

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
PARA BANKA PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**YATIRIM FONLARININ PERFORMANS
DEĞERLENDİRMESİ: A TİPİ KARMA FONLAR İÇİN
ÇOK KRİTERLİ MODELLERLE TÜRKİYE
UYGULAMASI**

Belgi ODABAŞI

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Lale ALKINOĞLU

2007

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum "Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: A Tipi Karma Fonlar İçin Çok Kriterli Modellerle Türkiye Uygulaması" adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

18/10/2007

Belgi ODABAŞI

YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin

Adı ve Soyadı : Belgi ODABAŞI
Anabilim Dalı : İktisat
Programı : Para Banka
Tez Konusu : Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: A
Tipi Karma Fonlar İçin Çok Kriterli Modellerle Türkiye Uygulaması
Sınav Tarihi ve Saati :

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün tarih ve sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliği'nin 18. maddesi gereğince yüksek lisans tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI OLDUĞUNA	☐	OY BİRLİĞİ	☐
DÜZELTİLMESİNE	☐	OY ÇOKLUĞU	☐
REDDİNE	☐		

ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır. ☐ O*** |

Öğrenci sınava gelmemiştir. ☐ O** |

* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.

** Bu halde adayın kaydı silinir.

*** Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fulbright vb.) aday olabilir.	Evet
Tez mevcut hali ile basılabilir.	☐
Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir.	☐
Tezin basımı gerekliliği yoktur.	☐

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

.....	☐ Başarılı	☐ Düzeltme	☐ Red	
.....	☐ Başarılı	☐ Düzeltme	☐ Red	
.....	☐ Başarılı	☐ Düzeltme	☐ Red	

ÖZET
Yüksek Lisans Tezi
Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: A Tipi Karma Fonlar İçin Çok
Kriterli Modellerle Türkiye Uygulaması
Belgi ODABAŞI

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı
Para Banka Programı

Ülkelerin büyüme ve kalkınmasının sağlanmasında önemli bir etken olan yatırımlar için büyük fonlara ihtiyaç duyulur. Bu durum, tasarruf sahiplerinden fon talep edenlere fon aktarımını sağlayan finansal piyasaların, finansal kurumların ve finansal araçların öneminin artmasına ve yatırım kurumlarının ve yatırım araçlarının çeşitlenmesine sebep olmaktadır.

Bu çalışmanın konusunu oluşturan yatırım fonları, sermaye piyasasındaki önemi giderek artan ve tasarruf sahiplerine belli ilkeler doğrultusunda profesyonel yönetim hizmeti veren yatırım araçlarıdır. Yatırım fonlarının başarısı ve alternatif yatırım araçları ve diğer yatırım fonları ile karşılaştırılması hem tasarruf sahipleri hem de fon yöneticisi açısından gereklidir. Bu süreçte yatırım fonlarının performansının değerlendirilmesi gereği ve performans değerlendirme yöntemleri doğmuştur.

Çalışmanın ilk bölümünde Türkiye’de sermaye piyasasına ve sermaye piyasasında faaliyet gösteren yatırım araçlarına değinilmiş; yatırım fonlarının genel özellikleri ve hukuki yapıları incelenmiş ve Türkiye’de yatırım fonu piyasasının durumu ele alınmıştır.

İkinci bölümde getiri ve risk kavramları açıklanmış ve portföy performans ölçme yöntemleri anlatılmıştır.

Çalışmanın uygulama kısmı olan üçüncü bölümde, 2002-2006 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren 13 adet A tipi karma yatırım fonunun seçicilik ve zamanlama kabiliyetini ölçen çok kriterli modellerle (Treynor-

Mazuy ve Henricksson-Merton) performans değerlendirmesi ve performansların devamlılık analizi yapılmış ve elde edilen sonuçlar yorumlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Yatırım Fonları, Performans Değerlendirmesi, Çok Kriterli Performans Değerleme Yöntemleri

ABSTRACT

Master Thesis

Mutual Funds Performance Evaluation: For A Type Balanced Funds with Multi Criterion Turkey Practice Belgi ODABAŞI

**Dokuz Eylül University
Institute of Social Sciences
Department of Economics
Money and Bank Program**

As being an important factor in providing countries growth and development, investments require great funds. This situation causes financial markets, financial institutions and financial instruments providing funds flow between saving holders and investors, become more importance and financial institutions and financial instruments become more variety.

The Mutual funds, which is the subject of this study, are financial assets, that become more important in capital market and provide professional management service for saving holders with some principles. The success of mutual funds and the comparison with alternative financial assets and other mutual funds is necessary both for saving holders and fund managers. In this process, necessity of mutual funds' performance management and performance measurement methods are appeared.

In the first part of the study, capital market of Turkey and financial assets in Turkish capital market have been mentioned; general characteristics and juridical structures of mutual funds have been investigated and the status of Turkish mutual fund market has been examined.

In the second part, the concepts of earnings and risk, and portfolio performance measurement methods are explained.

In the practice of the study, which is the third part, the measurement of
13 A type balanced mutual funds performance with multi criterion

performance measure models (Treynor-Mazuy and Henriksson-Merton) between 2002 and 2006 in Turkey and the analysis of the performance persistency have been performed and the results have been interpreted.

Keywords: mutual funds, performance measurement, multi criterion performance evaluation models.

**YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ: A TİPİ KARMA
FONLAR İÇİN ÇOK KRİTERLİ MODELLERLE TÜRKİYE UYGULAMASI**

YEMİN METNİ	ii
YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
KISALTMALAR	xi
TABLolar LİSTESİ	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xvii
GİRİŞ	xviii

**BİRİNCİ BÖLÜM
TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI VE YATIRIM ARAÇLARI**

1.1	Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişimi Ve Mali Kurumlar	1
1.1.1	Sermaye Piyasasının Gelişimi	2
1.1.2	Mali Kurumlar	3
1.1.2.1	Mali Kurumların Ortaya Çıkış Nedenleri	3
1.1.2.2	Mali Kurumların Çeşitleri	4
1.2	Türk Sermaye Piyasası Yatırım Araçları	5
1.2.1	Hisse Senetleri	6
1.2.2	Tahvil ve Bono	7
1.2.3	Gelir Ortaklığı Senetleri	8
1.2.4	Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar	8
1.2.5	Kâr – Zarar Ortaklığı Belgesi	8
1.2.6	Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller	9
1.2.7	Finansman Bonoları	9
1.2.8	Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	9
1.2.9	Gayrimenkul Sertifikaları	10
1.2.10	Katılma İntifa Senetleri	10
1.2.11	Yabancı Sermaye Piyasası Araçları	10
1.2.12	Türev Araçlar	11
1.3	Türkiye'de Yatırım Fonları	12
1.3.1	Türkiye'de Yatırım Fonlarının Gelişimi	13
1.3.2	Yatırım Fonlarının Yönetim İlkeleri	21
1.3.2.1	Profesyonel Yönetim İlkesi	21
1.3.2.2	Riskin dağıtılması ilkesi	22
1.3.2.3	İnançlı Mülkiyet İlkesi	22
1.3.2.4	Mal Varlığının Korunması İlkesi	23
1.3.3	Yatırım Fonlarının Hukuki Nitelikleri	23
1.3.3.1	Yatırım Fonlarının Tanımı	23
1.3.3.2	Yatırım Fonlarının Kuruluşu	24
1.3.3.3	Yatırım Fonu Tutarının Arttırılması	27
1.3.3.4	Katılma Belgeleri	28
1.3.3.5	Fon Portföyünün Saklanması	29
1.3.3.6	Yatırım Fonlarının Yönetimi	30
1.3.3.7	Yatırım Fonlarının Birleştirilmesi, Sonlandırılması ve Tasfiyesi	31
1.3.4	Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması	32
1.3.4.1	Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Sınıflandırma	32
1.3.4.2	Türkiye'deki Hukuksal Uygulamalar Açısından Sınıflandırma	33
1.3.5	Yatırım Fonlarının Yatırımcılara Sağladığı Avantajlar	36

1.3.6	Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi	38
1.3.6.1	Tam Mükellef Gerçek Kişiler	39
1.3.6.2	Dar Mükellef Gerçek Kişiler	40
1.3.6.3	Tam Mükellef Tüzel Kişiler	40
1.3.6.4	Dar Mükellef Tüzel Kişiler	40
1.3.6.5	Yatırım Fonlarının Portföy İşletmeciliğinden Doğan Kazançlar	40

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIM ARAÇLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ VE YÖNTEMLERİ

2.1	Performans Ölçümünün Amacı	42
2.2	Getiri ve Riskin Ölçülmesi	44
2.2.1	Getirinin Ölçülmesi	44
2.2.2	Riskinin Ölçülmesi	45
2.3	Performans Ölçümü Yöntemleri	47
2.3.1	Tek Kriterli Modeller	49
2.3.1.1	Doğrudan Karşılaştırma Modeli	49
2.3.1.2	Jensen Performans Endeksi (Fark Eden Getiriler Yöntemi)	51
2.3.1.3	Treynor Performans Endeksi (Oynaklığın Ödülü Oranı)	52
2.3.1.4	Sharpe Oranı	53
2.3.1.5	M^2 Performans Ölçütü (Modigliani Yöntemi)	55
2.3.1.6	T^2 Performans Ölçütü	56
2.3.1.7	Sortino Performans Endeksi	57
2.3.1.8	Değerleme Oranı	58
2.3.1.9	Fama Yaklaşımı	58
2.3.2	Zamanlama Ve Seçicilik Kabiliyetlerini Dikkate Alan Çok Kriterli Modeller	59
2.3.2.1	Treynor-Mazuy Yöntemi (Kuadratik Regresyon Modeli)	60
2.3.2.2	Henricksson-Merton Yöntemi (Kukla Değişkenli Regresyon Yöntemi)	61
2.4	Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi Üzerine Yapılan Bazı Çalışmalar	62

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

A TİPİ KARMA YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ: 2002-2006 YILLARI ARASI TÜRKİYE UYGULAMASI

3.1	Uygulamanın Amacı	66
3.2	Uygulamanın Yöntemi	67
3.2.1	Yatırım Fonlarının Getirileri	67
3.2.2	Risksiz Getiri	68
3.2.3	Piyasa Gösterge Endeksi	68
3.2.4	Standart Sapma	68
3.3	Performans Değerlendirmesine İlişkin Elde Edilen Sonuçlar	69
3.3.1	Kuadratik Regresyon Modeline Göre Yatırım Fonlarının Performans Sonuçları	69
3.3.2	Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Yatırım Fonlarının Performans Sonuçları	77
3.3.3	Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton Yöntemlerine Göre Elde Edilen Sonuçların Karşılaştırılması	84
3.3.4	Yatırım Fonlarının Performanslarının Devamlılık Analizi	87

3.3.4.1	Yatırım Fonlarının Normal Getiri Performansına Göre Devamlılık Analizi	88
3.3.4.2	Yatırım Fonlarının Piyasa Portföyüne Kıyasla Sağladığı Performansa Göre Devamlılık Analizi	91
3.3.4.3	Yatırım Fonlarının Fon Yönetimi Tarafından Belirlenen Karşılaştırma Ölçütlerinden Portföy Değerlerine Göre Ağırlıklandırılarak Oluşturulan Karşılaştırma Ölçütüne Göre Devamlılık Analizi	94
GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ		126
KAYNAKÇA		133
EKLER		139

KISALTMALAR

BPP	Borsa Para Piyasası
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
EFAMA	European Fund and Asset Management Association (Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yöneticileri Birliği)
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
HM	Henricksson-Merton
ICI	Investment Company Institute (Yatırım Şirketleri Enstitüsü)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KYD	Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
Men. Değ.	Menkul Değerler
MKYO	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı
O/N	Overnight (Gecelik)
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TKYD	Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
TM	Treynor-Mazuy
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
Yat.Men.Kıy.	Yatırım Menkul Kıymetler
Yat. Men.Değ.	Yatırım Menkul Değerler

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Türkiye’de Yatırım Fonu Sektörünün Gelişimi	14
Tablo 2: Türkiye’de Faaliyet Gösteren Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı	15
Tablo 3:Türkiye’de Faaliyet Gösteren Yatırım Fonu Sayısı, Toplam Portföy Değeri ve Yatırımcı Sayısı (Aralık 2006 itibarıyla)	18
Tablo 4: A Tipi Karma Yatırım Fonları Açısından Yatırım Fonu Sektöründeki Gelişim	21
Tablo 5: Yatırım Fonlarının Mükelleflik Durumuna Göre Vergilendirilmesi.....	39
Tablo 6: Analize Dahil Edilen Yatırım Fonları	67
Tablo 7: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Alfa Katsayılarına İlişkin İstatistikler.....	71
Tablo 8: Kuadratik Regresyon Modeliyle Hesaplanan Alfa Katsayılarına Göre Fonların Seçicilik Kabiliyetlerinin Sıralanması	71
Tablo 9: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Alfa Katsayılarının %5 Güvenilirlik Düzeyinde Anlamlılığı	72
Tablo 10: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Beta Katsayılarına İlişkin İstatistikler.....	73
Tablo 11: Kuadratik Regresyon Modeliyle Hesaplanan Beta Katsayılarına Göre Fonların Sıralanması	73
Tablo 12: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Beta Katsayılarının %5 Güvenilirlik Düzeyinde Anlamlılığı	74
Tablo 13: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Hesaplanan c Katsayılarına İlişkin İstatistikler.....	75
Tablo 14: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Yatırım Fonlarının Zamanlama Performansına Göre Sıralanması	76
Tablo 15: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Hesaplanan c Katsayılarının %5 Güvenilirlik Düzeyinde Anlamlılığı	76
Tablo 16: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Alfa Katsayılarına İlişkin İstatistikler	78
Tablo 17: Kukla Değişkenli Regresyon Modeliyle Hesaplanan Alfa Katsayılarına Göre Fonların Seçicilik Kabiliyetlerinin Sıralanması	79
Tablo 18: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Alfa Katsayılarının %5 Güvenilirlik Düzeyinde Anlamlılığı	79

Tablo 19: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Beta Katsayılarına İlişkin İstatistikler	80
Tablo 20: Kukla Değişkenli Regresyon Modeliyle Hesaplanan Beta Katsayılarına Göre Fonların Sıralanması.....	80
Tablo 21: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Beta Katsayılarının %5 Güvenilirlik Düzeyinde Anlamlılığı	81
Tablo 22: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Hesaplanan c Katsayılarına İlişkin İstatistikler.....	82
Tablo 23: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Yatırım Fonlarının Zamanlama Performansına Göre Sıralanması.....	83
Tablo 24: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Hesaplanan c Katsayılarının %5 Güvenilirlik Düzeyinde Anlamlılığı.....	83
Tablo 25: TM ve HM Modellerine Göre Fonların Seçicilik Kabiliyetine Göre Sıralamasının Karşılaştırılması	84
Tablo 26: TM ve HM Modellerine Göre Fonların Zamanlama Kabiliyetine Göre Sıralamasının Karşılaştırılması	85
Tablo 27: TM ve HM Modelleri Arasındaki Korelasyon Katsayıları	86
Tablo 28: 2002-2006 Yılları Arası Yatırım Fonlarının ve İMKB-100 Endeksinin Yıllık Ortalama Getirisi.....	88
Tablo 29: Yatırım Fonlarının Normal Getiri Performanslarının Devamlılık Analizi Sonuçları	89
Tablo 30: Yatırım Fonlarının Normal Getiri Performanslarının Devamlılık Analizi Sonuçlarının Özeti	91
Tablo 31: Yatırım Fonlarının Piyasa Portföyüne Göre Sağladığı Getiri Performanslarının Devamlılık Analizi Sonuçları	92
Tablo 32: Yatırım Fonlarının Piyasa Portföyüne Kıyasla Sağladığı Getiri Performanslarının Devamlılık Analizi Sonuçlarının Özeti	94
Tablo 33: Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütünün Yıllar İtibariyle Bileşimi	95
Tablo 34: 2002-2006 Yılları Arası Hesaplanan Ağırlıklı Karşılaştırma Ölçütünün Yıllık Ortalama Değerleri	96
Tablo 35: Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi	96
Tablo 36: Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü ...	96
Tablo 37: Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar.....	97

Tablo 38: Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	98
Tablo 39: Denizbank A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi.....	98
Tablo 40: Denizbank A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü	98
Tablo 41: Denizbank A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar.....	99
Tablo 42: Denizbank A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	99
Tablo 43: Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi	100
Tablo 44: Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü	100
Tablo 45: Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar.....	101
Tablo 46: Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	101
Tablo 47: Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi	102
Tablo 48: Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü	102
Tablo 49: Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar.....	102
Tablo 50: Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	103
Tablo 51: Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi	104
Tablo 52: Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü	104
Tablo 53: Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar.....	104
Tablo 54: Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	105
Tablo 55: Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi.....	106
Tablo 56: Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü.....	106
Tablo 57: Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar.....	106

Tablo 58: Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	107
Tablo 59: Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü	108
Tablo 60: Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	108
Tablo 61: Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	109
Tablo 62: İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi	109
Tablo 63: İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü	110
Tablo 64: İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	110
Tablo 65: İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	111
Tablo 66: Ziraat Bankası A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi	111
Tablo 67: Ziraat Bankası A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü	111
Tablo 68: Ziraat Bankası A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	112
Tablo 69: Ziraat Bankası A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	113
Tablo 70: Türk Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi	113
Tablo 71: Türk Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü	113
Tablo 72: Türk Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	114
Tablo 73: Türk Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	114
Tablo 74: Halk Bankası A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü	115
Tablo 75: Halk Bankası A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	115
Tablo 76: Halk Bankası A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	116
Tablo 77: Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi	117

Tablo 78: Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü.....	117
Tablo 79: Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar.....	117
Tablo 80: Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	118
Tablo 81: Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi	119
Tablo 82: Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü	119
Tablo 83: Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	119
Tablo 84: Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar	120
Tablo 85: 2002-2006 Yılları Arası Yatırım Fonlarının ve Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütünün Yıllık Ortalama Getirileri	121
Tablo 86: 2002-2006 Yılları Arası Yatırım Fonlarının Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Gösterdiği Performansların Devamlılık Analizi Sonuçları	121
Tablo 87: Yatırım Fonlarının Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performanslarının Devamlılık Analizi Sonuçlarının Özeti	123

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Türkiye’de Faaliyet Gösteren Yatırım Fonlarının Portföy Yapıları	16
Şekil 2: Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı (Aralık 2006 itibariyle)	19
Şekil 3: Avrupa’da Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı (Aralık 2006 itibariyle)	19
Şekil 4: Dünyada Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı (Aralık 2006 itibariyle)	20
Şekil 5: Sistemik Risk ve Sistemik Olmayan Riskin Gösterimi.....	46
Şekil 6: Doğrudan Karşılaştırma Yönteminin Grafik Gösterimi	50
Şekil 7: Treynor Performans Endeksinin Grafik Gösterimi.....	53
Şekil 8: Sharpe Performans Endeksinin Grafik Gösterimi	54
Şekil 9: M ² Performans Endeksinin Grafik Gösterimi.....	56
Şekil 10: Piyasa Zamanlamasına Sahip Bir Portföy Yöneticisinin Eğrisel Karakteristik Doğrusu.....	61

GİRİŞ

Yatırımlar, temel makroekonomik hedefler arasında yer alan büyüme ve kalkınmanın gerçekleştirilmesinde, toplumun refah düzeyinin artırılmasında önemli bir role sahiptir. Yatırımların gerçekleştirilebilmesi amacıyla fona ihtiyaç duyan yatırımcılara tasarruf sahiplerinden fon aktarımını sağlayan finansal piyasalara, önemli görevler düşmektedir. Tasarruf fazlası olan birimlerden tasarruf açığı olan birimlere fon aktarımını sağlayan finansal piyasalar, üstlendikleri bu aracılık rolü ile kaynakların optimum kullanımına da imkan sağlamaktadır. Fon arz eden ve fon talep eden birimlerin aracılar olmadan karşı karşıya gelerek fon alışverişinde bulunmaları demek olan doğrudan finansman yönteminin işleyişindeki zorluklar nedeniyle, fon arz ve talep edenler arasında aracılık rolü üstlenen mali kurumlar doğmuş ve finansal piyasalarda önemli aktörler olarak yer almışlardır.

Gelişmiş ve güçlü finansal piyasalar aynı zamanda ülkelerin ekonomileri açısından da bir gelişmişlik göstergesidir. Ülkemizde henüz gelişme süreci içerisinde bulunan finansal piyasaların derinleşmesi ve güçlenmesi ile daha fazla tasarruf toplanarak daha çok yatırıma dönüşecek, böylelikle ekonomi de gelişecektir. Finans piyasalarının üzerine düşen görevi gerçekleştirebilmesi ve sağladığı fonları verimli yatırımlara aktarabilmesinde, yatırım kuruluşları ve yatırım araçları aracılık etmektedir. Elinde fon fazlası olan tasarruf sahipleri açısından ise, sahip oldukları fonları risk ve getiri tercihlerine göre güvenilir bir şekilde değerlendirmek önemlidir. Bu açıdan yatırım kuruluşları, tasarruf sahiplerine küçük yatırımlarıyla ulaşamayacakları yatırım aracı çeşitliliği, riskin dağıtılması, ölçek ekonomilerinden yararlanılması ve profesyonel yönetim gibi önemli avantajlar sağlamaktadır.

Tasarruf sahipleri fonlarını hisse senedi, devlet tahvili, bono ve benzeri yatırım araçları içerisinde risk ve getiri tercihlerine göre değerlendirmek isterler. Ancak, genelde bilgi eksikliği ve sağlıklı karar verebilmek için gerekli donanımdan yoksun olma gibi nedenlerle tasarruflarını iyi değerlendiremeyebilirler. Bu durumda profesyonel yatırımcılardan oluşan ve yatırımcısı adına fonu en iyi şekilde yönetme sözünü vererek kurulan yatırım kurumları bu anlamda yatırımcıya yeni seçenekler sunmaktadır.

Bu çalışmanın konusunu oluşturan yatırım fonları, küçük birikimlerin yapamayacağı büyük yatırımları yapmak üzere kurulan ve büyüklüğünden dolayı ölçek ekonomilerinden yararlanabilen, tasarruf sahiplerinden fon toplayıp onlar adına bu fonları profesyonel yöneticiler öncülüğünde yöneten kurumlardır.

Çalışmada detaylarıyla incelenen yatırım fonları, aslında diğer yatırım araçlarından oluşan karma bir sepet olarak karşımıza çıkan, yatırımcıya her türlü araca ulaşma imkanı sağlayan ve likit olması sebebiyle atıl durumda olan fonların değerlendirilmesine olanak tanıyan bir yatırım aracıdır. Ancak, yatırımcı için alternatif yatırım araçları arasındaki karar verme sürecinde, yatırım fonları ve diğer yatırım araçlarının getiri ve performans durumu önem kazanmaktadır. Bu noktada, yatırım araçlarının sahip oldukları risk ve getiri düzeyleri ile performanslarının değerlendirilmesi gereği ortaya çıkmaktadır.

Yatırım araçlarının performanslarının değerlendirilmesinde çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Performans değerlendirilmesinde ve yatırım araçlarının karşılaştırılmasında, yatırım araçlarının sağladıkları getirinin yanı sıra sahip oldukları risk düzeyi de dikkate alınmalıdır. Bu çalışmada yatırım araçlarının performanslarının değerlendirilmesinde kullanılan yöntemler incelenmiş, yatırım fonlarının seçicilik ve zamanlama kabiliyetini ölçen çok kriterli modellerden Treynor-Mazuy ve Kukla değişkenli modeller esas alınarak Türkiye üzerine bir uygulama yapılmıştır.

Bu bağlamda çalışmanın ilk bölümünde; finansal piyasalar ve yatırımcıya sunulan alternatif yatırım araçları Türkiye açısından ele alınacaktır. Dünyada oldukça çeşitlilik gösteren ve zamanla ülkemizde de çeşitlenen piyasalar ve yatırım araçları tarihsel gelişim, kurumlar ve araçlar olarak değerlendirilecek ve çalışmanın asıl konusunu oluşturan yatırım fonlarının üzerinde durulacaktır.

İkinci bölümde; yatırım araçları ve çalışmanın konusunu oluşturan yatırım fonları arasından tercih yapmada yatırımcıya yol gösterici olan performans değerlendirmesi üzerinde durulacak, performans değerlendirmenin amacı ve performans değerlendirme yöntemleri ele alınacaktır.

