, Ankara: Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği. 2010, **Ekonomik Rapor 2010**, Ankara: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayınları.

Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği. 2008, **Türkiye Sermaye Piyasası Sektör Raporu**, Ankara: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayınları.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği. 2013, “Türkiye Sermaye Piyasası 2012”, Kaynak: http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/0/AIM_Yillik/TSP2012.pdf (Erişim Tarihi: 10.01.2014).

Tüz, Melek Vergiliel. 2001, **Kriz ve İşletme Yönetimi**, İstanbul: Alfa Yayınları.

Ural, Mert. 2010, **Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi**, Ankara: Detay Yayıncılık.

Usta, Öcal. 2008, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Ankara: Detay Yayıncılık.

Usta, Öcal. Erhan Demireli. 2010, “Risk Bileşenleri Analizi: İMKB’de Bir Uygulama”, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C.6, S.12, ss.25-36.

Yanar, Rüstem. 2008, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejim Tercihinin Makro Ekonomik Performans Üzerine Etkileri”, **Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C.7, S.2, ss.255-270.

Yıldırım, Uğur. 2005, **Bütçe Açıklarının Finansmanı ve Makro Ekonomik Etkileri**, Kırıkkale: Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Yılmaz, Durmuş. 2009, “Küresel kriz ve Para Politikası Uygulamaları”, Kaynak: http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2009/Baskan_Bogazici.php (Erişim Tarihi: 16.12.2013).

Yolsal, Handan. 2012, “A Tipi Yatırım Fonlarının Performansı: Banka ve Aracı Kurumlar Üzerine Bir İnceleme”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.32, S.1, ss.343-364.

Yüce, Gönül, 2011, **Yatırım Fonları Getirilerinin Makro ve Mikro Belirleyicileri: Türkiye Uygulaması**, Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Yükseler, Zafer. 2009, “Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Ödemeler Dengesi Uyumunu”, Kaynak: http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Krizler_Yukseler.pdf (Erişim Tarihi: 17.12.2013).

Zerenler, Muammer. Rifat İraz. 2006, “Kriz Dönemlerinde Ürün ve Süreç Esnekliğinin İşletme Performansına Etkileri: Küçük ve Orta Ölçekli Tekstil İşletmelerinde Bir Araştırma”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, S.21, ss.247-267.

http://www.fonbul.com/fon_gunluk_getiriler.asp. (Erişim Tarihi: 15.03.2014).

http://www.ici.org/pdf/2012_factbook.pdf. (Erişim Tarihi: 15.01.2014).

<http://www.tkyd.org.tr/T/icerik.aspx?tip=2>. (Erişim Tarihi: 15.01.2014).

<http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/TemelEkonomikGostergeler.aspx>. (Erişim Tarihi: 15.03.2014).

http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1064 . (Erişim Tarihi: 15.03.2014).

EKLER

EK 1. Uygulama Kapsamındaki A Tipi Yatırım Fonları

No	Fon Unvanı
1	Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu
2	Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu
3	Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon
4	Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hisse Senedi Alt Fonu
5	Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İMKB Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu
6	Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Premium Hisse Senedi Alt Fonu
7	Alkhair Capital Menkul Değerler A.Ş. İstanbul A Tipi Değişken Fon
8	Alkhair Capital Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Katılım Endeksi Fonu
9	Alternatifbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon
10	Alternatifbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu
11	Anadolubank A.Ş. A Tipi Değişken Fon
12	Asya Katılım Bankası A.Ş. A Tipi Akasya Karma Fonu
13	Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu
14	Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Karma Fon
15	Başkent Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon
16	Denizbank A.Ş. A Tipi Afili Bankacılık Karma Fon
17	Denizbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon
18	Denizbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu
19	Denizbank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu
20	Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Aktif Fonu
21	Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Analiz Fonu
22	Ergo Sigorta A.Ş. Dinamik A Tipi Değişken Fon
23	Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu
24	Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon
25	Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu
26	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu
27	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon
28	Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu
29	Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Aktif Strateji Fonu
30	Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon
31	Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hedef Alpha Değişken Alt Fonu
32	Hsbc Bank A.Ş. A Tipi Değişken Fon
33	Hsbc Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu
34	Ing Bank A.Ş. A Tipi Değişken Yatırım Fonu
35	Ing Bank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Yatırım Fonu
36	Ing Bank A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu
37	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu
38	Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon
39	Neta Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fonu
40	Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon

No	Fon Unvanı
41	Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Risk Yönetimi Hisse Senedi Fonu
42	Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon
43	Şekerbank T.A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu
44	T.Garanti Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu
45	T.Garanti Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu
46	T.Halk Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fonu
47	T.Halk Bankası A.Ş. A Tipi Karma Fon
48	Tacirler Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon
49	Tacirler Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma Fon
50	Teb Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu
51	Tekstil Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu
52	Tekstil Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu
53	Türk Ekonomi Bankası A.Ş. A Tipi Karma Fon
54	Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fonu
55	Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu
56	Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu
57	Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu
58	Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu
59	Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İştirak Fonu
60	Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi Karma Kumbara Fonu
61	Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fon
62	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi Değişken Fonu
63	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu
64	Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İMKB Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu
65	Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu
66	Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Değişken Alt Fonu
77	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Global Teknoloji Yabancı Menkul Kıymetler Alt Fonu
68	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu
69	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeksi Fonu
70	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hisse Senedi Alt Fonu
71	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Karma Alt Fon
72	Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon
73	Ziraat Bankası A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Karma Alt Fonu
74	Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fon