Çalışmanın uygulama aşamasını oluşturan ve çok kriterli modeller olarak sınıflandırılan Treynor-Mazuy ve Kukla değişkenli modellerle A tipi karma yatırım fonlarının 2002-2006 yılları arasındaki performansının değerlendirmesine üçüncü bölümde yer verilmiştir. Ekonomik konjonktüre göre zamanında ve doğru araca yatırım yapmayı amaçlayan yatırım fonlarının, bu amaçlarına ne ölçüde ulaşabildiği, yani incelenen dönemde yatırım fonlarının seçicilik ve zamanlama kabiliyetine sahip olup olmadıkları incelenmiş, sahip oldukları performansı devam ettirme eğilimi analiz edilmiştir. Farklı portföy yapılarına sahip olarak farklı yatırımcı tercihlerine ulaşmayı hedefleyen yatırım fonu türleri arasından, belli bir yatırım aracını yoğun olarak içermesi nedeniyle o yatırım aracına göre adlandırılan yatırım fonlarından ziyade, sermaye piyasası araçlarından en az iki tanesinden ve en az %20 oranlarında oluşmuş, tek bir yatırım aracına ağırlıklı olarak yer vermektense birden fazla yatırım aracını daha dengeli olarak içeren A tipi karma fonlar seçilerek çalışma spesifik hale getirilmiştir. İncelenen dönemde süreklilik gösteren on üç adet A tipi karma yatırım fonu ile çalışılmıştır.

Sonuç bölümünde ise genel olarak çalışmanın ve uygulamanın değerlendirmesi yapılmış olup elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASASI VE YATIRIM ARAÇLARI

1.1 Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişimi Ve Mali Kurumlar

Ülkelerin gelişmelerini ve sanayileşmelerini gerçekleştirebilmeleri için ihtiyaç duydukları önemli faktörlerden biri yatırımların artırılması ve dolayısıyla da bu yatırımlarda kullanılacak fonların yeterli düzeyde ve nitelikte temin edilebilmesidir. Ancak, finansal piyasalarda yatırımlara aktarılacak bu fonların çok kısıtlı olması ve mevcut fonların en düşük maliyetle ve mümkün olan en fazla verimlilikle kullanılamaması da bir sorun oluşturmaktadır. Bu nedenle, finans piyasalarına önemli görevler düşmektedir. Bilindiği gibi, ülkelerin gelişmelerini ve büyümelerini gerçekleştirebilmeleri için gelişmiş finans piyasalarına, finans piyasalarında araç ve kurum çeşitliliğine, derinleşmelerini tamamlamış finansal piyasalara büyük ihtiyaç duyulmaktadır.¹

Para ve sermaye piyasasından oluşan mali piyasalar, ekonomi için gerekli finansmanın temininde kullanılan bireysel tasarrufların bir araya getirilerek bunların verimli alanlara kanalize edilmesini sağlayan bir mekanizmadır.² Sermaye piyasası ise, uzun ve sonsuz vadeli fonların arz ve talebinin, fon akışını sağlayan kuruluşlar ve araçlarla karşılandığı piyasalardır.³

Fon fazlası olan ekonomik birimler fonlarını güvenle değerlendirebilecekleri yatırım araçları ararken, fona ihtiyaç duyan ekonomik birimler de ucuz ve büyük miktartlı kaynaklara ulaşabilmeyi amaçlamaktadırlar. Bu durum ekonomik birimler arasında fon transferi ihtiyacını gerçekleştiren çeşitli kurum ve araçların oluşmasına neden olmuştur.

Türkiye ekonomisindeki 24 Ocak 1980 sonrası yaşanan köklü değişikliklerle sermaye piyasası ve yatırım araçlarındaki gelişmelerin temelleri atılmış, günümüze

¹ Suna Oksay, “Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi”, s.1. (<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/oksay4.pdf>) (12.04.2007)

² Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Alfa Basım Yayın, İstanbul, 2004, s.23.

³ Sudi Apak, **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 1995, s.127.

değın değışen ihtiyaçların karşılanmasına yönelik yeni yatırım kurumları ve yatırım araçları ortaya çıkmıştır.

1.1.1 Sermaye Piyasasının Gelişimi

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda "yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akımını sağlayan aracı kurum ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan modern finansman sisteminin adı" olarak tanımlanan sermaye piyasası, birincil ve ikincil piyasalardan oluşmaktadır. Birincil piyasalar, menkul kıymetlerin ilk defa ihraç edildiği piyasalar; ikincil piyasalar ise daha önce ihraç edilen menkul kıymetlerin işlem grdği piyasalardır.

Ülkemizde 1980'li yıllarla birlikte görülen ekonomide liberalleşme ve reformlarla birlikte sermaye piyasası da gelişim göstermeye başlamıştır. 1980 öncesi dönemde her anlamda sıkı bir denetim altında olan ekonomi, ithal ikamesi politikalarla gelişmeye çalışmıştır. Günümüzde alternatif bir yatırım aracı olarak değerlendirilen yabancı paraların dahi özel durumlar dışında kullanılmasının yasak olduğu 1980 öncesi dönemde, serbest döviz piyasaları oluşturulmamış, sermaye piyasası gelişmemiş ve mali piyasalar katı şekilde denetime tabii tutulmuştur. Ekonomideki 24 Ocak 1980 sonrası yaşanan köklü değişikliklerle ekonomi dışa açılmış, yabancı sermayenin ülkemize gelmesi için yeni teşvikler uygulanmış, kambiyo denetiminden vazgeçilerek serbest değişken kur sistemi uygulamasına geçilmiş, Türk Lirasının konvertibilitesi sağlanmış, döviz için fiyat ve miktar kısıtlamaları kaldırılmış, dövizin alım satımı serbestleştirilmiştir.

1981 Temmuzunda yasalaşan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve daha sonrasında kurulan Sermaye Piyasası Kurulu, 1986'da İMKB, 1989 yılında görülen sermaye hareketlerinde serbestleşme ve yabancı sermaye yatırımlarının teşvik edilmesi Türk sermaye piyasalarında görülen önemli değişikliklerdir. Sermaye hareketlerinde serbestleşme sağlanması ile, her türlü menkul kıymetler ve borç senetlerinin alınıp satılması serbest bırakılmış ve portföy yatırımları açısından da konvertibiliteye geçilmiştir.

Günümüze geldikçe yenilenen sermaye piyasası araçları ve kurumları da bugüne ayak uydurarak ortaya çıkmaya ve gelişmeye devam etmektedir. Sermaye piyasasının gelişimi ve yeni yatırım araçlarının ortaya çıkışına en son örnek olarak vadeli işlemler borsası verilebilir. Yeni yatırım araçları ve yeni yatırım kurumları ile sermaye piyasasının derinleşmeye ve gelişmeye devam etmesi beklenmektedir.

1.1.2 Mali Kurumlar

Finansal kurumlar, ekonomik birimler arasındaki fon aktarımını sağlayan, tasarruf fazlası (fon arzı) olan birimler ile tasarruf açığı (fon talebi) olan birimler arasında aracılık rolü üstlenen kuruluşlardır. Ekonomik birimler her zaman karşı karşıya gelememekte, miktar, yer ve vade açısından uyumsuzluklar ortaya çıkabilmekte; bu durum da ekonomik birimlerin tercihlerinin birebir eşleşmesine imkan tanımayabilmektedir. Ekonomik birimlerin farklı tercihlerine rağmen fon aktarımını sağlama ihtiyacı mali kurumların doğmasına ve birimler arasındaki uyumsuzlukların giderilmesine neden olmuştur.

1.1.2.1 Mali Kurumların Ortaya Çıkış Nedenleri

Ekonomide tasarruf fazlası olan birimler ile tasarruf açığı olan birimlerin miktar, yer ve vade açısından sahip oldukları farklı tercihler mali kurumların doğuşunda önemli bir etken olmuştur.

Ekonomik birimler arasında fon aktarımı açısından iki yöntem vardır. Bunlardan ilki olan dolaysız (direkt) finansman yönteminde fon arz ve talep eden birimler aracı bir kurum olmadan karşı karşıya gelmektedir. Ancak tarafların tercihlerinde uyumsuzluklar ortaya çıkabilmekte, fon aktarımının sağlanıp atıl fonların ekonomiye kazandırılması ve yatırımlara dönüştürülmesi güçleşebilmektedir. Bu noktada aracılık görevini üstlenen mali kurumlar ortaya çıkmış ve taraflar arası fon aktarımının sağlanmasında önemli görevler üstlenmiştir. Mali kurumların aracılık ettiği bu duruma dolaylı (endirekt) finansman yöntemi denir.

Mali kurumların ortaya çıkmasında rol oynayan sebepleri aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Tasarruflar genel eğilim olarak küçük miktarlarda olmasına karşın yatırımcılar büyük miktarlarda fona ihtiyaç duyarlar. Mali kuruluşlar küçük tasarrufları kendi adına borçlanarak toplayıp büyük fonlara ihtiyaç duyan yatırımcılara ödünç verirler. Bu şekilde fon arz ve talep edenler arasında miktar yönünden uzlaşma sağlanmış olur.
- Tasarruf eden ekonomik birimler ile fon talep eden birimler vade yönünden de uzlaşamayabilirler. Tasarruf sahipleri çeşitli belirsizlikler nedeni ile kısa vade talep etme eğilimindedir, Buna karşın fon talep edenler uzun vade isterler. Mali kurumlar tasarruf sahiplerinden aldıkları kısa vadeli fonları uzun vadeli olarak yatırımcılara ödünç verirler. Bu şekilde vade yönünden uzlaşma sağlanmış olur.
- Fon arz edenler için önemli faktörlerden birisi de risktir. Tasarruf sahipleri genellikle sahip oldukları küçük miktarlardaki tasarrufları değerlendirirken yatırım araçlarını çeşitlendirip riski dağıtma becerisine sahip değillerdir. Mali kurumlar topladıkları fonları küçük yatırımcının ulaşamadığı çeşitli yatırım araçlarına kanalize ederek riski dağıtırlar.
- Tasarruf sahipleri yatırım araçları ve fon talep edenler hakkında yeterince bilgiye sahip olamayabilir. Mali kurumlar hem kolayca bilgiye ulaşabilirler hem de ölçek ekonomisi yoluyla işlem ve bilgiye ulaşma maliyetlerini düşürürler. Mali kurumların bu şekilde devreye girmesi yoluyla asimetrik bilgi problemi büyük ölçüde çözülür.

Sıralanan nedenler mali kuruluşların ortaya çıkışında ve çeşitlenmesinde önemli role sahiptir.

1.1.2.2 Mali Kurumların Çeşitleri

Mali kurumların çeşitleri konusunda tasarruf arz eden birimlerden topladıkları fonların kaynaklarına göre ve toplanma biçimlerine göre literatürde farklı sınıflandırmalar yapılmıştır. Bunlardan birisi para yaratan mali kurumlar ve para yaratmayan mali kurumlar sınıflandırmasıdır. Bu sınıflandırmada;

Para yaratan mali kurumlar; Merkez Bankası, ticaret bankaları ve özel finans kuruluşları,

Para yaratmayan mali kurumlar; yatırım ve kalkınma bankaları, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kuruluşları, aracı kurumlar, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları, kredi ve kefalet kooperatifleri, menkul kıymet borsaları, factoring ve forfaiting şirketleri, leasing şirketleri, risk sermayesi şirketleri, takas odaları, derecelendirme kurumları ve denetim kurumlarıdır.

Bir başka sınıflandırmaya göre Karacabey finansal kurumları; banka ve banka benzeri kuruluşlar, kurumsal yatırımcılar ve diğer finansal kurumlar olarak sınıflandırmış olup bu sınıflandırmada;

Merkez bankaları, ticari bankalar, tasarruf ve yatırım bankaları gibi fon toplayıp para yaratan; borçlanma yoluyla diğer kurumlara fon aktarabilen kurumlar banka ve benzeri kurumlar olarak;

Mevduat toplama ve para yaratma özelliği olmayan ancak ekonomik birimler arasında fon akışını sağlayan, risk sermayesi şirketleri, factoring ve leasing şirketleri gibi kurumlar diğer finansal kurumlar olarak;

Sigorta ve sosyal güvenlik kuruluşları, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları kurumsal yatırımcılar olarak ele alınmıştır⁴.

Bu çalışmada finansal kurumların sınıflandırılmasında Karacabey'in sınıflandırması esas alınmış olup, çalışmanın konusunu oluşturan yatırım fonları kurumsal yatırımcılar kapsamında ele alınmıştır.

1.2 Türk Sermaye Piyasası Yatırım Araçları

Sermaye Piyasası Kanununun 3. maddesine göre sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım

⁴ A. Argun Karacabey, **A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi Ve Değerlendirilmesi**, Mülkiyeliler Birliği Vakfı yayınları:21, Ankara 1998, s. 38-39.

aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evrak; diğer sermaye piyasası araçları ise, menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evrak olarak tanımlanmıştır.⁵

Bu çalışma ile sermaye piyasası yatırım araçlarından hisse senetleri, tahvil ve bonolar, gelir ortaklığı senetleri, banka bonoları ve banka garantili bonolar, kar-zarar ortaklığı belgeleri, hisse senediyle değiştirilebilir tahviller, finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, gayrimenkul sertifikaları, katılma intifa senetleri, yabancı sermaye piyasası araçları ve türev araçlara değinilmiştir.

1.2.1 Hisse Senetleri

Literatürde esham, aksiyon veya pay senedi olarak da adlandırılan hisse senetleri; anonim ortaklıkların ihraç ettikleri, anonim ortaklık sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğine sahip senettir. Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler de hisse senedi çıkarabilmekte ancak bunlar halka arz yoluyla satılamamaktadır. Kooperatifler ise kıymetli evrak niteliğine sahip olmayan ortaklık senedi çıkarabilmektedirler.⁶

Hisse senetlerinin sahibine sağladığı hak ve yükümlülükler aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Kâr payı hakkı
- Yeni pay alma (rüçhan) hakkı
- Tasfiye bakiyesine katılma hakkı
- Şirket yönetimine katılma hakkı
- Oy hakkı
- Bilgi alma hakkı
- Sır saklama borcu
- Sermaye borcu

⁵ “Tüm Değişikliklerle Sermaye Piyasası Kanunu”, Ankara, Mart 2007, s.11. (www.spk.gov.tr) (25.05.2007)

⁶ “Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları”, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey ve Türev Araçlar Lisansı Eğitimi, Mayıs 2005, s.9. (www.tspakb.org.tr)

Türk Ticaret Kanunu'nun 4. maddesinde hamiline ve nama yazılı olarak ikiye ayrılan hisse senetleri; adi ve imtiyazlı hisse senetleri, bedelli ve bedelsiz hisse senetleri, primli ve primsiz hisse senetleri, kurucu ve intifa hisse senetleri olarak sınıflandırılabilir.

1.2.2 Tahvil ve Bono

Tahvil, onu çıkarma yetkisine sahip kamu kesimi ihraççıları ile anonim ortaklıklar tarafından borçlanma gereksinimlerini karşılamak amacıyla çıkartılan ve ihracı diğer borçlanma usullerinden ayrı hükümlere bağlanmış olan menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır.⁷ Türk Ticaret Kanunu'nun 420. maddesinde anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri olarak tanımlanan tahvillere ilişkin önemli özellikler şöyle sıralanabilir;

- Tahvil ihraççısı için uzun vadeli bir yabancı kaynak, hamili içinde şirkete ortaklık ve yönetime katılma hakkı tanımayan bir borç belgesidir.
- Tahvil sahibi vadesi geldiğinde şirketin kar veya zararına bakılmaksızın anapara ve faiz ödemelerini alır, bunlar harici şirketin malvarlığı üzerinde hiçbir hakkı yoktur.
- Tahvil, alacaklısına faiz gibi kesin bir getiri vaat ederken şirketin faizi ve anaparayı ödeyemeyecek duruma gelmesi ve ikincil piyasalarda işlem gören tahviller için piyasa faiz oranlarındaki dalgalanmalara bağlı olarak fiyat değişimleri tahvil yatırımcısı için risk unsurlarını oluşturmaktadır.

Yukarıda anılan özellikler genel olarak özel kesim tahvilleri açısından geçerli olup, bunun yanı sıra Türk Ticaret Kanunu'nun 420. maddesine göre tüzel kişiliğe sahip belediye gibi kamu kuruluşlarınca da tahvil ihracı gerçekleştirilebilmektedir. Kamu kesimi ihraçları vade yönünden bir yıldan kısa olanlar için hazine bonosu, bir yıldan uzun olanlar için devlet tahvili olarak adlandırılır. Genel olarak bunlara devlet iç borçlanma senedi (DİBS) denilir. DİBS'ler hem ihraççı kurumun finansman ihtiyacı

⁷ Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası 2.Cilt Halka Arz**, İstanbul, 2000, s.118.

nedeniyle hem de para politikalarının yürütülmesi açısından ekonomide önemli bir finansal araçtır.

1.2.3 Gelir Ortaklığı Senetleri

Gelir ortaklığı senetleri, köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları ile benzerlerinden, kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılan senetlerdir.⁸

1.2.4 Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:III No:12 Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonoların Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliğinin 2. maddesine göre banka bonoları, bankanın Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip, Kurul'ca kayda alınmasını müteakip ihraç ettiği emre veya hamiline yazılı kıymetli evrak; banka garantili bonolar ise, bankadan kredi kullanan ortaklıkların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatı ile düzenleyip, alacaklı bankaya verdikleri emre muharrer senetlerden, bu krediyi kullandırmış olan bankaca kendi garantisi altında ve Kurul'ca kayda alınmasını müteakip, ihraç edilen kıymetli evrak olarak tanımlanmıştır. İlgili tebliğe göre kalkınma ve yatırım bankaları, banka tanımı kapsamında yer almaktadır.

1.2.5 Kâr – Zarar Ortaklığı Belgesi

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:III No:27 Tebliğinin 4. maddesine göre anonim ortaklıklar, kâr ve zarara ortak olmak üzere, tüm faaliyetlerin gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için; yurt içinde satılmak üzere Türk lirası üzerinden veya yabancı paraya endeksli, yurt dışında satılmak üzere ise, Türk lirası veya yabancı para üzerinden ya da yabancı paraya endeksli “ Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi” adı altında menkul kıymet ihraç edebilir. Menkul kıymet alım satımı ile iştigal eden ortaklıklar kâr ve zarar ortaklığı belgesi ihraç edemezler. Şirket yönetiminde oy hakkı sağlamayan ancak sahibine kâr ve zarara katılma hakkı ve

⁸ “Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları”, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey ve Türev Araçlar Lisansı Eğitimi, Mayıs 2005, s.25. (www.tspakb.org.tr)

ortaklık hakkı sağlayan bu belgelerde en kısa vade bir ay en uzun vade yedi yıl olabilmektedir.

1.2.6 Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:III No:15 sayılı Tebliğinde dñzenlenen hisse senetleriyle değiştirilebilir tahviller, ihraç sırasında izahname ve sirkñlerde belirlenen esaslar dahilinde, ihraççı ortaklıkça hisse senetleriyle değiştirilebilir tahviller ile değiştirilmek ùzere artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir.

Ortaklıklar, esas sñzleřmelerinde hñkñm bulunmak, Kanun'da ve Tñrk Ticaret Kanunu'nda miktar yñnñnden belirlenen sınırlar içinde kalmak ve halka arz etmek suretiyle hisse senediyle değiştirilebilir tahvil ihraç edebilirler. Hisse senediyle değiştirilebilir tahvillerin vadesi 2 yıldan az 7 yıldan çok olamaz ve hisse senetleriyle değiştirilmesi vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 2 yıl sonra yapılabilir.⁹

1.2.7 Finansman Bonoları

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:III No:13 Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliğinin 3. maddesine gñre finansman bonoları, ihraççıların borçlu sıfatıyla dñzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraklar olarak tanımlanmıştır. İlgili tebliğ'e gñre; anonim ortaklıklar, mevzuata gñre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teřebbñsleri, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gñsteren kuruluş, idare ve işletmeleri ihraççılar tanımı kapsamında yer almaktadır.

1.2.8 Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:III No:14 sayılı Tebliği ile dñzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetler, Tebliğde belirtilen ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya Tebliğ hñkñmleri çerçevesinde temellñk

⁹ Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri III, Numara 15 Sayılı Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4. Maddesi

edecekleri alacaklar karşılığında, Kurul'ca kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evrak olarak tanımlanmıştır. Varlığa dayalı menkul kıymetler ihracına yetkili olan kuruluşlar; genel finans ortaklıkları, bankalar, finansman şirketleri, finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır.

1.2.9 Gayrimenkul Sertifikaları

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:III No:19 Tebliği ile düzenlenen gayrimenkul sertifikaları Tebliğin 3. maddesinde, ihraççıların bedellerini inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, nominal değeri eşit, hamiline yazılı menkul kıymetler olarak tanımlanmıştır.

Gayrimenkul sertifikası ihraç etmek isteyen ortaklıkların; gayrimenkul sertifikası ihracına konu olacak projeye eşdeğer büyüklükteki en az bir projeyi, sözleşmesi ve teknik şartnamelerine uygun olarak Kurula başvuru tarihinden önceki 5 yıl içerisinde tamamlamış olması ve üstlendiği gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanımına sahip olduğunu belgelendirmesi şarttır.¹⁰

1.2.10 Katılma İntifa Senetleri

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:III No:10 Katılma İntifa Senetleri İhracına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenen katılma intifa senetleri, anonim ortaklıklarca, nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmaksızın kârdan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma ve Tebliğ'de belirlenen olanakların bir bölümünden veya tamamından yararlanma haklarını sağlayan menkul kıymet niteliğinde senetlerdir.

1.2.11 Yabancı Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:III No:20 Tebliğinin 2. maddesinde yabancı sermaye piyasası araçları, çıkarıldıkları ülke borsalarında alım satım

¹⁰ Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri III, Numara 19 Sayılı Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4. Maddesi

konusu olan ve Kurulca niteliği belirlenen menkul kıymetler ile hak ve alacakları temsil eden diğer kağıtlar olarak tanımlanmıştır.

Yabancı hisse senetlerinin Türkiye’de halka arz yoluyla satışının, depo sertifikaları vasıtasıyla yapılması şarttır. Yabancı sermaye piyasası araçları ile depo sertifikalarının, ana para, faiz, kar payı ödemeleri, ilgili aracın para birimi cinsinden yapılır.¹¹

1.2.12 Türev Araçlar

Finansal piyasalarda alım-satım işlemleri spot ve türev piyasalarda gerçekleştirilir. Spot piyasalar, İMKB’de de olduğu gibi paranın ve işlem konusu mal veya kıymetin takas günü karşılıklı olarak el değiştirdiği piyasalardır. Türev piyasalar ise, fiyat değişmelerinden korunma amacıyla türetilmiş, ileriki bir tarihte teslimat koşuluyla bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır.

Türev piyasalar, swap, forward, futures ve opsiyon işlemleri olarak kendi içinde çeşitlenmiştir. Bu işlemler daha çok profesyonel yatırımcılara hitap eden spesifik piyasalardır.

Vadeli işlem sözleşmesinde (futures) taraflar, kararlaştırdıkları vade sonunda standartlaştırılmış şartlara bağlı kalarak herhangi bir ürün yada menkul kıymetin teslimi veya karşılığı olan naktin ödenmesi şeklinde yüklendikleri sorumluluğu yerine getirirler. Sözleşmenin standart unsurları kanunla yetkilendirilmiş düzenleyici kurumlar tarafından belirlenir.

Opsiyon sözleşmesi, alan tarafa, üzerinde opsiyon yazılan mal veya kıymeti gelecekte belirli bir tarihte veya tarihe kadar belli bir fiyattan belirlenen miktarda alma veya satma hakkını sağlayan sözleşmedir.¹²

¹¹ Tanör, s.147.

¹² TSPAKB, “Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları”, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey ve Türev Araçlar Lisansı Eğitimi, Mayıs 2005, s.42. (www.tspakb.org.tr)

Forward işlemlerinde taraflar, ileride ortaya çıkması muhtemel kur riskini bugünden yok etmek amacıyla malın alım ve satım işlemini ileriki bir tarih itibarıyla yaparlar.

Swap işlemleri ise; içinde hem spot hem de forward işlemlerin yer aldığı ve dövizin aynı anda alınıp satılarak teslim tarihlerinin farklılaştığı, vade değişimine dayalı olarak yapılan işlemlerdir.

1.3 Türkiye’de Yatırım Fonları

Giderek küreselleşen dünya ekonomileri bir bütünleşme sürecine girmiş ve birbirleri ile sürekli etkileşim halinde dünyada meydana gelen her türlü siyasi ve ekonomik olaydan etkilenir bir hal almışlardır. Bu çeşit dalgalanmalar ve gelişen iletişim teknolojileri ile birlikte bilgi akışının da giderek önem kazanması ve ulaşılamaz boyutlar alması bireysel ve küçük yatırımcı için portföy tercihinde içinden çıkılmaz bir hal almış ve yatırımcıları yeni arayışlara sürüklemiştir. Bu arayış profesyonel yatırımcılar ve tüm zamanını piyasaları takip etmeye ayırmış bu işi meslek edinmiş kişiler tarafından yönetilen yatırım fonlarının doğmasına neden olmuştur. Bu sayede mali piyasalara yeni bir araç kazandırılmıştır.

Yatırım fonları, mevzuatça izin verilen çeşitli kıymetlerden oluşturulmuş bir çeşit yatırım enstrümanıdır. Fonlar oluşturdukları portföye katılmak isteyen küçük yatırımcıyı, katılma senedi karşılığı para toplayarak dahil ederler. Aslında yatırım fonları, topladıkları bu paraları çeşitli yatırım araçlarıyla değerlendiren yatırım kurumlarıdır da denilebilir. İlk başta ağırlıklı olarak hisse senetlerinden oluşan yatırım fonları daha sonraları tahvil ve bono gibi diğer yatırım araçlarını da kullanarak yatırımlarını çeşitlendirmişlerdir. Dünyada 1920’li yıllardan bu yana dünya finans piyasalarında görülen fonlar ülkemizde ise 24 Ocak kararlarıyla birlikte her alanda serbestleşme politikaları ile gündeme gelmiş ancak 1987 yılında ilk fon faaliyete geçmiştir. Ülkemizde kurulan ve yönetilen yatırım fonlarının dayanağını 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu oluşturur.

1.3.1 Türkiye'de Yatırım Fonlarının Gelişimi

Çeşitli menkul kıymetleri bünyesinde barındıran, profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen ve bir çeşit yatırım şirketi olan fonlar, 20. yüzyılın başlarından itibaren dünya finans piyasalarında görülmektedir. Buna karşın 19. yüzyılda da çeşitli ülkelerde yatırım fonları konusunda benzer oluşumlara rastlanmıştır. Bir yatırım aracı olarak ortaya çıktığı dönemlerden beri yatırım fonları, portföy çeşitliliği sağlayarak gerek hacimsel gerekse miktarsal olarak günümüze kadar gelişim göstermiş ve giderek yaygınlaşmıştır. Ek 1'de çeşitli ülkelerde faaliyet gösteren yatırım fonlarının 2002-2006 yılları arasındaki portföy değeri, Ek 2'de ise aynı dönemde yatırım fonlarının sayısı görülmektedir.

Yatırım fonları ile ilgili yasal düzenlemeler 28.07.1981 yılı ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 35-44.üncü maddeleri gereğince Türkiye'de yardımcı kuruluş olarak Menkul Kıymetler Yatırım Fonları'nın kurulması için yasal dayanak hazırlanmıştır. Daha sonra Sermaye Piyasası Kurulu 12 Aralık 1986 gün 19310 sayılı Resmi Gazete'de Seri 7 No 1 Tebliğ ile Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar belirlemiştir. Böylece fonların kurulması ve çalışması için yasal ortam hazırlanmıştır.¹³

Ülkemizde 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile düzenlenen yatırım fonları gerekli düzenlemelerin yapılması ile ancak 1987 yılında faaliyete geçmiştir. O dönemdeki yasal düzenlemeler fon kurma yetkisini sadece bankalara tanıdığından ilk yatırım fonları bankalar tarafından kurulmuştur. İş Fon-1 adı altında 1986 yılında kurulan İş Bankası'nın fonu 1987 yılında katılma belgelerini halka sunan ilk fon olurken; Garanti Fon-1 ve Esbank Fon-1, İş Fon-1'i takip eden fonlar olmuştur. Sonraki yasal düzenlemelerle bankalar dışında diğer aracı kuruluşlara da yatırım fonu kurma yetkisi tanınmıştır.

Türk Sermaye Piyasasının ilk kez 1987 yılında tanıştığı ancak sayılarında ve portföy büyüklüklerindeki önemli artışın 1993 yılında görüldüğü yatırım fonlarına, sözü edilen tarihten bu yana sermaye piyasası mevzuatında kurucu olmasına imkan

¹³ Pınar Yalçınkaya, "Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi (1998-2000)", Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, 2006, s.17.

tanınan hemen hemen her kuruluşun, ürün portföylerinde yer vermeye çalıştığı görülmektedir.¹⁴

İlk yatırım fonunun halka arz edildiği 1987 yılının sonunda toplam fon sayısı 7 iken, bu sayı 2004 yılında 253'e yükselmiştir. 2006 yıl sonu itibariyle işlem gören yatırım fonu sayısı ise 289'dur. 2004 yıl sonu itibariyle yatırım fonlarının portföy büyüklüğü 24.443 milyon YTL iken, 2005'te bu rakam 29.374 milyon YTL'ye ulaşmış, 2006 yıl sonu itibariyle de 22.011 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. Yatırım fonlarını tercih eden toplam yatırımcı sayısı 2004 yılında 2.632.462 iken bu rakam 2005 yılında 2.959.573'e ulaşmış; 2006 yılında ise 2.470.909 olarak gerçekleşmiştir. Yatırım fonlarının toplam portföy değeri ve yatırımcı sayısı açısından 2006 yılında ufak bir gerileme yaşandığı görülse de, yıllar itibariyle yatırım fonlarının bir yatırım aracı olarak giderek önem kazandığı görülmektedir. Son üç yıla ait Türkiye'de yatırım fonu sektörünün gelişimi Tablo 1'de özetlenmiştir.

Tablo 1 : Türkiye'de Yatırım Fonu Sektörünün Gelişimi

		Fon Sayısı	Portföy Değeri (Bin YTL)	Yatırımcı Sayısı
2004	A Tipi	123	780,370	105,275
	B Tipi	130	23,663,404	2,527,187
	Toplam	253	24,443,774	2,632,462
2005	A Tipi	126	1,033,635	142,794
	B Tipi	149	28,340,487	2,816,779
	Toplam	275	29,374,122	2,959,573
2006	A Tipi	126	831,518	133,503
	B Tipi	163	21,180,058	2,337,406
	Toplam	289	22,011,576	2,470,909
Kaynak: SPK Aylık Bülteni, Aralık 2006.				

Türkiye'de yatırım fonu sektörünün gelişimi konusunda dikkat çeken önemli bir nokta da sektörde faaliyet gösteren yatırım fonu sayısının A ve B tipi olarak dengeli dağılmasına rağmen, gerek portföy değeri gerekse yatırımcı sayısı açısından sektörün B tipi yatırım fonları ağırlıklı olduğudur. Bu durumu, A ve B tipi yatırım fonu sayısındaki yıllar itibariyle yaşanan gelişmeler de yansıtmaktadır.

¹⁴ Bülent Özütürk, "Yatırım Fonu Performanslarının Yatırım Fonu Endekslerinin Oluşturulması Yoluyla Ölçülmesi", T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Yeterlik Etüdü, Ankara, Ekim 1999, s.ii.

Aralık 2006 itibariyle yatırım fonu kurucularının toplam fon değerleri ve piyasa payları Ek 3'te verilmiştir. 2006 sonu itibariyle %20,57 ile yatırım fonu sektöründe en büyük payı alan fon kurucusu, aynı zamanda da ülkemizdeki ilk fon kurucusu olan T. İş Bankası A.Ş.'dir. Dikkat çekici bir diğer nokta da yatırım fonu sektörünün önemli bir oranda bankalar tarafından paylaşıyor olduğu, aracı kurumların piyasa payının ise düşük olduğudur.

Tablo 2, Türkiye'de 1987-2006 yılları arasında faaliyet gösteren yatırım fonlarının portföy yapısını göstermektedir.

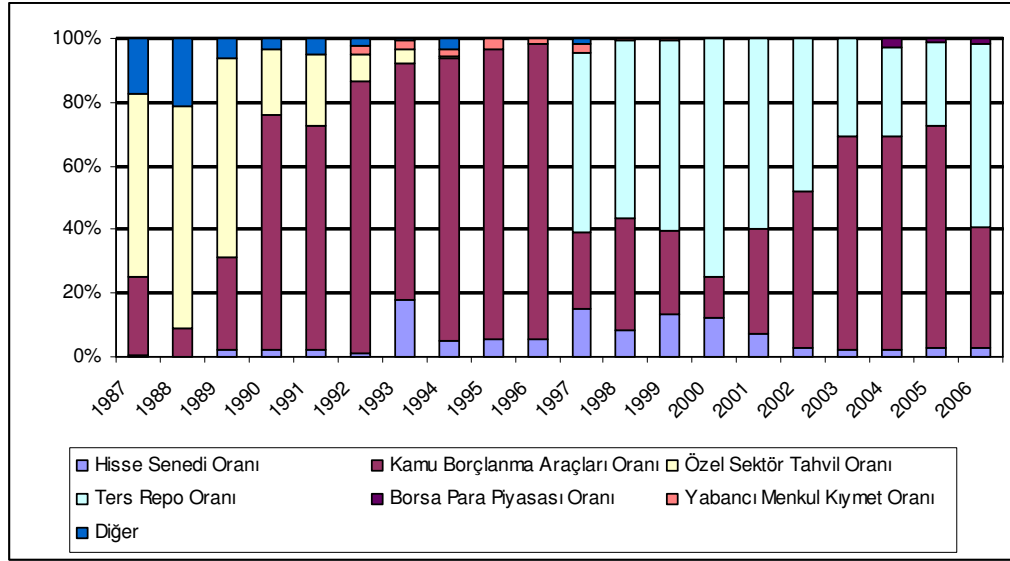
Tablo 2 : Türkiye'de Faaliyet Gösteren Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı

Yıl	Toplam Değeri (YTL)	Hisse Senedi Oranı (%)	Kamu Borçlanma Araçları Oranı (%)	Özel Sektör Tahvil Oranı (%)	Ters Repo Oranı (%)	Borsa Para Piyasası Oranı (%)	Yabancı Menkul Kıymet Oranı (%)	Diğer (%)
1987	53	0.46	24.57	57.72	0.00	0.00	0.00	17.25
1988	136	0.17	8.68	69.89	0.00	0.00	0.00	21.26
1989	441	1.98	29.06	63.07	0.00	0.00	0.00	5.90
1990	1,515	2.14	73.75	20.82	0.00	0.00	0.00	3.29
1991	1,628	2.51	70.12	22.35	0.00	0.00	0.00	5.02
1992	2,982	1.34	85.17	8.51	0.00	0.00	2.56	2.42
1993	15,179	18.04	73.97	4.68	0.00	0.00	2.98	0.33
1994	27,880	5.06	88.95	0.23	0.00	0.00	2.38	3.38
1995	31,061	5.54	91.04	0.03	0.00	0.00	3.26	0.13
1996	118,424	5.71	92.74	0.07	0.00	0.00	1.43	0.05
1997	190,126	15.12	23.84	0.00	56.39	0.00	2.95	1.69
1998	347,064	8.45	35.07	0.00	56.08	0.00	0.29	0.11
1999	1,219,444	13.55	26.01	0.00	60.07	0.00	0.16	0.22
2000	1,937,611	12.40	12.72	0.00	74.63	0.00	0.18	0.06
2001	4,755,782	7.43	32.94	0.00	59.47	0.00	0.11	0.05
2002	9,346,672	2.56	49.28	0.00	48.04	0.00	0.10	0.02
2003	19,858,160	2.43	66.98	0.00	30.50	0.00	0.09	0.00
2004	24,443,774	2.22	67.17	0.00	27.77	2.83	0.02	0.00
2005	29,374,122	2.52	70.27	0.00	26.03	1.14	0.03	0.00
2006	22,011,576	2.70	38.27	0.00	57.53	1.39	0.09	0.02
ORTALAMA		5.62	53.03	12.37	24.83	0.27	0.83	3.06
Kaynak : SPK Aylık Bülteni, Aralık 2006								

Yatırım fonlarının portföy yapısı içerisinde yer alan hisse senetlerinin oranı fonları ilk kuruluş yıllarından 1993'e kadar ve 2002 ve sonrasında asgari seviyelerde gerçekleşmiş olup, fonların ilk kuruluşundan bu yana içerdikleri ortalama hisse senedi oranı %5,62 olarak gerçekleşmiştir. Dikkati çeken bir diğer nokta, yatırım

fonlarının faaliyete geçtiği ilk yıllarda fon sepeti içerisinde özel sektör tahvillerine yüksek oranda yer vermelerine rağmen 1997 ve sonrasında yatırım fonları içerisinde özel sektör tahvillerinin yer almamasıdır. Özellikle 1980 ve sonrasında artan kamu açıkları ve bu açıkların finansmanında borçlanmanın tercih edilmesi sebebiyle kamu borçlanma araçlarının portföydeki oranının önemli boyutlara ulaştığı, 1987 yılı ile birlikte ters repo yatırım aracının da sepete önemli oranlarda dahil edildiği görülen yatırım fonlarının portföy yapısı Şekil 1 yardımıyla özetlenmiştir.

Şekil 1: Türkiye’de Faaliyet Gösteren Yatırım Fonlarının Portföy Yapıları



Şekilden de anlaşıldığı gibi, özel sektör tahvilleri ve hisse senetlerinden oluşan özel sektör yatırım araçlarına yer verilmesi fonların faaliyete geçtikleri ilk yıllarda özel sektör tahvilleri lehineyken, 80’li yılların başında portföydeki özel sektör tahvillerinin oranları azalmış, hisse senetleri portföylere dahil edilmeye başlanmış ancak portföydeki ağırlık kamu borçlanma araçlarında olmuştur. 1980 sonrası uygulanan kamu açıklarının borçlanma yoluyla finansmanı politikası, sermaye piyasasında kamu borçlanma araçları lehine bir durum yaratmış, sermaye piyasasındaki fonların kamu borçlanma araçları tarafından kullanılması özel sektör yatırım araçlarının dışlama etkisine maruz kalmasına neden olmuştur. Bu duruma SPK’nın 2006 yılı Faaliyet Raporu’nda şöyle değinilmiştir:

“1991 yılına kadar özel kesim menkul kıymet stoklarının artış hızının kamu menkul kıymet stoklarından fazla olması, söz konusu yıla kadar toplam menkul kıymet stokları içinde özel sektör menkul kıymet stoklarının

payının artmasıyla sonuçlanmış ve 1986 yılında %23.2 olan özel sektör menkul kıymet stoklarının payı 1991 yılında %43.9'a kadar yükselmiştir. Ancak 1991 yılından sonra kamu menkul kıymet stoklarının artış hızının yükselmesi buna karşın özel sektör menkul kıymet stoklarında (dolar değerlerinde) 1998 yılına kadar genel olarak gözlenen düşüş, özel sektör menkul kıymet stoklarının payında önemli bir gerilemeye neden olmuştur. Böylece 1990'lı yılların başından itibaren mali piyasalarda kamu menkul kıymetleri lehine güçlü bir "crowding out" etkisi yaşanmış ve fonların büyük kısmı kamu kesimi tarafından kullanılmaya başlanmıştır."¹⁵

Yine SPK'nın 2006 Faaliyet Raporu'nda "uygulanan ekonomik program ve bunun getirdiği mali disiplinle birlikte 2002 yılından itibaren özel sektör menkul kıymetleri lehine bir gelişme yaşandığının gözlemlendiği, 2005 yılı sonu itibariyle toplam menkul kıymet stoku içinde %11.2 paya sahip olan özel sektör menkul kıymetlerinin tamamını hisse senetleri oluştururken, 2006 yılında özel sektör menkul kıymet payı %13.9'a çıktığı, ayrıca bu yıl içinde uzun zamandır ilk defa özel sektör tahvil ihracının gerçekleştiği."¹⁶ belirtilmiş, ancak yatırım fonlarının portföy yapılarına henüz bu gelişmelerin yansımadağı, yatırım fonlarının halen daha kamu borçlanma araçları yoğun bir yapıda oldukları söylenebilir.

Yatırım fonlarının 2006 yılında portföy yapılarında meydana gelen değişime Türkiye Kurumsal Yatırımcılar Derneğinin Aralık 2006 Bülteninde şöyle değinilmiştir:

"Yatırım fonlarının içindeki kıymetlerin dağılımında 2005 yılsonu ile kıyaslandığında, 2006 yılında ters repoya doğru bir kayış olmuştur. 2005 yılsonunda kamu borçlanma senetlerinin payı %70 iken, bu oran 2006 yılında %38'e gerilemiştir. Buna karşılık ters reponun payı 2006 yılında %58'e yükselmiştir (2005 yılı %26). Hisse senedinin toplamdaki payı ise 2006 yılında da 2005 yılındaki gibi payını korumuştur."¹⁷

Aralık 2006 itibariyle Türkiye'de faaliyet gösteren yatırım fonu sayısı, toplam portföy değeri ve yatırımcı sayısının fonu türleri açısından değerlendirme Tablo 3'te özetlenmiştir.

¹⁵ Sermaye Piyasası Kurulu 2006 Faaliyet Raporu, s. 23.

¹⁶ Sermaye Piyasası Kurulu 2006 Faaliyet Raporu, s. 23-24.

¹⁷ Türkiye Kurumsal Yatırımcılar Derneği Aralık 2006 Bülteni, s.1.

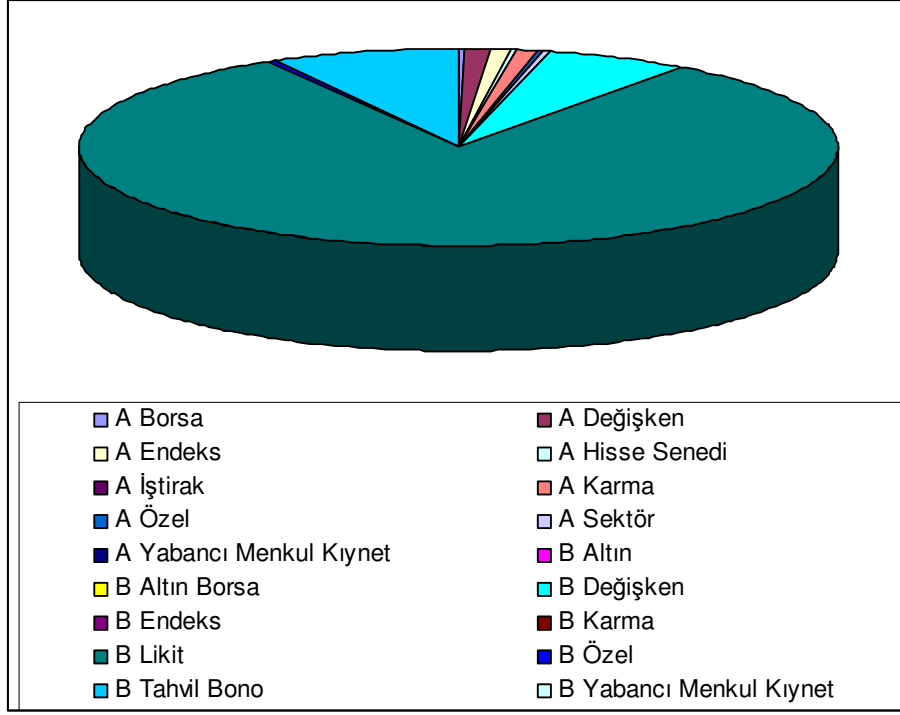
Tablo 3 : Türkiye’de faaliyet gösteren yatırım fonu sayısı, toplam portföy değeri ve yatırımcı sayısı (Aralık 2006 itibariyle)

		Fon Sayısı	Toplam değer (Bin YTL)	Yatırımcı Sayısı
A TİPİ	Borsa	5	79.633	123
	Değişken	52	235.240	15,424
	Endeks	18	156.284	12,109
	Hisse Senedi	20	51.557	7,792
	İştirak	3	53.612	4,273
	Karma	19	140.969	91,215
	Özel	5	92.746	10
	Sektör	3	20.653	1,800
	Yabancı Menkul Kıymet	1	820	757
	TOPLAM	126	831.514	133,503
B TİPİ	Altın	1	9.593	1,565
	Altın Borsa	1	37.660	0
	Değişken	57	1.325.907	131,890
	Endeks	2	2.123	2
	Karma	1	2.059	676
	Likit	49	17.945.031	2,103,151
	Özel	4	65.148	40
	Tahvil Bono	45	1.776.320	96,545
	Yabancı Menkul Kıymet	3	16.213	3,537
	TOPLAM	163	21.180.054	2,337,406
Kaynak : SPK Aylık Bültenleri				

Buna göre, Aralık 2006 itibariyle 126 A tipi, 163 B Tipi fon bulunmasına rağmen bu fonların yatırım fonu sektörünün toplam değerinden aldıkları paylar A tipi fonlar için %3,8, B tipi fonlar için %96,2 olmuştur. Yatırımcı sayısı açısından da değerlendirildiğinde, yatırım fonlarına yatırım yapan toplam 2.470.909 yatırımcının %5,4’ü A tipi fonları, %94,6’sı B tipi yatırım fonlarını tercih etmektedir. Tüm fonlar içerisinde en fazla yatırımcıyı çeken yatırım fonu B tipi likit fonlar olmak üzere, incelenen dönemde A tipi fonlar arasında en çok tercih edilen fon A tipi karma fon olmuştur.

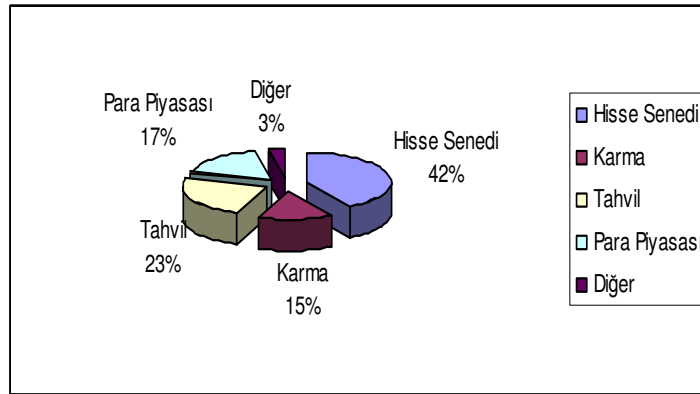
Aralık 2006 tarihine göre yatırım fonu sektörünün fon türleri arasındaki paylaşımı Şekil 2’de gösterilmiştir. Yatırım fonlarının toplam değeri içerisinde en büyük paya (%84,7) B tipi likit fonlar sahip olurken, B tipi tahvil bono fonları (%8,4) ve B tipi değişken fonlar (%6,3) diğer büyük paylara sahip fonlardır. A tipi fonlar arasında sektörde en büyük paya sahip olan A tipi değişken fonların toplam fon değeri içerisindeki payı sadece %1,1 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum toplam fon değeri içerisindeki pay olarak B tipi yatırım fonlarının hakimiyetini göstermektedir.

Şekil 2 : Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı (Aralık 2006 itibariyle)



Kaynak: SPK Aylık Bültenleri (Aralık 2006)

Şekil 3 : Avrupa'da Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı (Aralık 2006 itibariyle)

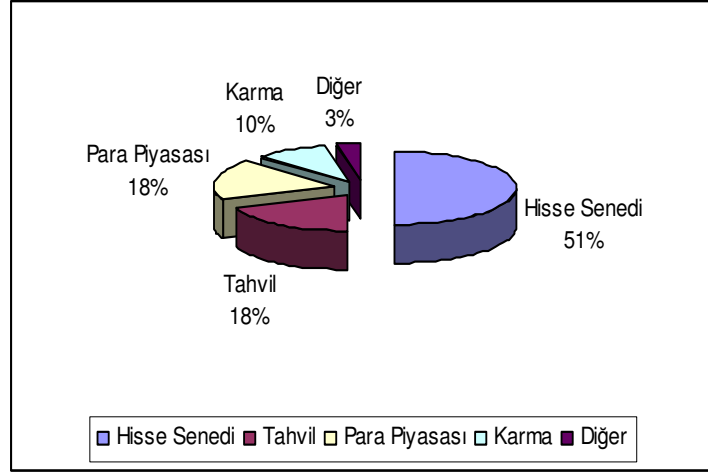


Kaynak: EFAMA Quarterly Statistical Release N 29 (First Quarter of 2007)

(www.efama.org)

Türkiye’de yatırım fonlarının fon türlerine göre dağılımı hakkında, aynı dönemde Avrupa’da ve Dünyada yatırım fonlarının fon türlerine göre dağılımını gösteren Şekil 3 ve Şekil 4 yardımıyla karşılaştırma yapılmaya çalışılmıştır.

Şekil 4 : Dünyada Yatırım Fonu Yatırımlarının Fon Türlerine Göre Dağılımı (Aralık 2006 itibariyle)



Kaynak: Investment Company Institute (www.ici.org)

Türkiye’deki yatırım fonu büyüklüğünün yatırım fonu çeşitleri arasındaki paylaşımı ile Avrupa ülkeleri ve dünyadaki yatırım fonlarının fon türlerine göre dağılımı incelendiğinde, Avrupa’daki ve dünyadaki yatırım fonu büyüklüğünden en büyük payı hisse senedi yatırım fonlarının aldığı, Türkiye’de ise yatırım fonu piyasasının %84,7 oranı ile B tipi likit fonlardan oluştuğu görülmektedir. Bu durum Türkiye’de, yaşanan ekonomik krizlerden etkilenmenin en az olduğu sabit getirili menkul kıymetlere yönelmenin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

Bu çalışmanın konusuna oluşturan A tipi karma yatırım fonları açısından yatırım fonu sektöründeki gelişimi Tablo 4 vermektedir.

Tablodan da görüldüğü üzere, 2002 yılında Türkiye’de 21 adet A tipi karma yatırım fonu toplam 122.706 YTL portföy değeri ile 54.962 yatırımcı tarafından tercih ediliyorken, 2005 yılında 21 yatırım fonunun toplam değeri 145.897 YTL’ye ulaşarak 83.459 yatırımcı tarafından tercih edilir hale gelmiştir. 2006 yılında faaliyet gösteren fon sayısı 19’a, toplam portföy değeri 140.969 YTL’ye gerilese de A tipi karma

yatırım fonuna yatırım yapan yatırımcı sayısı yükselmeye devam etmiş ve 91.215'e ulaşmıştır. Portföy yapısı ve faaliyet gösteren yatırım fonlarının sayısı açısından gerileme yaşansa da A tipi karma yatırım fonları yıllar itibariyle daha fazla yatırımcı tarafından tercih edilen bir yatırım aracıdır.

Tablo 4: A Tipi Karma Yatırım Fonları Açısından Yatırım Fonu Sektöründeki Gelişim

	Fon Sayısı	Toplam Portföy Değeri	Yatırımcı Sayısı
2004	21	122.706	54.962
2005	21	145.897	83.459
2006	19	140.969	91.215
Kaynak: SPK Aylık Bültenleri			

1.3.2 Yatırım Fonlarının Yönetim İlkeleri

Ülkemizde dayanak olarak 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan fonlar belirli ilkeler doğrultusunda kurulur ve yönetilirler. Fonlar kuruluş ve yönetim amaçları itibariyle sıkı bir denetim ve düzenlemeye tabiidirler. Bu nedenle kurucularının da çeşitli niteliklere sahip olması aranmıştır. Bu nitelikleri taşıyan kişiler tarafından kurulan, denetlenen ve yönetilen fonlar aşağıdaki ilkelere göre yönetilmek zorundadırlar.

1.3.2.1 Profesyonel Yönetim İlkesi

Profesyonel yönetim ilkesi; yatırım fonlarının menkul kıymet pazarlarındaki gelişmeleri yakından takip eden ve gerekli donanıma sahip yetişmiş elemanlarca günün koşullarına göre pozisyon alan, portföydeki gerekli değişiklikleri fonun çıkarlarını gözeterek, objektif bilgi ve belgelere dayanarak sözleşme ile belirlenen yatırım ilkelerine uyularak yönetilmesidir.

Piyasaların ve sektörlerin takibi, gelişmelerin muhtelif etkilerinin ve buna göre gerekli eylemin ne olacağının hızlı bir şekilde kestirilmesi ve uygulanması, bir bireysel yatırımcının bu işe tam mesaisinin ayırmasını gerektirecek düzeyde zaman alıcı, zor ve pahalıdır. Her bireysel yatırımcının da bu uzmanlığa ve tecrübeye

ulaşma imkanı olmaz. Halbuki menkul kıymet yatırım fonları, profesyonel portföy yönetimini yatırımcılara düşük bir maliyetle sunabilmektedirler.¹⁸

1.3.2.2 Riskin dağıtılması ilkesi

Riskin dağıtılması ilkesi; aslında fonun kurulmasındaki ana ve en önemli amaçtır. Bireysel yatırımcılar açısından güç olan portföyün çeşitlendirilmesi; profesyonel yatırımcılar açısından hem bilgiye ulaşmak açısından hem de fonun büyüklüğüyle beraber ölçek ekonomisinden yararlanılarak daha kolay hale gelmektedir. Bu sayede toplanan tasarruflarla, alternatif yatırım araçları da kullanılarak fonun ortak amacına uygun yatırım araçları tercih edilir ve risk alternatif araçlar arasında dağıtılmış olur.

Riskin dağıtılması en basit anlatımla çok fazla ve değişik yapıda varlığın portföye alınması ile mümkün olmaktadır. Bu şekilde çeşitlendirilmiş portföy, bazı varlıklardan doğan kayıpların diğer varlıklardan elde edilen kazançlarla telafi edilmesini sağlayarak riskin azaltılmasına imkan tanımaktadır. Fon yöneticileri bu hizmeti profesyonelce yerine getirmektedir. Oysa yatırımcıların kendi başlarına böyle çeşitlendirilmiş bir portföyü oluşturmaları hem zor hem de pahalıdır. Böylece, yatırım fonları, büyük mali kurumlar ve zengin yatırımcılar için mevcut olan yatırım çeşitlendirmesi ve profesyonel yönetim imkanını küçük yatırımcılara da sunmuş olmaktadır.¹⁹

1.3.2.3 İnançlı Mülkiyet İlkesi

Tasarruf sahipleri katılma belgeleri satın alarak fona ortak olurlar, ancak fonun yönetimi fon yöneticisine aittir. Fon yöneticisi fonu, fonun kuruluş esasını oluşturan sözleşme çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını gözeterek yönetmek zorundadır.

¹⁸ Derya Kahraman, “Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarında Sona Erme Analizi ve Tahmini”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi, Ekim 2006, s. 12.

¹⁹ Saim Kılıç, **Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, Mart Matbaacılık, 2002, Ankara, s.7-8.

İnançlı mülkiyet esasında fon varlıklarına, inançlı olarak fon yöneticisi maliktir. Tasarruf sahipleri, muamelelerinin bir kısmını katılma belgesi karşılığında inançlı yöneticinin mülkiyetine verirler. Bu intikal, bir inanç sözleşmesi (fon sözleşmesi) ile sağlanır. Yönetici, sözleşme çerçevesinde katılma belgeleri karşılığında aldığı paraların maliki olur, ancak bu paraları sözleşme çerçevesinde kullanmak zorundadır.²⁰

1.3.2.4 Mal Varlığının Korunması İlkesi

Mevzuat ve çeşitli düzenlemelerle kurulan fonların mal varlığı; kurucularının mal varlığından bağımsızdır ve güvence altına alınmıştır. Fonun varlıklarının, kurucusunun mal varlığından ayrı tutulmasındaki amaç; fon mal varlığının korunması, fonun yatırım fonu amaçlarının ötesinde kullanılmaması, kişisel çıkarlara ve özel amaçlara hizmet etmek üzere kullanılmamasını sağlamaktır.²¹ Fonun mal varlığı bu sebeple hiçbir şekilde rehin edilemez, teminat verilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.

1.3.3 Yatırım Fonlarının Hukuki Nitelikleri

Türkiye’de yatırım fonları ile ilgili esaslar, 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı kanunun 37. ve 38. maddelerine dayanılarak Seri: VII No: 10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir.

1.3.3.1 Yatırım Fonlarının Tanımı

Yatırım fonları, sermaye piyasası kanunu uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre tebliğde belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işlemek amacıyla kurulan tüzel kişiliği olmayan mal varlıklarıdır. Yatırım fonlarının portföylerini alabilecekleri varlıklar:

²⁰ Ayhan Algüner, **Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları Yayın No:199, Haziran 2006, Ankara, s.21.

²¹ Vural Günel, **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Hareketleri**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1997, s.385.

- Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri
- Türk parasının kıymetini koruma kanunu hakkında 32 sayılı karar hükümleri çerçevesinde alım satım yapılabilen yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ve hisse senetleri
- Ulusal ve uluslar arası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları
- Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri
- Nakit değerlendirmek üzere yapılan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdindeki borsa para piyasası işlemleri.

Fonlar, yukarıda sayılan varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacı dışında herhangi bir işle uğraşamazlar.²²

1.3.3.2 Yatırım Fonlarının 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'ıncı maddesinde belirtilen bilgi ve belgelerle Kurul'a başvurarak kuruluş izni alır.

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 alınır.

²² Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri VII, Numara 10 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4. Maddesi

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 alınır."

Fon içtüzüğü, katılma belgesi sahipleri ile kurucu, saklayıcı ve yönetici arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre saklanmasını ve vekalet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşmedir.²³

Tebliğin 17. maddesine göre fon içtüzüğünde en az aşağıdaki hususların bulunması zorunludur:

- a) Fonun adı, türü ve tipi,
- b) Kurucunun unvanı ve adresi,
- c) Saklayıcı kuruluşun unvanı ve adresi,
- d) Fon tutarı, pay sayısı ve fon süresi,
- e) Fon türü ve tipi çerçevesinde yatırım yapılacak varlıklar ve portföy yönetim ilkeleri,
- f) Katılma belgelerinin satışına ve geri satın alınışına ilişkin usul ve esaslar,
- g) Portföyün yönetimine ve saklanmasına ilişkin esaslar,
- h) Portföyün değerlemesine ilişkin esaslar,
- i) Fon varlıklarından yapılabilecek harcamalara ilişkin esaslar,
- j) Fon gelir gider farkının katılma belgesi sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslar,
- k) Fona katılma ve fondan ayrılma şartları,
- l) Fonun tasfiye şekli.

Özel Fonların, endeks fonların, serbest yatırım fonlarının, garantili yatırım fonlarının ve koruma amaçlı yatırım fonlarının içtüzük esasları Kurulca belirlenir."

²³ Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri VII, Numara 10 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 18. Maddesi

Kurul tarafından uygun görülen fon içtüzüğü, notere onaylatılmasını müteakip Kurul'ca verilen izin belgesi tarihinden itibaren 6 işgünü içinde kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan olunur.²⁴

Fon kuruluşu için gerekli belgeler Tebliğin 16. maddesine göre;

“a) Yatırım fonu kuruluşuna dair kurucunun yetkili organ kararının noter tarafından onaylanmış örneği.

Yetkili organ kararında bulunacak asgari unsurlar şunlardır;

i) Fonun adı,

ii) Fonun tutarı,

iii) Fon kurulu üyeleri ve denetçisi,

iv) Yönetici,

b) Kurucunun;

i) Başvuru tarihi itibarıyla ortaklık yapısı,

ii) Genel kurulca onaylı son tarihli mali tabloları ve genel kurul toplantı tutanağı,

iii) Bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloları,

iv) Faaliyet raporu,

c) Kurucu yetkilileri, fon kurulu üyeleri ve denetçinin imza sirküleri,

d) Kurucunun yetkilileri hakkında adli sicilden alınacak belgeler,

e) Fon kurulu üyelerinin ve fon denetçisinin sermaye piyasası faaliyet izinlerinin birinin veya birden fazlasının sürekli veya geçici olarak kaldırılmasında yahut borsa üyeliğinden çıkarılmış kuruluşlarda sorumluluğu tespit edilmiş kişilerden olmadıklarına dair noter tarafından onaylanmış beyanları ve özgeçmişleri,

f) Kurul'ca istenebilecek diğer bilgi ve belgelerdir.”

Tebliğin 9. maddesine göre fon kurabilecekler “Tebliğ'de belirlenmiş esaslara uyan ve Kurul'ca aranacak nitelikleri taşıyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun'un geçici 20nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar Kurul'dan izin almak koşuluyla fon kurabilecek kuruluşlar” olarak tanımlanmıştır.

²⁴ Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri VII, Numara 10 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 19. Maddesi

Fon kurucusu, Sermaye Piyasası Kanununda düzenlendiği üzere; “tüzel kişiliği olmayan fonun, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetim, temsil ve saklanmasıyla sorumludur.”²⁵ Bu düzenleme fon kurucusuna fonu en verimli şekilde yönetme, riski dağıtacak şekilde çeşitlendirme ve belge sahiplerinin haklarının koruma sorumluluğu yüklemektedir.

Tebliğin 11. maddesine göre fon kurma limiti;

“Bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketlerinin kurabilecekleri fonların, içtüzüklerinde belirtilen fon tutarlarının toplamı, Kurul’a gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarın 10 katını, diğer kuruluşlarda genel kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan özkaynaklar toplamını aşamaz.”

1.3.3.3 Yatırım Fonu Tutarının Arttırılması

Fon tutarının arttırılmak istenmesi halinde kurucu, fon tutarının ve pay sayısının arttırılması amacıyla içtüzük değişikliği ve arttırılacak tutarı temsil eden payların kayda alınması talebiyle Kurul’a başvurur. Fon içtüzüklerinin ilgili maddesinde ihraç edilecek yeni katılma belgesi sayısı ile birlikte yeni fon tutarı belirtilir.²⁶

Tebliğin artırım giderleri ile ilgili 32. maddesine göre;

“Tutar artırımında yapılan artırım giderlerinin, yeni katılma belgelerinin temsil ettiği pay sayısına bölünmesiyle bulunan tutar, yeni katılma belgelerinin halka arz tarihinden itibaren her satışta birim pay değeri üzerine ilave edilerek tahsil edilir.

Artırım nedeniyle yapılan giderler kurucu tarafından ödenir. Bu giderler satış anında tahsil edilerek her işlem günü akşamı kurucunun fondan alacakları hesabına

²⁵ Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri VII, Numara 10 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 6. Maddesi

²⁶ Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri VII, Numara 10 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 24. Maddesi

aktarılır. Bu şekilde artırım giderleri en çok bir yıl içinde tahsil edilmek zorundadır. Bu süre içinde tahsil edilemeyen artırım giderlerinden kurucu feragat etmiş sayılır.”

1.3.3.4 Katılma Belgeleri

Katılma belgesi, belge sahibinin, kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup, kaydi değer olarak tutulur. İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi fonların katılma belgeleri menkul kıymet sayılır.²⁷

Katılma belgesi, yatırım fonunun oluşturduğu portföye olan ortaklığı gösteren belgedir.

Katılma belgelerinin itibari değeri yoktur. Fon pay değeri, fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesiyle elde edilir.²⁸

Katılma belgelerinin birim fiyatı her işgünü sonu itibariyle, yatırım fonu portföyünde yer alan yatırım araçlarının fiyatları dikkate alınarak hesaplanır, fon portföy değerine fonun alacakları eklenir, borçları düşülür ve fon toplam değeri tedavüldeki pay sayısına bölünerek belirlenir.

Yatırımcılar fon içtüzüklerinde yer alan esaslara göre gün içersinde belirlenen zamanlarda nakten ödeme yaparak katılma belgesi sahibi olabilmekte, sahip oldukları katılım belgelerini fona iade ederek paraya çevirebilmekte ve fonun niteliğine göre anında veya bir yada iki gün sonrasında nakde dönüştürülebilmektedir. Ayrıca fon içtüzüğünde belirtilmek ve borsanın uygun görmesi kaydıyla menkul kıymet niteliğine sahip fonların katılma belgeleri borsada işlem görebilmektedir.

²⁷ Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri VII, Numara 10 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 35. Maddesi

²⁸ Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri VII, Numara 10 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 36. Maddesi

1.3.3.5 Fon Portföyünün Saklanması

Tebliğin 8. maddesine göre; “fon portföyündeki varlıklar, saklayıcı nezdinde yapılacak bir sözleşme çerçevesinde saklanır.

Fon portföyündeki yabancı menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçları, altın ve diğer kıymetli madenler ile altın ve diğer kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarının saklanması ile ilişkin usul ve esaslar fon içtüzüğünde belirtilir.”

Fon içtüzüğünde belirtilmekle birlikte; İMKB Yönetim Kurulu, Takas ve Saklama Merkezleri Yönetmeliği’nde yer alan düzenlemeye dayanarak, takas ve saklama görevini, yaptığı anlaşmayla İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.’ye vermiştir.²⁹

Yatırım Fon ve Ortaklıkları işlemleri kapsamında Takasbank’ın üstlendiği fonksiyonlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Fon portföy yöneticilerinin yatırım fonu ve ortaklıkları adına İMKB ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası bünyesindeki mevcut piyasalarda yapmış oldukları işlemlerin nakit ve menkul kıymet takasını gerçekleştirmek,
- Sermaye Piyasası Kurulu’nun belirlemiş olduğu esaslar çerçevesinde, Yatırım Fonları ve Ortaklıklarının portföylerinde bulunan menkul kıymetlerin birim fiyatlarını ve piyasa değerlerini hesaplamak,
- Yatırım Fon ve Ortaklıklarının kurucu, yönetici veya operatörlerinin, günlük olarak portföylerine ilişkin bilgiler (portföy değeri, fon toplam değeri vs) Takasbank nezdindeki bir yazılımla sisteme girilir, bu değerleri Takasbank tarafından hesaplanan değerlerle karşılaştırıp mutabakata varmak,
- Bankanın kullandığı özel yazılım aracılığıyla sisteme girilen bilgiler günlük olarak Sermaye Piyasası Kurulu’na aktarmak.³⁰

²⁹ TSPAKB, “Takas ve Operasyon İşlemleri”, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Kılavuzu, Mart 2007, s 9. (<http://www.tspakb.org.tr/>)

³⁰ Takasbank, <http://www.takasbank.com.tr/tr/Hizm/fs10.htm> (17.05.2007)

1.3.3.6 Yatırım Fonlarının Yönetimi

Yatırım fonlarının yönetiminde aşağıdaki ilkelere uyulması zorunludur;³¹

- Yönetici, yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetmek zorundadır. Yönetimindeki yatırım fonları veya diğer müşterileri arasında müşterilerden biri veya yatırım fonlarından biri lehine diğerleri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde bulunamaz. Yönetici fon portföyü ile ilgili alım satım kararlarında objektif bilgi ve belgelere dayanmak ve sözleşme ile belirlenen yatırım ilkelerine uymak zorundadır. Bu bilgi ve belgelerin, alım satım kararlarına mesnet teşkil eden araştırma ve raporların en az 5 yıl süreyle yönetici nezdinde saklanması zorunludur.
- Fon portföyüne hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık satın alınamaz ve portföyden bu değer altında varlık satılamaz. Rayiç bedel borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, borsada işlem görmeyen varlıklar için ise işlem gününde fon lehine alımda en düşük satışta en yüksek fiyattır.
- Borsada işlem gören varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. Ancak garantili yatırım fonları ve koruma amaçlı yatırım fonları tarafından portföye alınan ters repo ve sermaye piyasası araçları bu hüküm kapsamında değerlendirilmez. Fon adına katılma belgelerinin alım satımı nedeniyle, İMKB Tahvil ve Bono piyasasından aynı gün valörü ile aynı gün valörlü işlem saatleri dışında fon portföyüne alım veya fon portföyünden satım zorunluluğu bulunuyorsa, İMKB’ce belirlenen işlem kurallarına uyulması şarttır.
- Yönetici fon adına yaptığı alım satım işlemlerinden dolayı herhangi bir ihraççı veya aracı kuruluştan kendi lehine bir menfaat sağlıyorsa, bu durumu kurucuya açıklamak zorundadır.
- Yönetici, herhangi bir şekilde kendisine ve üçüncü kişilere çıkar sağlamak amacıyla fon portföyünde bulunan varlıkların alım satımını yapamaz. Fon adına vereceği emirlerde gerekli özen ve basireti göstermek zorundadır. Fon

³¹ Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri VII, Numara 10 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 41. Maddesi

adına yapılacak alım satımlarda sözleşme ile belirlenecek genel fon stratejilerine ve kurucunun genel kararlarına uyulur.

- Fon portföyünün önceden saptanmış belirli bir getiri sağlayacağına dair yazılı veya sözlü bir garanti verilemez.
- Kurucu, fon kurulu üyeleri, yönetici ve fonların yönetimi ile ilgili olarak meslekleri nedeniyle veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar, bu bilgileri kendileri veya üçüncü bir tarafın menfaati doğrultusunda kullanamazlar.

1.3.3.7 Yatırım Fonlarının Birleştirilmesi, Sonlandırılması ve Tasfiyesi

Aynı kurucu tarafından kurulan fonlar kurucunun talebi durumunda veya Sermaye Piyasası Kurulunca gerekli görülmesi halinde Kurul'un talebine istinaden birleştirilebilir.

Tebliğin 53. maddesine göre yatırım fonlarının sona erme nedenleri;

- Kurucunun iflası veya 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 olmayacağı Kurulca 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.

Kurucunun iflası veya tasfiyesi halinde Kurul, fonu uygun göreceği başka bir kuruluşa tasfiye amacıyla devreder. İflas veya tasfiye durumları dışında fonun başka bir kurucuya devri ancak Kurul'un uygun görüşünün alınması kaydı ile mümkündür.³²

1.3.4 Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması

Yatırım fonları çeşitli kriterlere göre sınıflandırılabilir.

1.3.4.1 Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Sınıflandırma

Pay sayısının değişebilirliğine göre yatırım fonları açık uçlu yatırım fonları ve kapalı uçlu yatırım fonları olarak ikiye ayrılır.

1.3.4.1.1 Açık Uçlu Yatırım Fonları

Açık uçlu yatırım fonları, sermayesi esnek olan, yeni bir yatırımcının katılmasıyla sermayesi artan, mevcut yatırımcılardan birisi ayrıldığında ise sermayesi azalan fonlar olarak tanımlanabilir.³³

Açık uçlu yatırım fonlarında pay sahibi, payını istediği an fona geri satabilme olanağına sahiptir. Dolayısıyla bu tip fonların portföylerinde bir miktar nakit yada kısa vadede nakte dönüştürülebilecek varlıkların bulunması gerekmektedir.³⁴

Açık uçlu yatırım fonlarının iki önemli özellikleri vardır;³⁵

-Likit oluşları; fon paylarının istendiği anda kolayca alınıp satılabilmesi,

³² Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri VII, Numara 10 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 52. Maddesi

³³ Serpil Canbaş ve Hatice Doğukanlı, **Finansal Pazarlar**, Genişletilmiş 3. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul, 2001, s. 159.

³⁴ Yetkin Uzun, “Yatırım Fonlarının Performanslarının Ölçümü ve Türkiye Uygulaması”, T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Bilim Dalı Master Tezi, Ankara, 2000, s. 24.

³⁵ Gürman Tevfik, **Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları**, Ankara, 1995, s. 6.

-Pay fiyatı ayarlamaları.

1.3.4.1.2 Kapalı Uçlu Yatırım Fonları

Yatırımcılar tarafından istenildiğinde pay sayısı artırılmayan, yatırımcılar tarafından fona iade edilemeyen, dolayısıyla pay sayısı azaltılamayan fonlardır.³⁶

Kapalı uçlu yatırım fonlarının Türkiye'deki uygulaması "menkul kıymet yatırım ortaklıkları (MKYO)" şeklindedir. MKYO'ları, mevzuatımızda yatırım fonlarından ayrı olarak düzenlenmiştir. Türkiye'deki mevcut uygulamaya göre açık uçlu ve kapalı uçlu yatırım fonları uygulamasındaki en önemli farklılıklardan biri de şudur: Yatırım fonları (açık uçlu fonlar), riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre kurulurken, yatırım ortaklıkları (kapalı uçlu fonlar) kayıtlı sermaye sistemine tabi Anonim Şirket şeklinde kurulmaktadır.³⁷

1.3.4.2 Türkiye'deki Hukuksal Uygulamalar Açısından Sınıflandırma

Yatırım fonları A Tipi ve B Tipi olarak iki tipte kurulabilir. Fon içtüzüklerinde belirtilmek suretiyle, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'ini, devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A tipi, diğerleri B tipi olarak adlandırılır ve bu tipler fon türleri ile birlikte belirtilir.³⁸

Yatırım fonları, içtüzüklerinde belirtilmesi koşulu ile aşağıdaki türlerde kurulabilir:

Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak;

Kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlar "**Tahvil ve Bono Fonu**",

³⁶ Tevfik, s. 6-7.

³⁷ Akel Veli, "Portföy Performansının Devamlılığının Analizi: Türkiye'deki Yatırım Fonları Örneği", T.C. Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Bilim Dalı Doktora Tezi, Kayseri, Haziran 2006, s. 19.

³⁸ Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri VII, Numara 10 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5. Maddesi

Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar “**Hisse Senedi Fonu**”,

Belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlar “**Sektör Fonu**”,

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından tanımlanan iştiraklerce çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış fonlar “**İştirak Fonu**”,

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından tanımlanan belli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatıran fonlar “**Grup Fonu**”,

Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlar “**Yabancı Menkul Kıymetler Fonu**”,

Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar “**Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu**”,

Portföyünün tamamı;

Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlar “**Karma Fon**”,

Devamlı olarak, portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlar “**Likit Fon**”,

Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar “**Değişken Fon**”,

Portföyünün en az %80'i devamlı olarak;

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısmından oluşan fonlar “**Endeks Fon**”,

Diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonlar “**Fon Sepeti**” olarak tanımlanmıştır.

Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar “**Özel Fon**”,

Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar “**Serbest Yatırım Fonları**” olarak tanımlanmıştır.

Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin içtüzükte ve izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine ve Kurucu ile Garantör arasında imzalanan bir garanti sözleşmesine dayanılarak taahhüt edildiği fonlar “**Garantili Fon**”,

Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin içtüzükte ve izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlandığı fonlar “**Koruma Amaçlı Fon**” olarak tanımlanmıştır.

Yukarıda sayılanlar dışında da, içtüzüklerde belirtilmek suretiyle, oluşturulacak portföy yönetim stratejilerine uygun fon türleri, Kurul'ca uygun görülmesi koşuluyla belirlenebilir.³⁹

Ayrıca, fon katılma belgelerinin hisse senetleri gibi borsada işlem görebilmelerini sağlayan “**Borsa Yatırım Fonları**” 13.04.2004 tarihli Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir. Tebliğin 4. maddesine göre borsa yatırım fonu, katılma belgeleri borsa pazarlarında işlem gören, fonun oluşturulma

³⁹ Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri VII, Numara 10 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5. Maddesi

sürecine doğrudan katılan yetkilendirilmiş katılımcıların fon portföyünün kompozisyonunu yansıtacak şekilde, portföyde yer alan menkul kıymet ve nakdi bir araya getirerek karşılığında fon katılma belgesi alabildiği ya da söz konusu kurumların en az asgari işlem birimine tekabül eden fon katılma belgelerini saklamacı kuruluşa iade edip karşılığında fonun içindeki menkul kıymetlerin payına düşen kısmını alabildiği, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır.⁴⁰

1.3.5 Yatırım Fonlarının Yatırımcılara Sağladığı Avantajlar

Yatırım fonları diğer yatırım araçlarında aranan özelliklerin küçük ve bireysel yatırımcıya hitap etmemesinden yada kolaylıkla ulaşılır olmamasından kaynaklı ihtiyaçlar neticesinde kurulmuş alternatif yatırım araçlarındanır. Tercih edilmelerindeki ana etkenler her kesimden yatırımcının kolayca ulaşabilmesi ve profesyonel bir yönetime sahip olması nedeniyle risk dağılımının etkin olarak yapılabilmesinden kaynaklanmaktadır. Yatırım fonlarının yatırımcıya sağladığı faydaları sıralamak gerekirse;

- Fon fazlasına sahip birimlerin tasarrufları, profesyonel ve güvenilir yöneticiler tarafından, tüm piyasalar sürekli takip edilerek yönetilir.
- Yatırım fonu portföyüne alınabilecek menkul kıymetlerin çeşitli yatırım araçlarıyla çeşitlendirilmesi sonucu risk dağıtılıp azaltılabilir.
- Küçük tasarruflarla elde edilemeyecek yüksek getirili menkul kıymetlere küçük tasarruf sahiplerinin de ulaşımı sağlanır.
- Farklı getiri ve risk beklentisine sahip tasarruf sahipleri için bu beklentilerini karşılayacak şekilde çeşitli yatırım alternatifleri sunulmaktadır.

⁴⁰ Sermaye Piyasası Mevzuatı Seri VII, Numara 23 Sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4. Maddesi

- Tasarruf sahiplerinin bireysel olarak oluşturacakları portföylerde bilgiye ulaşmaları zor, zahmetli ve maliyetlidir. Büyük hacimli fonları yöneten kurumsal yatırımcılar daha düşük maliyetli işlem imkanına sahiptir.
- Menkul kıymetlerin kontrolü ile kupon, faiz ve temettü gibi ödemelerinin tahsili fon yönetimi tarafından gerçekleştirilir, tasarruf sahiplerinin vade takibi ve tahsil zahmetini ortadan kaldırır.
- Fon portföyündeki değer artışlarının portföy değerine günlük olarak yansıtılması nedeniyle, tasarruf sahiplerine, fonu istenildiği anda istenildiği miktarda paraya çevirebilmesi ile likidite sağlanmaktadır.
- A ve B Tipi Yatırım Fonlarında tam ve dar mükellef gerçek kişilere vergi muafiyeti tanınmaktadır.

Yatırımcılara olan faydasının yanı sıra; yatırım fonlarının ülke ekonomisine likit fon oluşturması, oluşturulan fonların sermaye birikimine katkıda bulunarak bazı yatırım ve üretim kalemlerinde kullanılması gibi yararları vardır. Yatırım fonlarının sağladığı katkıların yanında taşıdığı bir takım riskler de vardır; mesela ülke ekonomisi içerisinde fon portföy yapısının tam olarak gelişmemesi, yatırım fonlarının profesyoneller tarafından iyi yönetilememesi, yatırım fonları endüstrisinin tam olarak oluşamaması, ülke içerisinde fon kaynaklarının üretim ve yatırım kaynaklarına yönelmesinden çok devlet iç borçlanma kağıtları olarak kullanılması gibi konularda da yatırım fonları bir takım çekincelere sahiptir.⁴¹

Ayrıca, yatırım fonları sermaye piyasalarının derinleşmesine ve işlem hacminin artmasına katkıda bulunurlar. Finansal piyasalarda kurumsal yatırımcı tabanı oluşturdukları için menkul kıymetlerini satmak isteyen yatırımcılar, yatırım fonlarının piyasaya kazandırdığı derinlik ve likidite etkisiyle düşen piyasada bile müşteri bulabilirler. Uzun vadeli kaynaklarından ötürü finansal piyasalarda volatilitiyi azaltıcı bir etkiye sahiptirler. Volatilitenin azalması, küçük yatırımcıların daha bir güvenle hisse senedi piyasalarına girmelerini teşvik edeceğinden yatırım fonları,

⁴¹ İsmet Bolat, “Sermaye Piyasaları ve Yatırım Fonları Mevcut Durum, Sonuç ve Çözüm Önerileri”, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Mayıs 2006, s.80.

dolaylı yollardan da borsanın derinleşmesine ve likiditesinin artmasına yardımcı olmaktadır.⁴²

Bunların yanı sıra yatırım fonları portföylerindeki yüksek tutarlı fonların gücüyle, aşırı değerlenmiş menkul kıymetleri satıp (fiyatını düşürerek), az değerlenmiş olanları satın alarak (fiyatını yükselterek) ve makro bazda piyasa gelişmelerine ters yönde karşılık vererek, finansal piyasalarda bir çeşit otomatik istikrarlaştırıcı görevi görürler. Böylece borsada fiyat mekanizmasının kaynak tahsisini en etkin ve en verimli tarzda icra etmesine katkıda bulunurlar.⁴³

1.3.6 Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi

Yatırım fonu katılma belgeleri sermaye piyasası kanununa göre menkul sermaye iradı kapsamında değerlendirildiğinden gelir vergisi kanununun 75-1 maddesi uyarınca vergilendirilmektedir. Menkul sermaye iradı, ilgili kanunda “Sahibinin ticari, zirai veya mesleki faaliyeti dışında nakdi sermaye veya para ile temsil edilen değerlerden müteşkil sermaye dolayısıyla elde ettiği kar payı, faiz, kira ve benzeri iratlar menkul sermaye iradıdır”⁴⁴ olarak tanımlanmıştır. Bu kapsamda değerlendirildiğinde “yatırım fonları katılma belgelerine ödenen kâr 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, kâr payı veya benzeri gelirler”⁴⁵ vergiye tabidir.

Yatırım fonlarından elde edilen kazançlar, fona katılma belgelerinin fona teslimi ve ikincil piyasalarda el değiştirmesi suretiyle sağlanmaktadır.⁴⁶

1 Ekim 2006 tarihine kadar yatırım fonları ve ortaklıkları dışındaki tüm yatırım araçlarında alım satım ya da itfa kazançları üzerinden vergilendirme banka ve aracı

⁴² Bayram Kont, “Dünyada ve Türkiyede Yatırım Fonları”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi No: 16**, Ocak-Şubat 2001. (www.makalem.com) (21.01.2007)

⁴³ Akel Veli, s.30.

⁴⁴ Sermaye Piyasası Mevzuatı: 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanununda Menkul Sermaye İradının Vergilendirilmesi İle İlgili Ana Hükümler 6.Bölüm Menkul Sermaye İradı Madde:75 (www.spk.gov.tr) (12.03.2007)

⁴⁵ Sermaye Piyasası Mevzuatı: 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanununda Menkul Sermaye İradının Vergilendirilmesi İle İlgili Ana Hükümler 6.Bölüm Menkul Sermaye İradı Madde:75 (www.spk.gov.tr) (12.03.2007)

⁴⁶ Fatih Çömen, “Sermaye Piyasasında Vergilendirme ve Sermaye Piyasası Oluşumuna Etkileri”, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Ağustos 2006, s.89.

kurumlar tarafından doğrudan yatırımcının hesabından gerçekleştirilmiş, yatırım Fonları'nın vergilendirilmesinde uygulanan %10'luk stopaj fon varlığı içerisinde kesilmiştir. Yatırım fonlarından elde edilen gelirlerin vergilendirmesi, 1 Ekim 2006 tarihinden itibaren Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67nci maddesi hükümleri kapsamında değiştirilmiştir. Yapılan değişiklik vergileme sisteminde değil verginin tahsil şeklindedir. 1 Ekim 2006 tarihinden sonraki uygulamada fon varlığına uygulanan stopaj oranı %0' a indirilmiş; yatırım fonlarına uygulanan vergilendirme diğer menkul kıymetlerde olduğu gibi, yatırımcının satış yaptığı sırada banka veya aracı kurumdan tarafından yatırımcının elde ettiği kazanç üzerinden %10 stopaj uygulanarak yapılmaktadır. Sürekli olarak portföyünün en az % 51'i İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgelerinin elden çıkarılmasından elde edilen gelirler ise tevkifat kapsamı dışına çıkarılmıştır. Vergilendirme esasları, yatırımcının mükelleflik durumlarına göre farklılık göstermekte olup bu durum Tablo 4'te özetlenmiştir.

Tablo 5: Yatırım Fonlarının Mükelleflik Durumuna Göre Vergilendirilmesi

	Gerçek Kişi	Tüzel Kişi
Dar Mükellef	%0	%0
Tam Mükellef	%10	%10

1.3.6.1 Tam Mükellef Gerçek Kişiler

A ve B Tipi yatırım fonları kazançları 1 Ekim 2006 tarihine kadar beyannameye tabi tutulmamıştır. 1 Ekim 2006'dan itibaren ise yatırım fonları kazançları % 10 gelir vergisi stopajına tabi tutulacak, ancak 5527 sayılı Kanun geçici 67nci maddenin 1 numaralı fıkrası gereğince, sürekli olarak portföyünün en az % 51'i İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgelerinin elden çıkarılmasında sağlanan kazançlar üzerinden tevkifat yapılmayacaktır.

1.3.6.2 Dar Mükellef Gerçek Kişiler

Dar mükellef gerçek kişiler için A ve B Tipi yatırım fonları kazançları beyannameye tabi değildir. Yatırım fonu katılma belgelerinin elden çıkarılması durumunda sağlanan kazançlar üzerinden gelir vergisi stopaj oranı %0 (sıfır)'dır, yani tevkifat yapılmaz.

1.3.6.3 Tam Mükellef Tüzel Kişiler

Tam mükellef tüzel kişilerin yatırım fonu kazançları 1 Ekim 2006'dan itibaren %10 oranında stopaja tabidir. Sürekli olarak portföyünün 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 yapılmaz.

1.3.6.4 Dar Mükellef Tüzel Kişiler

Gelir Vergisi Kanununun geçici 67nci maddesinin 1 numaralı fıkrası gereğince, dar mükellef tüzel kişilerin yatırım fonu katılma belgelerinden elde ettikleri gelirlere %0 (sıfır) oranında tevkifat uygulanmaktadır.

1.3.6.5 Yatırım Fonlarının Portföy İşletmeciliğinden Doğan Kazançlar

Portföy işletmeciliğinden doğan kazançlar, yatırım fonunun Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirtilen varlıklardan oluşan bir portföyünün içindeki varlıkların alınıp satılması, bunlara ilişkin faiz ve kar payı gelirlerinin elde edilmesi işlemleri ile ortaya çıkan kazançlarıdır.

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5 inci maddesinin (1) numaralı fıkrasının (d) bendi hükmü ile menkul kıymet yatırım fonu ve ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiş, bu kazançların 01.01.2006 tarihinden önce portföylerindeki hisse senedi oranına göre farklı oranlarda (% 0 ve % 10) stopaja tabi tutulmaları benimsenmiştir. 01.01.2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yürürlüğe giren Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67nci maddesine göre, portföydeki hisse senedi oranına göre farklı oranlarda

vergilendirmeye son verilmiş, bütün menkul kıymet yatırım fon ve ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları üzerinden % 15 oranında stopaj uygulamasına geçilmiştir.⁴⁷

1 Ekim 2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere, 5527 sayılı Kanun geçici 67nci maddesine göre menkul kıymet yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları üzerinden hesaplanan stopajın oranı % 0'a (sıfır) indirilmiştir.

Yatırımcıların alternatif yatırım araçları arasında tercih yapmasında önemli bir unsur olarak karşımıza çıkan yatırım araçlarının vergilendirilmesi, bu çalışmanın konusunu oluşturan yatırım fonları için de, yatırım fonuna yatırım yapmayı düşünen yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Bu açıdan; yatırım fonlarının tip ve türleri, fona katılma belgelerinin elde tutulma süresi ve mükelleflik türü açısından farklılık gösteren yatırım fonlarının vergilendirilmesi konusuna değinilmesine gerek duyulmuştur.

⁴⁷ http://www.vergidegundem.com/circular.asp?circular_id=1235&page_id=1 (14.02.2007)

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIM ARAÇLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ VE YÖNTEMLERİ

2.1 Performans Ölçümünün Amacı

Bireysel yatırımcılara profesyonel portföy yönetimi hizmeti sunarak tasarruflarını değerlendirme imkanı tanıyan kurumsal yatırımcıların bu amacı ne ölçüde gerçekleştirebildiği hem kurumsal yatırımcılar hem de bireysel yatırımcılar açısından büyük önem teşkil etmektedir.

Çalışmamızın konusunu oluşturan yatırım fonları, yatırım politikasının belirlenmesi, menkul kıymet analizi ve portföy seçimi aşamalarından geçerek oluşturdukları portföy yönetimi ile yatırımın riskini en aza indirerek en yüksek getiriye elde etmeyi amaçlarlar.

Bir portföyün yönetilmesi, mevzuatın ve içtüzüğün izin verdiği sınırlar dahilinde, portföye varlık (hisse senedi, tahvil, bono v.b.) alınması, portföydeki varlıkların satılması ve bu varlıkların getirilerinin (faiz, kar payı gibi) tahsil edilmesi faaliyetleridir. Varlıkların alınıp satılması kararlarına dayanarak teşkil eden her türlü araştırma ve analiz gibi faaliyetler de portföy yönetiminin kapsamına girer.⁴⁸

Menkul kıymet yatırım süreci;

1. Yatırım politikasının belirlenmesi,
2. Menkul kıymet analizinin yapılması,
3. Portföy oluşturulması,
4. Portföyün değiştirilmesi (yenilenmesi)
5. Portföy performansının değerlendirilmesi olarak beş temel aşamadan oluşmaktadır.⁴⁹

Portföy yönetimi, yatırım politikasının yani yatırım ile üstlenilecek riskin ve yatırımdan beklenen getirinin belirlenmesi ile başlar. Sonraki aşama olan ve temel

⁴⁸ SPK, **Yatırım Fonları**, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, Ankara, Mart 2007, s.4. http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ybilgilendirme/yatirim_fonlari.pdf (18.03.2007)

⁴⁹ G. J. Alexander, W. Sharpe and J.V. Bailey, **Fundamentals of Investment**, 2.ed Prentice Hall, New Jersey, 1993, s.5.

ve teknik analiz yöntemleri kullanılarak yapılan menkul kıymet analizi ile portföy içerisinde yer alacak yatırım araçları ve bunların portföy içerisindeki ağırlıkları belirlenir. Bu aşamada yapılan iş, bireysel menkul kıymet performans tahminlerinin portföy performansları ile ilgili tahminlere dönüştürmek ve çok sayıdaki olası portföyler arasından etkin olanı seçmektir.⁵⁰ Bu aşamalar sonucunda elde edilen sonuçların değerlendirilip yatırım fonunun amaçlarına ulaşmış olup olmadığına, yani yatırım sürecinin başarısının belirlenmesi, portföy performansının ölçümü ve değerlendirilmesi ile olanaklı hale gelmektedir.

Benzer şekilde portföy performansının ölçülmesi, bireysel yatırımcılar açısından da alternatif yatırım araçları ve alternatif kurumsal yatırımcılar arasında yapılan tercihlerde yardımcı olmaktadır.

Performans değerlendirme sürecinde fon yönetiminin performansının değerlendirilmesi ve alternatif fonlarla karşılaştırılmasında yatırım fonlarının risk düzeyleri büyük öneme sahiptir. Yatırım fonlarının performansın değerlendirilmesinde ve diğer fon yönetimleriyle karşılaştırılmasında fonlar, aynı risk düzeyine sahip olmalıdır veya farklı risk grubuna dahillerse getirilerinin risk düzeylerine göre düzeltilmesi gerekir. Yani fon yönetimlerinin performanslarının ölçümünde sadece getiriler değil üstlenilen riskler de dikkate alınmalı ve risk düzeyine göre düzeltilmiş getirilerle değerlendirme yapılmalıdır.

Yatırım fonlarının sağladığı yüksek getiri, katlanılan yüksek riskin bir sonucu olabileceği gibi fon yöneticisinin başarısının da bir sonucu olabilir. Daha gerçekçi bir sonuç için getirilerin riske göre ayarlanması gerekmektedir. Dolayısıyla portföy etkinliğinin belirlenmesi, ortalama getirinin hesaplanmasından çok daha geniş kapsamlı bir analize dayandırılmalıdır.⁵¹

Yatırım fonu performansının, yatırımın ortalama karlılığı ile riski birlikte dikkate alarak ölçülmesi gerekmekte ve performans değerlendirmesinde uygun risk ölçütünün seçilmesi önem arz etmektedir.⁵²

⁵⁰ W.F.Sharpe, "Mutual Fund Performance", **Journal of Business**, 1966, ss. 119-138.

⁵¹ Bora Karagöz, "Türkiye'deki A Tipi Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirmesi", T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tezsiz Yüksek Lisans Projesi, 2007, s.37.

⁵² Hakan Beyazoğlu, "Yatırım Fonları Üzerine Bir Değerlendirme ve Türkiye'de İştirak Yatırım Fonları", Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdleri, 2002, s.13.
(<http://www.spk.gov.tr/yayinlar/kye/kye.html>) (16.05.2007).

Portföy performansının ölçülmesi en basit biçimi ile iki boyuta sahiptir:⁵³

1. Getirilerin ölçülmesi
2. Riskin ölçülmesi

2.2 Getiri ve Riskin Ölçülmesi

2.2.1 Getirinin Ölçülmesi

Yatırım araçlarının performansının değerlendirilmesinde ve diğer portföylerle karşılaştırılmasında temel değerlendirme unsuru olarak dikkate alınan getiri, temelde yatırım aracının sağladığı dönemsel getiri (faiz, temettü) ile menkul kıymetin değer artışını ifade eden sermaye kazancından oluşur. Bir yatırım aracı veya bir portföyün dönem sonundaki değeri ile dönem başındaki değeri arasındaki farkın dönem başındaki değerine oranlanması yoluyla bulunan getirinin hesaplanması şu şekilde formüle edilebilir:

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

Formülde;

r_p : fonun getirisini

V_t : fonun dönem sonundaki değerini

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

Dönem içi nakit giriş ve çıkışlarının göz ardı edildiği bu formülle hesaplanan portföy getirilerine göre performans değerlendirmesinde, aynı risk düzeyine sahip portföyler arasında karşılaştırma yapılabilir. Farklı risk gruplarına dahil portföyler arasında karşılaştırma yapılabilmesi içinse portföyler riske göre düzeltilmiş getirilerle değerlendirilmelidir.

⁵³ M. Jensen, "Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", **Journal of Finance**, XXIII, ss. 389-416.

Dönem içi nakit giriş ve çıkışlarını da dikkate alarak getiriye hesaplayan iki temel yöntem vardır. Bunlar “İç Getiri Oranı” ve “Zaman Ağırlıklı Getiri Oranı”dır.

İç Getiri Oranı;

$$V_{t-1} = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{V_t}{(1+r)^{n+1}} \quad \text{şeklinde formüle edilebilir.}$$

Formülde yer alan C simgesi nakit hareketlerini ifade etmektedir.

Zaman Ağırlıklı Getiri Oranı ise portföyün bileşik büyüme oranını ölçer ve nakit akımlarının tekrar yatırıldığı varsayımına dayanır. Zaman Ağırlıklı Getiri Oranı;

$r_p = \{(1+r_{p1}) + (1+r_{p2}) + \dots + (1+r_{pn})\} - 1$ şeklinde formüle edilebilir. Formülde r_{pn} değerleri $(r_p = (V_t - V_{t-1})/V_{t-1})$ formülüne göre hesaplanarak bulunabilecektir.

2.2.2 Riskin Ölçülmesi

Sözlük anlamı “zarara uğrama tehlikesi, riziko” olan risk, yatırım araçları açısından gerçekleşen getirinin beklenen getiriden sapmasını yani fiyat belirsizliğini ifade etmektedir.

Bir menkul kıymet sistematik riskler ve sistematik olmayan riskler olarak iki türlü riske maruzdur. Sistematik olmayan riskler; yönetimin kalitesi, reklam ve maliyet politikası gibi yönetimin kontrolü altında olan ve piyasadan bağımsız risklerdir. Sistematik riskler ise, faiz oranlarındaki değişimler, döviz kurları ve talep seviyesi gibi piyasadan kaynaklanan ve yönetimin kontrolü altında olmayan risklerdir.

Sistematik riskin; firmanın nakit akımlarının makro ekonomik faaliyetlere olan duyarlılığı ve sabit maliyetlerinin değişken maliyetlere oranı olarak iki temel nedeni vardır. Yönetim dışındaki etkenlerin nakit akımlarını etkileme seviyesine göre oluşan sistematik risk, sabit-değişken maliyet oranının değiştirilebilmesine göre artırılıp azaltılabilir.⁵⁴ Geleneksel sınıflandırma adı verilen bir başka sınıflandırmaya göre

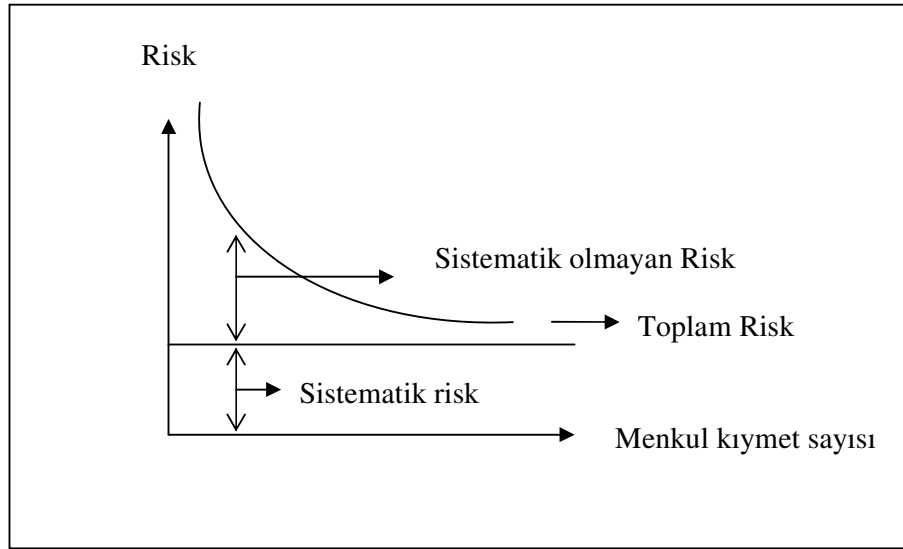
⁵⁴ S. Lumby, “Investment Appraisal & Financial Decisions”, 1994, s. 273 naklen Uzun, s. 56.

risk, kaynaklarına göre faiz oranı riski, satın alma gücü riski, işletme riski, finansal risk, pazarlanabilme riski, ödenmeme riski, portföy riski olarak sınıflandırılmaktadır.⁵⁵

Sistematiik olmayan risk, her şirket için farklı koşullardan doğup, farklı seviyelerde ortaya çıktığından, bir portföydeki menkul kıymet sayısı arttırıldığında, portföyün sistematiik olmayan riski azalacaktır. Buna çeşitlendirme adı verilir.⁵⁶

Bir yatırım aracının maruz kaldığı toplam risk; sistematiik riskler ve sistematiik olmayan riskler toplamına eşittir. Portföyde bulunan menkul kıymetlerin çeşitlendirilmesi yoluyla sistematiik olmayan riskin azaltılması ve maruz kalınan toplam riskin sistematiik riske indirilmesi sağlanabilir. Bu durum aşağıdaki Şekil 5 gösterilmiştir.

Şekil 5: Sistematiik risk ve sistematiik olmayan riskin gösterimi



Kaynak: A.Argun Karacabey, s.96.

Bir menkul kıymetin toplam riski; beklenen getirilerin ortalama getiriden sapmalarının karelerinin ortalaması olarak hesaplanan getirilerin varyansı veya varyansın karekökü alınarak bulunan standart sapmasıdır. Portföyün standart sapması;

⁵⁵ C. L. Hubbard ve C.A. Hawkins, "Theory of Valuation", 1969, ss.35-41, naklen Uzun s.56.

⁵⁶ Karacabey, s.95-96.

$$\sigma = \sqrt{\sum (r_t - \bar{r}_0)^2 / (T - 1)} \text{ şeklinde formüle edilebilir.}$$

Formülde;

σ : standart sapmayı

T : standart sapmanın hesaplandığı dönemdeki ay sayısını

r_t : fonun aylık getirisini

$\bar{r}_t$: fonun aritmetik ortalama getirisini ifade etmektedir.

Sharpe, geliştirdiği piyasa modeli ile riski;

Toplam Risk= Sistematik Risk + Sistematik Olmayan Risk

$$\sigma^2(\bar{r}_p) = \beta_p^2 \sigma^2(\bar{r}_m) + \sigma^2(e_p) \text{ olarak formüle etmiştir.}$$

Formülde;

$\sigma^2(\bar{r}_p)$: toplam riski (portföy getirisinin varyansını)

$\beta_p^2 \sigma^2(\bar{r}_m)$: sistematik riski

$\sigma^2(e_p)$: sistematik olmayan riski,

β_p^2 (beta) : portföy getirisinin piyasaya olan duyarlılığını

$\sigma^2(\bar{r}_m)$: piyasa getirisinin varyansını ifade etmektedir.

Bir menkul kıymetin maruz kaldığı sistematik riskin göstergesi olan beta katsayısı ise, menkul kıymet ile piyasanın getirilerinin kovaryansının piyasa getirilerinin varyansına oranlanması ile ölçülür. Beta katsayısı;

$$r_{p,t} - r_{f,t} = \alpha_p + \beta_p (r_{m,t} - r_{f,t}) + e_{p,t} \text{ şeklinde kurulan regresyonun eğimi}$$

olarak hesaplanır.

2.3 Performans Ölçümü Yöntemleri

Yatırım fonlarının amaçlarını ne ölçüde gerçekleştirdiklerinin belirlenmesinde yani performanslarının değerlendirilmesinde performans ölçüm yöntemleri kullanılmaktadır. Performans ölçüm yöntemleri, profesyonel olarak yönetilen bir

portföy ile pasif olarak yönetilen bir portföyün veya gösterge portföyün karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır.

Yatırımcılarına, profesyonel portföy yönetimi, çeşitlendirme gibi hizmetler sağlayan yatırım fonları, faaliyetlerini devam ettirmek için bireysel yatırımcıların tek başlarına yatırım yaparak elde edebilecekleri performansın üzerinde bir yatırım performansı göstermek durumundadır. Üstelik söz konusu iyi performansın sadece belli bir dönemde gerçekleşmesi yeterli değildir. Genel beklenti, yatırım fonlarının bireysel yatırımdan daha iyi bir performansı sürekli olarak sağlayacağı yolundadır.⁵⁷

Portföy yönetiminin ve portföy teorisinin temeli, Harry Markowitz'in 1952 yılındaki çalışması "Portfolio Selection" ile optimal portföy oluşturma konusuna dayanır.

Geleneksel portföy yönetiminde, portföyde yer alan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkileri göz önünde bulundurmadan sadece portföydeki menkul kıymetlerin sayılarını arttırarak risk faktörünün azaltılabileceği öngörülmektedir. Bu yaklaşım, modern portföy yönetiminin kurucusu olan Markowitz'in geliştirdiği teoriyle beraber geçerliliğini yitirmiştir. Çünkü, sadece portföy çeşitlendirmesine gidilerek riskin azaltılamayacağı, portföyde yer alan menkul kıymetler arasındaki ilişkinin yönünün ve derecesinin de riskin azaltılması yönünde etkili olduğu Markowitz Ortalama Varyans Modeli ile ortaya konulmuştur.⁵⁸

Markowitz'e göre etkin portföy, veri beklenen getiri düzeyi için en düşük portföy riskine sahip olan yada veri risk düzeyi için en yüksek getiriyi sağlayan portföydür. Yatırımcılar, belli bir portföy getirisi için bu portföy riskini minimize eden yada belli bir risk düzeyi için portföy getirisini maksimum yapan portföyleri belirleyerek, etkin portföyler kümesini oluşturabilirler. Rasyonel yatırımcılar gerek getiri gerekse risk açısından optimize edilmiş etkin portföyleri seçecektir.⁵⁹

⁵⁷ Serpil CANBAŞ, Serkan Yılmaz KANDIR, "Türkiye'deki Yatırım Fonları Performanslarının Tutarlılığının İncelenmesi", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Mart 2004, s.65-66.

⁵⁸ Özgür DEMİRTAŞ, Zülal GÜNGÖR, "Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama", **Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi**, Temmuz 2004, Cilt 1, Sayı 4, s.104.

⁵⁹ Tuba Kale Korkmaz, Mine Akdeniz Özdemir, "Varlık Fiyatlama Modelleri", **Active Dergisi**, Mart-Nisan 2004, s.2. (www.makalem.com) (17.07.2007)

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli(FVFM), Markowitz'in etkin portföy modelinin geliştirilmesi ile ortaya çıkmıştır. Tüm etkin portföylerin üzerinde yer alacağı varsayımına dayanan Sermaye Piyasası Doğrusu, etkin portföylerin beklenen getirileri ile riskleri arasındaki ilişkiyi gösterir. FVFM beklenen getiri ve risk arasında doğrusal bir ilişki kurarak riskli varlığın beklenen getirisinin hesaplanmasına olanak tanımaktadır.

Yatırım fonu performansını değerlendirmeye yönelik olarak geliştirilen yöntemler temelde 1960'lı yıllarda yapılan çalışmalara (özellikle Sharpe, Jensen, Treynor tarafından yapılan çalışmalara-“Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli”ne) dayanmaktadırlar. Sonraki yıllarda Treynor ve Mazuy ile Henriksson ve Merton tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda portföy yöneticisinin menkul kıymet seçim kabiliyetinin (seçicilik) yanı sıra pazar hareketlerini tahmin kabiliyetini (zamanlama) de ölçen modeller geliştirilmiştir.

Bu çalışmada performans değerlendirme modelleri arasındaki sınıflandırmada Karacabey'in sınıflandırması tercih edilmiş olup; portföy yöneticisini sadece menkul kıymet seçim kabiliyetine göre değerlendiren modeller “tek kriterli modeller”, hem seçicilik hem de zamanlama kabiliyetine göre değerlendiren modeller “çok kriterli modeller” olarak adlandırılmıştır.

2.3.1 Tek Kriterli Modeller

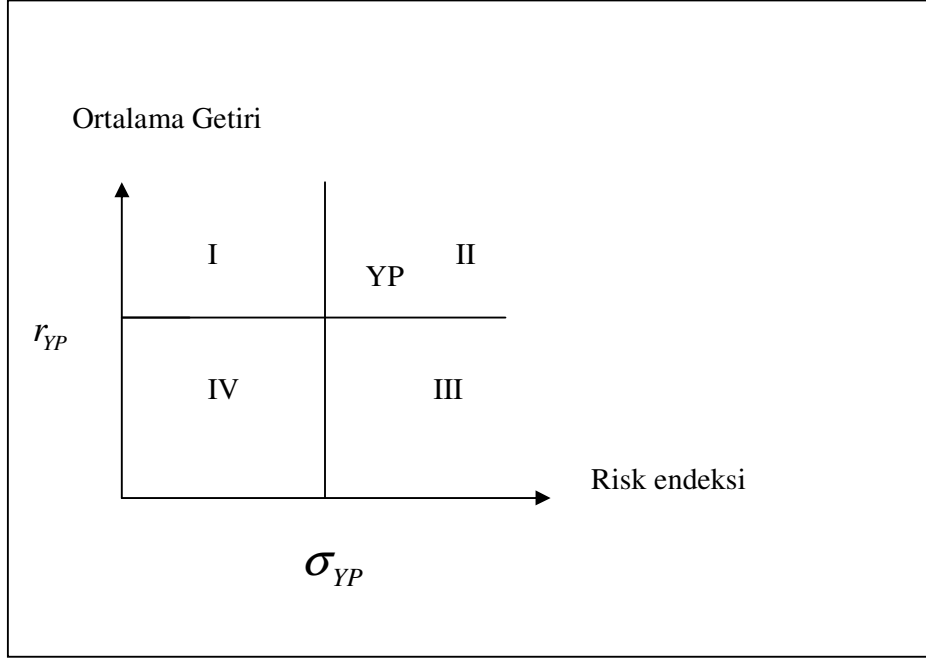
Tek kriterli modeller portföy yöneticisini sadece menkul kıymetleri seçme kabiliyetine göre değerlendirerek performans ölçümü yapan modellerdir.

2.3.1.1 Doğrudan Karşılaştırma Modeli

Bu modele göre performansı değerlendirilen portföy, aynı risk seviyesine sahip olduğu varsayımı altında yönetilmeyen bir portföy ile ortalama getiri oranı ve risk açısından karşılaştırılır.

Doğrudan karşılaştırma yöntemi Şekil 6 yardımıyla daha iyi açıklanabilir;

Şekil 6: Doğrudan Karşılaştırma Yönteminin Grafik Gösterimi



Kaynak: Yetkin UZUN, s.63.

YP noktası yönetilmeyen portföyün yıllık getirilerinin ortalaması (r_{YP}) ve risk endeksinin (σ_{YP}) kesişim noktasıdır. Yönetilen portföye yani yatırım fonuna ait hesaplanan ortalama getiri oranları ve risk endeksleri grafik üzerinde yer alan I, II, III veya IV ile numaralandırılan alanlardan birisine düşer. I numaralı alana düşen bütün fonlar, yönetilmeyen portföye göre daha yüksek getiriye, daha düşük riske sahiptir. II numaralı alanda yer alan bütün fonlar, yönetilmeyen portföye göre daha yüksek getiriye ve riske sahiptir. III numaralı alana düşen yatırım fonları, yönetilmeyen portföye göre daha düşük getiriye karşın daha yüksek riske sahiptir. IV numaralı alanda yer alan fonlar ise yönetilmeyen portföye göre hem daha düşük getiriye hem de daha düşük riske sahiptir.

Doğrudan karşılaştırma yöntemiyle performans değerlendirmesi, aynı risk grubunda yer alan yatırım fonları yada gösterge portföy ile uygulanabilmektedir. Karşılaştırma yapılan yatırım araçlarının aynı risk düzeyine sahip oldukları varsayımına sahip olması nedeniyle bu yöntem farklı risk düzeylerine sahip yatırım fonlarına yada gösterge portföye uygulanmamalıdır.

2.3.1.2 Jensen Performans Endeksi (Fark Eden Getiriler Yöntemi)

Fark Eden Getiriler Yöntemi Jensen tarafından 1968 yılındaki makalesinde geliştirilmiştir. Portföy performansını, fon getirileri ile pazar getirileri arasında oluşturulan regresyonun sabit terimi ile ölçen Jensen, ilgili makalesinde elde edilen terimin Markowitz portföy etkinliğini göstermediğini, fon yöneticisinin tahmin yeteneğini kapsadığını ortaya koymuştur.

Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeline göre fonun beklenen getirisi;

$$(r_{p,t} - r_{f,t}) = (r_{m,t} - r_{f,t})\beta_p + e_{f,t} \text{ formülü ile hesaplanmaktadır.}$$

Denkleme göre portföyün gerçekleşmiş getirisi; risksiz faiz oranı, pazar risk primi ve hata terimlerinin toplamından oluşmaktadır. Portföyün risk priminin sistematik riskin bir işlevi olması dolayısıyla sistematik risk ile portföyün risk primi arasında aynı yönlü doğrusal bir ilişki vardır.

Eğer yönetici iyi bir tahmin yeteneğine sahipse, portföy aynı risk seviyesinde normal risk priminden daha fazla kazanacaktır. Böyle bir tahmin yeteneğinin formülde yer alabilmesi için sabit bir sayıya ihtiyaç duyulmaktadır.⁶⁰ Alfa olarak adlandırılan bu sabit sayı formülde;

Portföy yöneticisinin portföy performansına olan katkısını gösteren alfa terimi denkleme eklenirse denklem;

$$r_{\partial,t} - r_{f,t} = \alpha_{\partial} + (r_{m,t} - r_{f,t})\beta_{\partial} + u_{a,t} \text{ olacaktır.}$$

Performansı değerlendirilen portföyün getirisi ile gösterge portföyün getirisi arasındaki “tarihi alfa” veya “fark eden getiri” denilen fark;

$$\alpha = \bar{r}_{\partial,t} - [\bar{r}_{f,t} + (\bar{r}_{m,t} - \bar{r}_{f,t})\beta_{\partial}] \text{ şeklinde ifade edilebilir. Formülde;}$$

$\bar{r}_f$: risksiz getirinin aritmetik ortalamasını,

$\bar{r}_{\partial}$: fon getirilerinin aritmetik ortalamasını,

$\bar{r}_m$: piyasa endeksinin ortalama getirisini,

⁶⁰ Jensen, s.394.

β_d : fon getirilerinin sistematik riskini (betayı) ifade etmektedir.

Regresyon denkleminin çözümlenmesi sonucu elde edilen alfa değerinin pozitif olması portföy yöneticisinin tahmin kabiliyetine sahip olduğunu ve portföy performansına olumlu katkıda bulunduğunu, negatif olması ise portföy yöneticisinin başarısız olduğunu ifade etmektedir.

2.3.1.3 Treynor Performans Endeksi (Oynaklığın Ödülü Oranı)

Riski de getiri oranı ile birlikte inceleyen ilk portföy performans ölçütü, 1965 yılında yayınlanan makalesi ile Jack Treynor tarafından geliştirilmiştir. Treynor yöntemine göre portföy performansı, belli bir dönemde, risksiz faiz oranının üzerinde kazanılan getirinin (risk priminin) risk ölçütüne (beta'ya) oranlanması ile belirlenir.⁶¹

Treynor performans ölçüsü sistematik riski kullanarak, fon portföy yöneticisini yalnızca getiri oranı performansı bazında değerlendirir.⁶² Portföy riskinin ölçümünde portföyün toplam riskini gösteren standart sapma yerine pazar riskini yani sistematik riski kullanan Treynor performans endeksi;

$$TreynorIndeksi = \frac{\bar{r}_d - \bar{r}_f}{\beta_d} \text{ şeklinde formüle edilebilir.}$$

Formülde;

$\bar{r}_d$: fon getirilerinin aritmetik ortalamasını

$\bar{r}_f$: hazine bonosu getirilerinin aritmetik ortalamasını

β_d : fon getirilerinin sistematik riskini (betasını) ifade etmektedir.

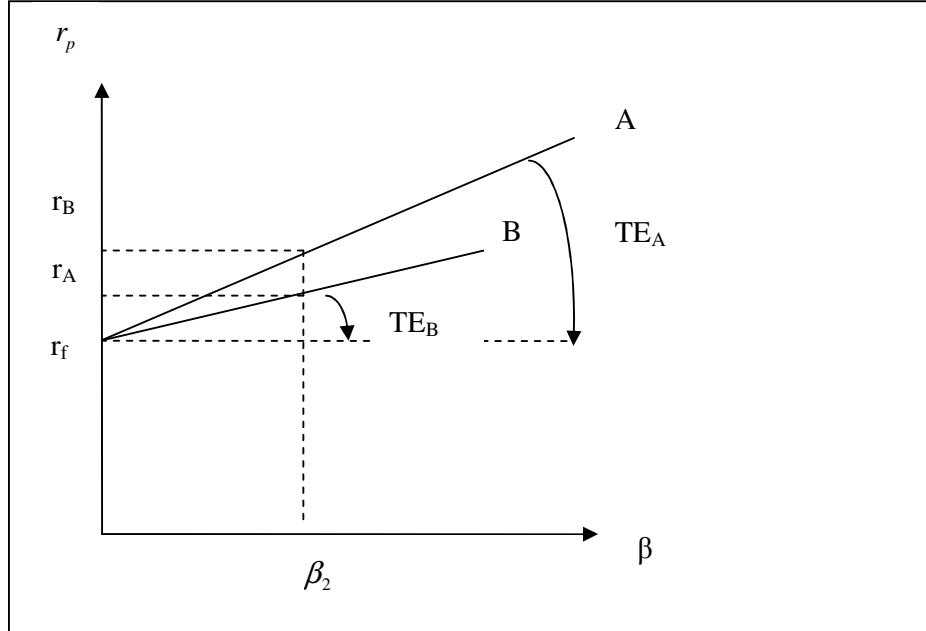
Treynor Performans Endeksi Şekil 7 yardımıyla açıklanmaya çalışılmıştır. Şekilde yer alan A ve B doğruları, A ve B portföylerinin portföy olasılıkları doğrularını göstermektedir. Portföy olasılıkları doğrularının eğimi Treynor endeksini verir, yani

⁶¹ Frank K. Reilly, “Investments (Second Edition)”, der. Serpil Canbaş, Serkan Yılmaz Kandır, “Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Aralık 2002, s.12.

⁶² Kahraman, s.62.

yatırımcının bir birim riske maruz kalarak elde ettiği getiriye ifade eder. Veri risk düzeyinde (β_2) A portföyü B portföyünden daha yüksek getiri sağlamaktadır.

Şekil 7: Treynor Performans Endeksinin Grafik Gösterimi



Kaynak: Yekin UZUN, s.66.

Yine denkleme göre pazar portföyünün betası 1 olacağından, yatırım fonu için hesaplanan Treynor Endeksinin 1'den büyük olması portföyün pazara göre daha yüksek performans gösterdiğini, 1'den düşük olması ise düşük performans gösterdiğini ifade edecektir.

2.3.1.4 Sharpe Oranı

Yatırımcının katlandığı riske karşılık elde ettiği getiriye ölçen Sharpe Performans Endeksi, William Sharpe tarafından 1966 yılında 34 yatırım fonu üzerinde yaptığı çalışma ile geliştirilmiştir.⁶³

Sharpe performans ölçüsü toplam riski kullanarak fon portföy yöneticisini, hem getiri oranı performansı, hem de çeşitlendirme bazında değerlendirir.⁶⁴ Risk

⁶³ Sharpe, s.119-138.

⁶⁴ Kahraman, s.62.

ölçütü olarak toplam riski esas alan Sharpe Performans Endeksi, eğimi Sharpe Oranını veren portföy doğrusunun orjinini risksiz getiri oranı olarak kabul eder. Risk priminin fonun standart sapmasına oranını veren Sharpe Endeksi;

$$SharpeOrani = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \text{ şeklinde formüle edilebilir.}$$

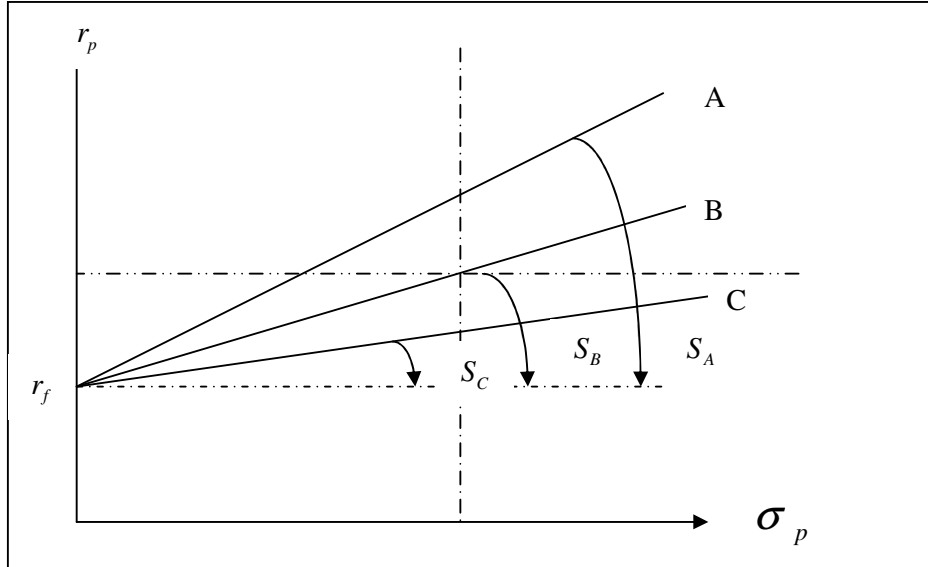
Formülde;

r_p : fonun getirisini

r_f : risksiz faiz oranı

σ_p : fonun standart sapmasını ifade etmektedir.

Şekil 8: Sharpe Performans Endeksinin Grafik Gösterimi



Kaynak: Yetkin UZUN, s.65.

Sharpe performans endeksinin grafik gösterimine göre A portföyü B'ye oranla; B portföyü C'ye oranla daha yüksek bir performans göstermiştir.

Sermaye piyasası ve piyasa etkinliği varsayımlarına göre, portföyler iyi çeşitlenmişse hesaplanan Sharpe Endeksleri, piyasa portföyü için bulunan değer

etrafında bir küme oluşturacaktır. Ancak portföylerin iyi çeşitlenmediği durumda bulunan oranlar piyasanınkinin altında yada üstünde yer alabilir.⁶⁵

Yatırım fonlarının kendi aralarında ve pazar portföyüne göre performanslarının karşılaştırılmasına olanak tanıyan Sharpe Endeksi, portföylerin farklı risklilik düzeylerini dikkate almamaktadır.

2.3.1.5 M^2 Performans Ölçütü (Modigliani Yöntemi)

Risk ölçütü olarak toplam riski dikkate alan Modigliani Yöntemi Franco ve Leah Modigliani tarafından geliştirilmiştir. Belirli bir getiri ve risk seviyesindeki yatırım fonunun riskinin piyasa riskine eşit olması durumunda sağlayacağı getiriyi ölçmeye imkan tanıyan Modigliani Yöntemi, fonları aynı risk seviyesine getirerek karşılaştırma yapılmasını sağlamaktadır.

M^2 performans ölçütünde Sharpe oranında olduğu gibi risk ölçütü olarak toplam risk veya standart sapma kullanılmaktadır.⁶⁶

$M^2 = r_{p^*} - r_m$ formülü ile hesaplanabilen M^2 Ölçütünde;

$$r_{p^*} = \left[r_p \frac{\sigma_m}{\sigma_p} + \left[1 - \frac{\sigma_m}{\sigma_p} \right] r_f \right] \text{ formülde yerine konulursa;}$$

$$M^2 = \left[r_p \frac{\sigma_m}{\sigma_p} + \left[1 - \frac{\sigma_m}{\sigma_p} \right] r_f \right] - r_m = \left[\frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \right] \sigma_m - (r_m - r_f)$$

$M^2 = (\text{Sharpe Oranı}) \sigma_m - (r_m - r_f)$ olarak bulunacaktır.

Formülde;

M^2 : M^2 Performans Ölçütünü

r_{p^*} : riski düzeltilmiş fon getirisini

r_p : fonun getirisini

⁶⁵ Ayşegül Akgün, “Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: Türkiye Üzerine Bir Çalışma”, T.C. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 1993, s.111.

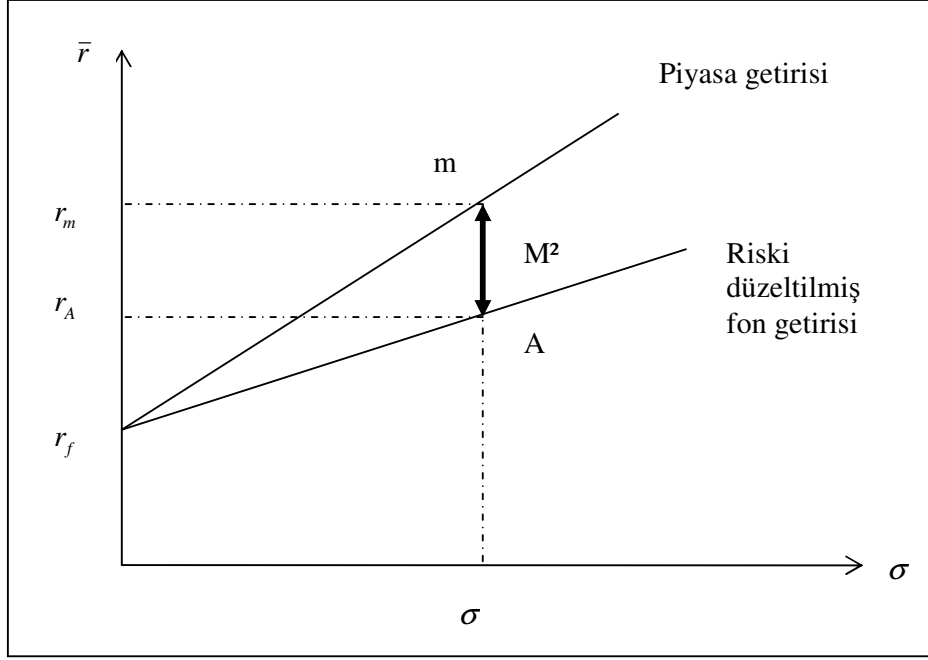
⁶⁶ Suat Teker, Emre Karakum, Osman Tav, “Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi”, 10.Ulusal Finans Kongresi, Dokuz Eylül Üniversitesi, s.9.

r_f : risksiz faiz oranını

σ_p : fonun standart sapmasını

σ_m : pazarın standart sapmasını ifade etmektedir.

Şekil 9: M² Performans Ölçütünün Grafik Gösterimi



Kaynak: Bodie vd, der. Pınar Yalçınkaya, s.56.

M2 değerinin yüksek olması fonun daha iyi performans gösterdiği anlamına gelmektedir.

2.3.1.6 T^2 Performans Ölçütü

Fona risksiz getirili menkul kıymetleri ekleyerek risk düzeltmesi yapan T^2 Performans Ölçütü Treynor Oranını yüzde getiri şekline çevirmektedir.

$$T^2 = r_{p^*} - r_m$$

Fonun piyasaya göre düzeltilmiş getirisi;

$$r_{p^*} = \left[r_p \frac{\beta_m}{\beta_p} + \left[1 - \frac{\beta_m}{\beta_p} \right] r_f \right] \text{ olarak hesaplanır. } r_{p^*} \text{ formülde yerine konulursa;}$$

$$T^2 = \left[r_p \frac{\beta_m}{\beta_p} + \left[1 - \frac{\beta_m}{\beta_p} \right] r_f \right] - r_m = \left[\frac{r_p - r_f}{\beta_p} \right] \beta_m - (r_m - r_f)$$

$$(\beta_m = 1)$$

$$T^2 = Treynor - (r_m - r_f) \text{ olarak elde edilir.}$$

Formülde;

T^2 : T^2 Performans Ölçütünü

r_{p^*} : fonun düzeltilmiş getirisini

r_p : fonun getirisini

r_m : piyasa getirisini

β_m : piyasa beta değerini

β_f : fonun beta değerini ifade etmektedir.

2.3.1.7 Sortino Performans Endeksi

Sortino performans endeksi Frank A. Sortino tarafından 1994 yılında geliştirilmiştir. Sortino performans endeksinde risk başına artık getiri risksiz faiz oranı ile değil minimum kabul edilebilir getiri oranı ile aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır. Kabul edilebilir minimum getirinin altında kalan sapmalar risk olarak algılanmakta ve bu riske Hedefin Altında Kalma Riski adı verilmektedir.⁶⁷

$$SortinoOranı = \frac{\bar{r}_p - MAR}{\sqrt{\sum_{t=0}^T \frac{(r_{pt} - MAR)^2}{T}}}$$

Formülde;

r_{pt} : portföyün t anındaki getirisini,

$\bar{r}_p$: portföyün ortalama getirisini,

MAR : minimum kabul edilebilir getiri oranını,

T : incelenen gün sayısını ifade etmektedir.

⁶⁷ Serpil Canbaş, Serkan Yılmaz Kandır, “Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Aralık 2002, s.12.

Minimum kabul edilebilir getiri oranı yatırımcının elde etmeyi hedeflediği getiri oranıdır. Sortino, riski minimum getiri oranının altında gerçekleşen değer olarak kabul etmiştir. Yani riski portföyün ortalama getirisi altında kalan portföy getiri oranlarının standart sapması olarak hesaplamıştır. Sortino performans endeksinin pozitif olması portföy performansının iyi olduğunu göstermektedir.

2.3.1.8 Değerleme Oranı

Fonun sistematik olmayan riskini dikkate almayan modellere karşın Değerleme Oranı ile fonun alfası sistematik olmayan riske bölünerek bu düzeltme yapılır. Buna göre Değerleme Oranı;

$$DeğerlemeOranı = \frac{\alpha_p}{\sigma_w} \text{ olarak formüle edilebilir.}$$

Formülde;

α_p : fonun Jensen Alfasını,

σ_w : sistematik olmayan riskin kare kökünü ifade etmektedir.

2.3.1.9 Fama Yaklaşımı

Fama, 1978 yılında yaptığı çalışmada, portföy yöneticilerinin çeşitlilik ve zamanlama olmak üzere iki farklı üstünlükleri olduğunu ifade ederek, bunların portföy performansına ayrı ayrı etkilerinin bulunduğunu ileri sürmüştür.⁶⁸

Fama Ölçütü aşağıdaki gibi formüle edilebilir:

Fama Ölçütü=Fon Getirisi-Risksiz Getiri-Toplam Riske Göre Getiri

$$FamaÖlçütü = (r_p - r_f) - \left[\frac{\sigma_p}{\sigma_m} \right] (r_m - r_f)$$

Formülde;

⁶⁸ Uzun, s. 70.

- r_p : fon getirisini
 r_f : risksiz faiz oranını
 r_m : piyasa getirisini
 σ_p : fonun volatilitisini
 σ_m : pazarın volatilitisini ifade etmektedir.

Fama'ya göre mükemmel (tam) çeşitlendirilmiş bir portföyün sistematik olmayan riski ortadan kalkacağından toplam riski sistematik riskine eşit olacaktır. Ancak; portföy yöneticisinin çeşitlendirmeden vazgeçerek düşük değerli menkul kıymeti seçmesi durumunda portföyün toplam performansının çeşitlendirme düzeyini de dikkate alarak ölçülmesi gerektiğini ifade etmiştir. Aynı zamanda yatırım fonu yöneticisinin pazara ilişkin beklentilerine göre portföy içerisinde yer alan menkul kıymetlerin ağırlıklarını değiştirerek portföy performansını artırabilmek için farklı stratejiler uygulayabileceğini ifade etmiştir. Pazara ilişkin beklentileri yükselme yönünde ise beta katsayısı yüksek yatırım araçları portföye alınacaktır.

2.3.2 Zamanlama Ve Seçicilik Kabiliyetlerini Dikkate Alan Çok Kriterli Modeller

Tek kriterli modeller portföy performansının ölçümünde seçicilik kabiliyetini değerlendirmektedir. Yatırım fonu performansını belirleyen diğer bir unsur da zamanlama kabiliyetidir. Çok kriterli modeller yardımıyla fon yöneticisinin seçicilik kabiliyetinin yanı sıra zamanlama kabiliyeti de performans ölçümü ile değerlendirilmektedir.

Portföy yöneticileri fon performansını zamanlamaya bağlı olarak arttırabilmek amacıyla temel olarak iki tür yöntemle başvurmaktadır. Birincisi, piyasa değişimine bağlı olarak hisse senedi endeksinin artacağı beklendiğinde, portföy yöneticisi fondaki hisse senedi ağırlığını arttıracak olup, tersi bir beklentide fondaki tahvil oranını yükseltmeyi tercih edecektir. Yönetici için piyasa zamanlaması yapılabilmesinin diğer bir yöntemi ise, piyasanın hareketlerine bağlı olarak portföyün ortalama beta katsayısı değerini ayarlamasıdır. Bu nedenle, piyasa yükseleceği zaman yönetici tarafından fonun Pazar hareketlerinden daha fazla etkilenmesini sağlamak amacıyla portföyün beta katsayısı değeri arttırılmaktadır. Yönetici

piyasanın düşeceği beklentisini taşıdığı takdirde; fondaki yüksek betalı hisse senetleri satılmakta ve portföyün beta katsayısının düşürülmesi için (piyasadaki düşme hareketinden daha az etkilenilmesi amacıyla) düşük betalı hisse senetleri portföye dahil edilmektedir.⁶⁹

2.3.2.1 Treynor-Mazuy Yöntemi (Kuatratik Regresyon Modeli)

Treynor ve Mazuy tarafından 1966 yılında geliştirilen Kuadratık Regresyon Modeli, fon betalarının zaman içerisinde sabit olmayacağı, fon yöneticisinin piyasa hareketlerini önceden tahmin etmeye çalışması nedeniyle fonun riskinin değişeceği varsayımına dayanır. Modelin temel denklemi;

$$r_{pt} - r_{ft} = a + b(r_{mt} - r_{ft}) + c(r_{mt} - r_{ft})^2 + \varepsilon_{pt} \text{ olarak formüle edilebilir. Formülde;}$$

r_{pt} : fonun getirisini,

r_{ft} : risksiz menkul kıymetin getiri oranını,

r_{mt} : piyasa getirisini,

a : fon yöneticisinin seçicilik kabiliyetini,

b : fonun sistematik riskini (betasını),

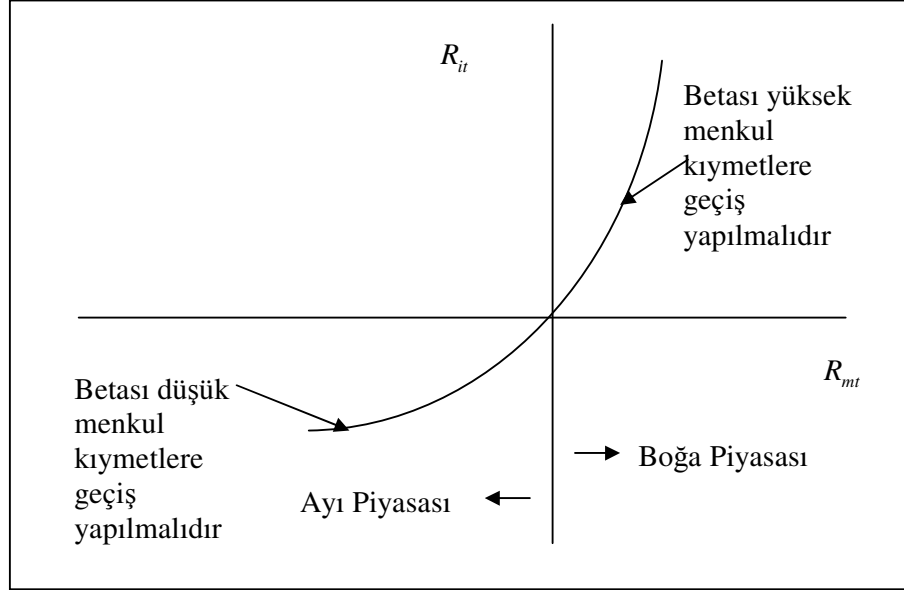
c : fon yöneticisinin zamanlama kabiliyetini göstermektedir.

c katsayısının pozitif olarak bulunması fon yöneticisinin zamanlama kabiliyetinin olduğu, sıfır olması zamanlama kabiliyetinin olmadığı, negatif bulunması ise fon yöneticisinin kötü zamanlama yaptığını göstermektedir.

Piyasa hareketlerinin önceden tahmin edilebilmesi anlamına gelen zamanlama kabiliyeti, fon yöneticisi piyasa hareketleri konusundaki tahminleri doğrultusunda piyasanın yükselmesini bekliyorsa betası büyük olan menkul kıymetleri portföye dahil etmesini; piyasanın düşmesini bekliyorsa betası düşük yatırım araçlarını portföye almasını gerekli kılar.

⁶⁹ Fazıl Gökçöz, **A Tipi Karma Yatırım Fonlarının Stil Analizi ve Performans Değerlendirmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları Yayın No:188, Ankara 2005, s.41.

Şekil 10: Piyasa Zamanlamasına Sahip Bir Portföy Yöneticisinin Eğrisel Karakteristik Doğrusu



Kaynak: Veli Akel, "Portföy Performansının Değerlendirilmesi Ders Notu", Kasım 2006, s.11. (http://iibf.bozok.edu.tr/akademik/veli_akil/portfoy_performansi.pdf) (03.03.2007)

2.3.2.2 Henricksson-Merton Yöntemi (Kukla Değişkenli Regresyon Yöntemi)

Henricksson ve Merton tarafından 1981 yılında geliştirilen Kukla Değişkenli Regresyon Modelinde fon yöneticisinin piyasa hareketlerini tahmin edebileceği, ancak bu trendin ne kadar devam edeceğini tahmin edemeyeceği varsayımına dayanır.

Kukla Değişkenli Regresyon Modeli;

$$r_{pt} - r_{ft} = a + b(r_{mt} - r_{ft}) + c[D_t(r_{mt} - r_{ft})] + \varepsilon_{pt} \quad \text{şeklinde formüle edilebilir.}$$

Formülde;

r_{pt} : fonun getirisini,

r_{ft} : risksiz menkul kıymetin getiri oranını,

r_{mt} : piyasa getirisini,

a : fon yöneticisinin seçicilik kabiliyetini,

b : fonun sistematik riskini (betasını),

c : fon yöneticisinin zamanlama kabiliyetini

D : kukla değişkeni ifade eder. Piyasa getirisinin fon getirisinden fazla olması durumunda sıfır değerini alan kukla değişken, piyasa getirisinin fon getirisinden küçük olması durumunda eksi bir değerini almaktadır.

$$(R_m \rangle R_f \Rightarrow D = 0, R_m \langle R_f \Rightarrow D = -1)$$

2.4 Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi Üzerine Yapılan Bazı Çalışmalar

Yatırım fonlarının performans değerlendirmesi konusundaki ilk çalışma 1962 yılında, 1953-1958 dönemindeki 152 yatırım fonunun performansını inceleyen Friend, Brown, Herman ve Vickers tarafından yapılmış ve yatırım fonlarının pazar endeksinden üstün performans göstermediği sonucuna ulaşılmıştır.⁷⁰

1965 yılındaki çalışması ile Treynor, Modern Portföy Teorisi ve Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modelini kullanarak kendi adıyla anılan performans değerlendirme modelini geliştirmiştir.⁷¹

1966 yılında yaptığı çalışma ile Sharpe, 1954-1963 yılları arasında 34 yatırım fonunun performanslarını değerlendirmiş; 23 fonun gösterge portföyden düşük, 11 fonun ise yüksek performans gösterdiği sonucuna ulaşmıştır.⁷²

1966 yılındaki çalışması ile Treynor ve Mazuy 1953-1962 yılları arasındaki 57 yatırım fonunun performansını incelemiş, fonların piyasa zamanlama kabiliyetine sahip olduklarına dair bir bulgu elde edememişlerdir.⁷³

1968 yılında Jensen 1945-1964 dönemindeki 115 yatırım fonu üzerinde yaptığı çalışma ile fonların piyasaya göre düşük performans gösterdiği ve yatırım fonlarının performansının tutarlı olmadığı sonucuna ulaşmıştır.⁷⁴

⁷⁰ I. Friend vd, "A Study of Mutual Funds", U.S. Government Printing Office, Washington D.C., 1962.

⁷¹ Jack L. Treynor, "How to Rate Management Investment of Funds", **Harvard Business Review**, Vol.43(1), 1965, 63-75.

⁷² William F. Sharpe, "Mutual Fund Performance", **Journal of Business**, Vol.39 (2), 1966, 119-138.

⁷³ J.L. Treynor ve K.K.Mazuy, "Can Mutual Funds Outguess The Market?", **Harvard Business Review**, Vol.44, 1966, 131-136.

1970 yılında Carlson 1948-1967 dönemindeki 82 yatırım fonu üzerine yaptığı çalışma ile yatırım fonlarının performans değerlendirmesinin seçilen gösterge portföye duyarlı olduğunu ve yatırım fonlarının performansının tutarlı olmadığını, geçmiş performanstan yola çıkılarak gelecek performansın tahmin edilemeyeceği sonucuna ulaşmıştır.⁷⁵

1974 yılında yaptığı çalışma ile McDonald, 1960-1969 dönemindeki 123 yatırım fonunun performansını incelemiş, yatırım fonlarının risk seviyesi ve getirileri arasında aynı yönlü ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.⁷⁶

1984 yılındaki çalışması ile Henricksson 1968-1980 dönemindeki 116 yatırım fonunun Henricksson-Merton yöntemi ile performansını incelemiş, fonların piyasadan üstün performans gösteremedikleri sonucuna ulaşmıştır.⁷⁷

Ippolito 1989 yılındaki çalışması ile 1965-1984 dönemindeki 143 yatırım fonunun incelemiş ve fonların yönetim ücretleri ve harcamaları çıkarıldığında piyasadan daha yüksek performans gösterdiği sonucuna ulaşmıştır.⁷⁸

1991 yılındaki çalışmaları ile Eun, Kolodny ve Resnick, 1977-1986 dönemindeki 19 uluslar arası yatırım fonunu Sharpe yöntemi ile analiz etmiş ve fonların çoğunun piyasadan üstün performans gösteremedikleri sonucuna ulaşmıştır.⁷⁹

⁷⁴ M. Jensen, "Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", **Journal of Finance**, Vol.23 (2), 1968, 389-416.

⁷⁵ Robert S. Carlson, "Aggregate Performance of Mutual Funds, 1948-1967", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.5(1), 1970, 1-32.

⁷⁶ John G., McDonald "Objectives and Performance of Mutual Funds, 1960-1969", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.9(3), 1974, 311-333.

⁷⁷ Roy D. Henricksson, "Market Timing and Investment Performance: An Empirical Investigation", **Journal of Business**, Vol.57(1), 1984, 73-96.

⁷⁸ Richard A. Ippolito, "Efficiency With Costly Information: A Study Of Mutual Fund Performance: 1965-1984", **The Quarterly Journal Of Economics**, Vol.104(1), 1989, 1-23.

⁷⁹ C.S. Eun, R. Kolodny, B.G. Resnick, "U.S. Based International Mutual Funds: A Performance Evaluation", **The Journal of Portfolio Management** 17, Spring 1991, s. 88-94.

Grinblatt ve Titman 1992 yılındaki çalışmaları ile 1975-1984 yılları arasındaki 279 yatırım fonunun performans devamlılığını incelemiş ve yatırım fonlarının performansında pozitif devamlılık olduğu sonucuna ulaşmışlardır.⁸⁰

Graham ve Harvey 1997 yılındaki çalışmaları ile 1983-1995 dönemindeki 326 yatırım fonunun performansını incelemiş ve yatırım fonları ile piyasa endeksinin risk düzeylerinin aynı seviyeye getirilerek karşılaştırılmasına olanak sağlayan yeni bir yöntem olarak Graham-Harvey Performans Testini geliştirmiştir.⁸¹

1998 yılındaki çalışması ile Karacabey 1994-1998 yılları arasındaki 31 yatırım fonunun performansını incelemiş ve yatırım fonlarının piyasaya göre üstün performans göstermediği sonucuna ulaşmıştır.⁸²

Redman, Gulet ve Manakyan 2000 yılında yaptıkları çalışma ile, 1985-1994, 1985-1989 ve 1990-1994 yılları arası üç dönem için 5 uluslar arası yatırım fonunun Sharpe, Treynor ve Jensen yöntemleri ile performansını değerlendirmişler ve genel olarak yatırım fonlarının başarısız olduklarını bulmuşlardır.⁸³

2000 yılındaki çalışması ile Karacabey ve Karatepe Ocak 1997-Temmuz 1999 arası 30 aylık dönemde 9 yatırım fonunun performansını incelemiş ve Graham-Harvey yöntemine göre de yatırım fonlarının piyasadan üstün performans gösteremediği sonucuna ulaşmıştır.⁸⁴

2001 yılındaki çalışmaları ile Bollen ve Buse 1985-1995 yılları arasındaki 230 yatırım fonunun zamanlama kabiliyeti üzerine çalışmış ve aylık veriler yerine günlük

⁸⁰ Mark Grinblatt, Sheridan Titman, "The Persistence of Mutual Fund Performance", **Journal of Finance**, Vol.47, No.5, 1992, 1977-1984.

⁸¹ John R. Graham, Campbell R. Harvey, "Market Timing Ability and Volatility Implied in Investment Newsletters' Asset Allocation Recommendations", **Financial Analysis Journal**, Vol.42, 397-422.

⁸² A. Argun Karacabey, **A Tipi Yatırım Fonlarının Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**, Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları:21, Ankara, Aralık 1998.

⁸³ Arnold R. Redman, N. S. Gullett, Herman Manakyan, "The Performance of Global and International Mutual Funds", **Journal of Financial and Strategic Decisions**, Vol 13(1), Spring 2002, s.75-85.

⁸⁴ Yalçın Karatepe, A.Argun Karacabey, "A-Tipi Yatırım Fonları Performansının Yeni Bir Yöntem Kullanılarak Değerlendirilmesi: Graham-Harvey Performans Testi", **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 55(2), 2000, 55-67.

verilerin kullanılması durumunda daha yüksek zamanlama kabiliyeti sonucuna ulaşıldığını bulmuşlardır.⁸⁵

2002 yılındaki çalışması ile Kılıç 1999-2001 dönemindeki 140 yatırım fonunun performansını incelemiş ve yatırım fonlarının genel olarak piyasadan üstün performans göstermediği sonucuna ulaşmıştır.⁸⁶

2002 yılındaki çalışmaları ile Canbaş ve Kandır 1996-2000 dönemindeki 81 yatırım fonunun portföylerinin büyük kısmını temsil eden endeksler ve repo getirileri ile kıyaslandığında başarılı olamadığı ve bunlardan rastgele oluşturulabilecek bir portföyden daha iyi performans gösteremedikleri sonucuna ulaşmışlardır.⁸⁷

2004 yılındaki çalışmaları ile Canbaş ve Kandır 1996-2000 yılları arasındaki 81 yatırım fonunun performans devamlılığını incelemiş ve incelenen yatırım fonlarının performanslarının devamlılık göstermediği sonucuna ulaşmışlardır.⁸⁸

Yatırım fonlarının performans değerlendirmesi üzerine yapılan çalışmalarda genel olarak yatırım fonlarının piyasadan üstün performans gösteremedikleri, zamanlama kabiliyetine sahip olmadıkları ve performanslarının devamlılık göstermediği yönünde sonuçlar elde edilmiş olup; bu çalışma ile 2002-2006 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren A tipi karma yatırım fonları açısından performans analizi yapılacak ve yatırım fonlarının zamanlama kabiliyetleri ve performanslarının devamlılığı test edilecektir.

⁸⁵ Nicolas P.B. Bollen, Jeffrey A. Busse, “On the Timing Ability of Mutual Fund Managers”, **Journal Of Finance**, Vol.56, No.3, June 2001, 1075-1094.

⁸⁶ Saim Kılıç, “Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi”, Mart Matbaacılık, Ankara, 2002.

⁸⁷ Serpil Canbaş, Serkan Yılmaz Kandır, “Türkiyedeki Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Aralık 2002, 13-19.

⁸⁸ Serpil Canbaş, Serkan Yılmaz Kandır, “Türkiyedeki Yatırım Fonları Performanslarının Tutarlılığının İncelenmesi, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Mart 2004.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

A TİPİ KARMA YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ: 2002-2006 YILLARI ARASI TÜRKİYE UYGULAMASI

3.1 Uygulamanın Amacı

Sermaye piyasası araçları içerisinde giderek daha da önem kazanan bir yatırım aracı olan yatırım fonlarının hem fon kurucu ve yöneticilerinin amaçlarına ulaşım ulaşılmadıklarının tespitinde hem de alternatif yatırım fonları ve yatırım araçları arasında karşılaştırılmasında performans değerlendirmesi çalışmaları yapılmaktadır. Performans değerlendirmesi 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 tanımaktadır.

Performans değerlendirme yöntemlerinde kullanılan verilerin geçmiş dönemlere ait olması ve geçmişteki performansın gelecekte de devam edeceğine ilişkin bir kesinliğin bulunmamasına rağmen performans değerlendirmesi yine de gelecek dönemler açısından fikir sağlamaktadır.

Bu çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren A tipi karma yatırım fonlarının incelenen dönemdeki performans ölçümünün yapılması ve performanslarının devamlılığının incelenmesi amaçlanmıştır.

Çalışma kapsamında incelenmek üzere; belli bir yatırım aracına yoğunluk verilerek oluşturulan yatırım fonları yerine, sermaye piyasası araçlarından en az iki tanesinden ve bunları en az %20 oranlarında içerecek şekilde oluşturulan, yani daha dengeli bir portföy yapısına sahip A tipi karma yatırım fonları seçilmiştir. A tipi karma yatırım fonları; orta-yüksek risk grubuna dahil, değişken ve sabit getirili sermaye piyasası enstrümanlarını içeren, daha dengeli bir portföy yapısına sahip ve orta-uzun vadede katılma belgesi sahiplerine yüksek ve istikrarlı bir getiri sunmayı hedefleyen bir yatırım aracı olarak ölçülü risk almayı tercih eden ve orta-uzun vadede yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcılara yönelik bir fondur.

3.2 Uygulamanın Yöntemi

Uygulamada, incelenen dönem içerisinde sürekli ve kesintisiz veriye sahip 13 adet A tipi karma yatırım fonunun ay sonu birim fiyatlarından yola çıkılarak getirileri hesaplanmış ve verilerin analizinde seçicilik ve zamanlama kabiliyetini birlikte ölçen Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton (Kukla Değişkenli) Performans Değerlendirme Modelleri kullanılmıştır.

Analize dahil edilen yatırım fonları Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6: Analize Dahil Edilen Yatırım Fonları

ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON
İNER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON

3.2.1 Yatırım Fonlarının Getirileri

Çalışmada değerlendirilen yatırım fonlarının aylık getirileri;

$$r_p = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}} \text{ formülü yardımıyla hesaplanmıştır.}$$

Formülde;

r_p : fonun aylık getirisini,

V_t : fonun ay sonundaki değerini,

V_{t-1} : fonun ay başındaki değerini ifade etmektedir.

Çalışmada kullanılan veriler Sermaye Piyasası Kurulu'nun aylık bültenlerinden alınmış olup; hatalı olabileceği düşünülen veriler İş Yatırım'ın internet sitesinden (www.isyatirim.com.tr) kontrol edilerek düzeltilmiştir.

3.2.2 Risksiz Getiri

Çalışmada risksiz faiz oranı olarak Devlet İç Borçlanma Senedi Endeksi kullanılmıştır. Devlet İç Borçlanma Senedi Endeksinin her ay sonu itibarıyla değerine ilişkin veriler Sermaye Piyasası Kurulu'nun aylık bültenlerinden alınmıştır.

3.2.3 Piyasa Gösterge Endeksi

Çalışmada piyasa gösterge endeksi olarak, Ulusal Pazar için temel endeks olarak kabul edilmesi nedeniyle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Ulusal 100 endeksi kullanılmıştır. İMKB Ulusal 100 endeksinin aylık getirilerinin hesaplanmasında;

$$r_p = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}} \text{ formülü kullanılmıştır.}$$

Formülde;

r_p : endeksin aylık getirisini,

V_t : endeksin ay sonundaki değerini,

V_{t-1} : endeksin ay başındaki değerini ifade etmektedir.

3.2.4 Standart Sapma

Çalışmada standart sapma değerleri $\sigma = \sqrt{\sum (r_t - \bar{r}_d)^2 / (T - 1)}$ formülü yardımıyla Excel programı kullanılarak hesaplanmıştır.

3.3 Performans Değerlendirmesine İlişkin Elde Edilen Sonuçlar

Çalışmada 2002-2006 yılları arasında kesintisiz veriye sahip 13 adet A tipi karma yatırım fonu Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton performans değerlendirme yöntemleri çerçevesinde E-views programı yardımıyla regresyon analizine tabi tutulmuş ve elde edilen sonuçlar ve yatırım fonlarının performanslarının devamlılığına ilişkin değerlendirmeler dört alt bölümde analiz edilmeye çalışılmıştır. Analizde kullanılan veriler Ek 4'te, regresyon analizi sonucu elde edilen E-views çıktıları ise Ek 5 ve Ek 6'da yer almaktadır.

3.3.1 Kuadratik Regresyon Modeline Göre Yatırım Fonlarının Performans Sonuçları

Çalışmanın üçüncü kısmında 13 adet A tipi karma yatırım fonu, İMKB-100 Endeksi ve DİBS Endeksine ilişkin aylık getiriler kullanılarak 2002-2006 yılları arası yatırım fonlarının gösterdiği performans analiz edilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda öncelikle fonlara ait getiri ve riskler hesaplanmış olup gösterge portföy olan İMKB-100 endeksi ile karşılaştırılmıştır. Ham getiriler çerçevesinde 2002-2006 yıllarını kapsayan 5 yıllık dönemde yatırım fonlarının ortalama getirisi 0,01934, piyasa gösterge endeksi olan İMKB-100 endeksinin ortalama getirisi ise 0,02395 olarak hesaplanmıştır. Buna karşılık incelenen dönemde yatırım fonlarının ortalama riskinin göstergesi olan ortalama standart sapması 0,01184 olarak bulunmuşken, piyasa getirisinin riski 0,10632'dir. Bu hesaplamalar ışığında, fonların gösterge endekse göre daha az risk taşıdığı ve daha düşük ortalama getiri sağladığı sonucuna ulaşılmış olup, bu sonuç FVFM'ni desteklemektedir.

Kuadratik Regresyon Modeli; çalışmanın ikinci bölümünde bahsedildiği gibi Treynor Mazuy tarafından geliştirilmiş ve aşağıdaki gibi formüle edilmiştir.

$$r_{pt} - r_{ft} = a + b(r_{mt} - r_{ft}) + c(r_{mt} - r_{ft})^2 + \varepsilon_{pt}$$

Formülde yer alan a fonun seçicilik kabiliyetini, c ise fonun zamanlama kabiliyetini göstermektedir. c katsayısının pozitif olarak bulunması fonun zamanlama kabiliyetinin olduğunu, yani piyasa hareketlerini önceden tahmin edebildiğini; c katsayısının negatif bulunması ise fonun zamanlama kabiliyetinin

olmadığını, yani fon yöneticisinin portföyü oluşturacak araçların seçiminde konjonktürü iyi tahmin edemediğini göstermektedir.

Çalışma kapsamında TM Modeli 2002-2006 yılları arası 5 yıllık dönemde kesiksiz veriye sahip 13 adet A tipi karma yatırım fonuna uygulanmıştır. Bağımsız değişken olarak piyasa endeksinin (IMKB-100 Endeksi) risksiz faiz oranı (DİBS Endeksi) üzerinde sağladığı ek getiri, bağımlı değişken olarak her bir fonun risksiz faiz oranı (DİBS Endeksi) üzerinde sağladığı ek getiri kullanılmış ve veriler E-views programı aracılığıyla kuadratik regresyon analizine tabi tutulmuştur. Kuadratik regresyon analizinden elde edilen sonuçlar Ek 5'te verilmiştir.

Regresyon analizi ile elde edilen ham sonuçlara göre incelenen dönemde çalışma kapsamındaki 13 yatırım fonunun 11 tanesinin seçicilik ve zamanlama kabiliyetinin iyi olduğu; 2 tanesinin ise zamanlama kabiliyetinin iyi ancak seçicilik kabiliyetinin kötü olduğu bulunmuştur. Zamanlama kabiliyetine sahip olup seçicilik kabiliyeti kötü olan iki yatırım fonu; Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon ve İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon'dur.

Fonların seçicilik kabiliyetinin göstergesi olan a katsayısı değerlerine ilişkin sonuçlar Tablo 7'de verilmiştir.

Elde edilen sonuçlara göre a değerlerinin ortalaması 0,003441 olarak bulunmuş olup, bu sonuç fon yöneticilerinin ortalama olarak seçicilik kabiliyetine sahip oldukları anlamına gelmektedir. Teker teker fonlar bazında elde edilen sonuçlara göre ise, 11 adet fonun a katsayısının pozitif olduğu yani seçicilik kabiliyetine sahip olduğu, 2 adet fonun a katsayısının ise negatif olduğu yani seçicilik kabiliyetinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Özetle, incelenen dönemde A tipi karma yatırım fonlarının 11 tanesi iyi seçicilik performansı göstermişken, sadece 2 tanesinin seçicilik performansı kötüdür. Bulunan bu sonuçlara göre seçicilik kabiliyetinin göstergesi olan a katsayısına göre sıralanan fonlar Tablo 8'de gösterilmiştir.

Tablo 7: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Hesaplanan a Katsayılarına İlişkin İstatistikler

	a
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,002322
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,004919
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,002645
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,007884
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,006169
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,000602
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,001052
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,000187
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,006134
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,006381
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,001494
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,005710
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,000807
ORTALAMA	0,003441
STANDART SAPMA	0,002861
EN BÜYÜK	0,007884
EN KÜÇÜK	-0,000602

Tablo 8: Kuadratik Regresyon Modeliyle Hesaplanan Alfa Katsayılarına Göre Fonların Seçicilik Kabiliyetlerinin Sıralanması

		<i>a</i>
1	EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,007884
2	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,006381
3	FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,006169
4	T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,006134
5	TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,00571
6	DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,004919
7	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,002645
8	ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,002322
9	T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,001494
10	GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,001052
11	YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,000807
12	İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,000187
13	GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,000602

Tablodan da görüldüğü üzere incelenen dönemde seçicilik kabiliyeti en yüksek olan fon Evgin Yatırım Menkul Değerler; seçicilik kabiliyetine sahip olmayan fonlar ise İnter Yatırım Menkul Değerler ve Gedik Yatırım Menkul Değerler olarak bulunmuş olup, diğer fonlar için hesaplanan alfa katsayısının pozitif olması sebebiyle seçicilik kabiliyetine sahip oldukları belirlenmiştir.

Kuadratik Regresyon Modeline göre hesaplanan alfa değerlerinin istatistiki olarak sıfırdan farklı olup olmadığının test edilmesinde çift taraflı t-testi yapılmış ve her bir katsayının hesaplanan p değerinin $\alpha = 0,05$ anlamlılık düzeyinde anlamlı olup olmadığı test edilmiştir. Test sonuçlarına göre pozitif a katsayısına sahip fonların hiçbirisinin %5 ve %10 güvenilirlik düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olmadığı, yani fonların gerçek anlamda seçicilik kabiliyetine sahip olmadıkları; negatif a katsayısına sahip 2 adet fonun da istatistiki olarak anlamlı olmadığı, yani gerçek anlamda kötü seçicilik kabiliyetine sahip olmadıkları sonucuna ulaşılmıştır. Teste ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 9'da özetlenmiştir.

Tablo 9: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Alfa Katsayılarının % 5 Güvenilirlik Düzeyinde Anlamlılığı

	a katsayısı	t-istatistiği	p değeri	
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,002322	0,513023	0,6100	Anlamsız
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,004919	1,245309	0,2182	Anlamsız
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,002645	0,625958	0,5339	Anlamsız
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,007884	1,202470	0,2342	Anlamsız
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,006169	1,226291	0,2252	Anlamsız
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,000602	-0,102964	0,9184	Anlamsız
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,001052	0,173822	0,8626	Anlamsız
İTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,000187	-0,043620	0,9654	Anlamsız
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,006134	1,255746	0,2144	Anlamsız
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,006381	1,460194	0,1498	Anlamsız
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,001494	0,359045	0,7209	Anlamsız
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,005710	0,598534	0,5519	Anlamsız
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,000807	0,145315	0,8850	Anlamsız

Fonların sistematik riskinin ölçüsü olan b katsayısı yani beta değerlerine ilişkin sonuçlar ve hesaplanan beta değerlerine göre fonların sıralanması Tablo 10 ve Tablo 11'de özetlenmiştir.

Tablo 10: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Beta Katsayılarına İlişkin İstatistikler

	<i>b</i>
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,326736
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,217623
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,227724
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,380242
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,334895
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,361528
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,481672
İNER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,297992
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,332502
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,280426
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,176899
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,293797
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,364471
ORTALAMA	0,313577
STANDART SAPMA	0,079355
EN BÜYÜK	0,481672
EN KÜÇÜK	0,176899

Tablo 11: Kuadratik Regresyon Modeliyle Hesaplanan Beta Katsayılarına Göre Fonların Sıralanması

	<i>b</i>
1 GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,481672
2 EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,380242
3 YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,364471
4 GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,361528
5 FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,334895
6 T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,332502
7 ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,326736
8 İNER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,297992
9 TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,293797
10 T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,280426
11 ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,227724
12 DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,217623
13 T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,176899

Kuadratik regresyon yöntemine göre hesaplanan beta katsayılarının ortalaması 0,313577, en büyük değeri 0,481672, en küçük değeri 0,176899, standart sapması 0,079355 olarak bulunmuştur. Elde edilen bu sonuçlara göre en yüksek sistematik riske sahip yatırım fonu Global Menkul Değerler A Tipi Karma

Fon, en düşük sistematik riske sahip yatırım fonu ise T. Halk Bankası A Tipi Karma Fon olmuştur.

Kuadratik Regresyon Modeline göre hesaplanan beta değerlerinin istatistiki olarak sıfırdan farklı olup olmadığının test edilmesinde çift taraflı t-testi yapılmış ve her bir katsayının hesaplanan p değerinin $\alpha = 0,05$ anlamlılık düzeyinde anlamlı olup olmadığı test edilmiştir. Test sonuçlarına göre bütün fonlar için hesaplanan beta değerlerinin istatistiki olarak da anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Teste ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 12'de özetlenmiştir.

Tablo 12: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Beta Katsayılarının % 5 Güvenilirlik Düzeyinde Anlamlılığı

	b katsayısı	t- istatistiği	p değeri	
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,326736	6,744176	0,0000	Anlamlı
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,217623	5,146548	0,0000	Anlamlı
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,227724	5,033826	0,0000	Anlamlı
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,380242	5,417350	0,0000	Anlamlı
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,334895	6,218588	0,0000	Anlamlı
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,361528	5,77237	0,0000	Anlamlı
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,481672	7,432111	0,0000	Anlamlı
İNER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,297992	6,488815	0,0000	Anlamlı
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,332502	6,358403	0,0000	Anlamlı
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,280426	5,994578	0,0000	Anlamlı
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,176899	3,971876	0,0002	Anlamlı
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,293797	2,876571	0,0057	Anlamlı
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,364471	6,129245	0,0000	Anlamlı

Fonların zamanlama kabiliyetinin göstergesi olan c katsayısı değerlerine ilişkin sonuçlar Tablo 13'te belirtildiği gibidir:

Tablo 13: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Hesaplanan c Katsayılarına İlişkin İstatistikler

	c
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,609959
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,720117
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,694073
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,687952
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,344089
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,225871
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,622104
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,904370
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,391164
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,459962
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,807377
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,592356
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,195317
ORTALAMA	0,558055
STANDART SAPMA	0,219258
EN BÜYÜK	0,90437
EN KÜÇÜK	0,195317

Kuadratik regresyon yöntemine göre hesaplanan fonların zamanlama kabiliyetinin göstergesi olan c katsayılarının ortalaması 0,558055 olarak bulunmuş olup, bu durum fon yöneticilerinin ortalama olarak zamanlama kabiliyetine sahip oldukları anlamına gelmektedir. Teker teker fonlar bazında elde edilen sonuçlara göre de incelenen 13 adet fonun c katsayısının pozitif olduğu yani zamanlama kabiliyetine sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Özetle, incelenen dönemde 13 A tipi karma yatırım fonu piyasa hareketlerinin tahmininde iyi performans göstermiştir.

Tablo 14, Kuadratik Regresyon Modeline göre yatırım fonlarının zamanlama performansına göre sıralamasını vermektedir. Tablodan da görüldüğü üzere incelenen dönemde zamanlama kabiliyeti en yüksek olan fon İnter Yatırım Menkul Değerler; zamanlama kabiliyeti en düşük olan fon ise Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon olmuştur.

Tablo 14: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Yatırım Fonlarının Zamanlama Performansına Göre Sıralaması

c		
1	İTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,904370
2	T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,807377
3	DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,720117
4	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,694073
5	EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,687952
6	GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,622104
7	ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,609959
8	TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,592356
9	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,459962
10	T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,391164
11	FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,344089
12	GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,225871
13	YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,195317

Kuadratik Regresyon Modeline göre hesaplanan c değerlerinin istatistiki olarak sıfırdan farklı olup olmadığının test edilmesinde çift taraflı t-testi yapılmış ve her bir c katsayısının hesaplanan p değerinin $\alpha = 0,05$ anlamlılık düzeyinde anlamlı olup olmadığı test edilmiştir. Teste ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 15’de özetlenmiştir.

Tablo 15: Kuadratik Regresyon Modeline Göre Hesaplanan c Katsayılarının %5 Güvenilirlik Düzeyinde Anlamlılığı

	c katsayısı	t- istatistiği	p değeri	
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,609959	2,850259	0,0061	Anlamlı
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,720117	3,855373	0,0003	Anlamlı
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,694073	3,473325	0,0010	Anlamlı
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,687952	2,218894	0,0306	Anlamlı
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,344089	1,446459	0,1536	Anlamsız
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,225871	0,816441	0,4177	Anlamsız
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,622104	2,173080	0,0340	Anlamlı
İTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,904370	4,458181	0,0000	Anlamlı
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,391164	1,693415	0,0959	Anlamsız
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,459962	2,225941	0,0301	Anlamlı
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,807377	4,103908	0,0001	Anlamlı
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,592356	1,312990	0,1945	Anlamsız
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,195317	0,743594	0,4602	Anlamsız

t-testi sonucu piyasa zamanlaması anlamlı çıkan 13 fonun 5 tanesinin %5 anlamlılık düzeyinde c katsayılarının istatistiki olarak anlamsız olduğu, yani gerçek anlamda iyi zamanlama göstermedikleri, sadece 8 fonun gerçek anlamda iyi

zamanlama performansına sahip oldukları sonucuna ulaşılmıştır. %10 güvenilirlik düzeyinde ise, 9 yatırım fonunun piyasa zamanlamasını gösteren c katsayıları istatistiki olarak anlamlıdır, yani %10 güvenilirlik düzeyinde 9 yatırım fonu gerçek anlamda iyi zamanlama performansına sahiptir.

3.3.2 Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Yatırım Fonlarının Performans Sonuçları

Kukla Değişkenli Regresyon Modeli; çalışmanın II. Bölümünde bahsedildiği gibi Henricksson ve Merton tarafından geliştirilmiş ve aşağıdaki gibi formüle edilmiştir.

$$r_{pt} - r_{ft} = a + b(r_{mt} - r_{ft}) + c[D_t(r_{mt} - r_{ft})] + \varepsilon_{pt}$$

Formülde a seçicilik kabiliyetini, b sistematik riskin ölçüsü olan beta katsayısını, c zamanlama kabiliyetini, D ise yükselen ve düşen piyasaları temsil eden kukla değişkeni göstermektedir.

Çalışma kapsamında HM Modeli 2002-2006 yılları arası 5 yıllık dönemde kesiksiz veriye sahip 13 adet A tipi karma yatırım fonuna uygulanmıştır. Bağımsız değişken olarak piyasa endeksinin (İMKB-100 Endeksi) risksiz faiz oranı (DİBS Endeksi) üzerinde sağladığı ek getiri, bağımlı değişken olarak her bir fonun risksiz faiz oranı (DİBS Endeksi) üzerinde sağladığı ek getiri kullanılmış ve veriler E-views programı aracılığıyla doğrusal regresyon analizine tabi tutulmuştur. Kukla değişkenli regresyon analizinden elde edilen sonuçlar Ek 6'da verilmiştir.

Regresyon analizi ile elde edilen ham sonuçlara göre incelenen dönemde çalışma kapsamındaki 13 yatırım fonunun tamamı için seçicilik kabiliyetinin iyi olduğu ancak zamanlama kabiliyetinin kötü olduğu bulunmuştur.

Fonların seçicilik kabiliyetinin göstergesi olan a katsayısı değerlerine ilişkin sonuçlar Tablo 16'da belirtildiği gibidir.

Tablo 16: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Hesaplanan a Katsayılarına İlişkin İstatistikler

	a
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,027895
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,031559
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,028912
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,039361
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,024490
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,023730
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,037821
İNER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,035743
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,027430
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,025278
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,026817
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,048195
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,017362
ORTALAMA	0,030353
STANDART SAPMA	0,008102
EN BÜYÜK	0,048195
EN KÜÇÜK	0,017362

Elde edilen sonuçlara göre a değerlerinin ortalaması 0,028422 olarak bulunmuş olup, bu durum fon yöneticilerinin ortalama olarak seçicilik kabiliyetine sahip oldukları anlamına gelmektedir. Teker teker fonlar bazında elde edilen sonuçlara göre de 13 adet fonun hepsinin a katsayısının pozitif olduğu yani fonların seçicilik kabiliyetine sahip oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Bulunan bu sonuçlara göre seçicilik kabiliyetinin göstergesi olan a katsayısına göre sıralanan fonlar Tablo 17’de gösterilmiştir.

Tablodan da görüldüğü üzere incelenen dönemde seçicilik kabiliyeti en yüksek olan fon Tacirler Menkul Değerler; seçicilik kabiliyeti en düşük olan fon ise Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma fon olarak bulunmuş olup, bütün fonlar için hesaplanan alfa katsayısının pozitif olması sebebiyle genel olarak incelenen fonların seçicilik kabiliyetine sahip oldukları belirlenmiştir.

Tablo 17: Kukla Değişkenli Regresyon Modeliyle Hesaplanan Alfa Katsayılarına Göre Fonların Seçicilik Kabiliyetlerinin Sıralanması

		α
1	TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,048195
2	EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,039361
3	GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,037821
4	İTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,035743
5	DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,031559
6	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,028912
7	ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,027895
8	T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,027430
9	T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,026817
10	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,025278
11	FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,024490
12	GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,023730
13	YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,017362

Kukla Değişkenli Regresyon Modeline göre hesaplanan alfa değerlerinin istatistiki olarak sıfırdan farklı olup olmadığının test edilmesinde çift taraflı t-testi yapılmış ve her bir katsayının hesaplanan p değerinin $\alpha = 0,05$ anlamlılık düzeyinde anlamlı olup olmadığı test edilmiştir. Test sonuçlarına göre incelenen dönemde pozitif α katsayısına sahip oldukları bulunan fonların hepsinin istatistiki olarak anlamlı olduğu, yani fonların gerçek anlamda seçicilik kabiliyetine sahip oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Teste ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 18’de özetlenmiştir.

Tablo 18: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Alfa Katsayılarının % 5 Güvenilirlik Düzeyinde Anlamlılığı

	α katsayısı	t-istatistiği	p değeri	
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,027895	4,004514	0,0002	Anlamlı
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,031559	4,797020	0,0000	Anlamlı
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,028912	4,364470	0,0001	Anlamlı
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,039361	4,397481	0,0000	Anlamlı
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,024490	3,139555	0,0027	Anlamlı
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,023730	2,557791	0,0133	Anlamlı
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,037821	4,307984	0,0001	Anlamlı
İTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,035743	5,188859	0,0000	Anlamlı
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,027430	3,697264	0,0005	Anlamlı
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,025278	3,757787	0,0004	Anlamlı
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,026817	3,559240	0,0008	Anlamlı
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,048195	3,398136	0,0013	Anlamlı
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,017362	2,019507	0,0482	Anlamlı

Fonların sistematik riskinin ölçüsü olan b katsayısı yani beta değerlerine ilişkin sonuçlar ve hesaplanan beta değerlerine göre fonların sıralanması Tablo 19 ve Tablo 20’de özetlemiştir.

Tablo 19: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Beta Katsayılarına İlişkin İstatistikler

	b
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,555534
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,458378
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,466910
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,657143
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,483453
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,517368
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,739179
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,600990
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,514819
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,447215
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,409027
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,645154
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,490396
ORTALAMA	0,537351
STANDART SAPMA	0,096994
EN BÜYÜK	0,739179
EN KÜÇÜK	0,409027

Tablo 20: Kukla Değişkenli Regresyon Modeliyle Hesaplanan Beta Katsayılarına Göre Fonların Sıralanması

	b
1 GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.739179
2 EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.657143
3 TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.645154
4 İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.600990
5 ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0.555534
6 GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.517368
7 T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0.514819
8 YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0.490396
9 FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.483453
10 ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.466910
11 DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0.458378
12 T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0.447215
13 T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0.409027

Kukla değişkenli regresyon yöntemine göre hesaplanan beta katsayılarının ortalaması 0,537351, en büyük 0,739179, en kk 0,409027, standart sapması 0,096994 olarak bulunmuştur. Elde edilen bu sonuçlara göre en yüksek sistematik riske sahip yatırım fonu Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, en dşk sistematik riske sahip yatırım fonu ise T. Halk Bankası A Tipi Karma Fon olmuştur. Yatırım fonlarının sıralaması değişse de, kuadratik regresyon modelinde ve kukla değişkenli regresyon modelinde en yüksek ve en dşk sistematik riske sahip olan fonlar aynı olarak bulunmuştur.

Kukla Değişkenli Regresyon Modeline göre hesaplanan beta değerlerinin istatistiki olarak sıfırdan farklı olup olmadığının test edilmesinde çift taraflı t-testi yapılmış ve her bir katsayının hesaplanan p değerinin $\alpha = 0,05$ anlamlılık düzeyinde anlamlı olup olmadığı test edilmiştir. Test sonuçlarına göre bütün fonlar için hesaplanan beta değerlerinin istatistiki olarak da anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Teste ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 21’de özetlenmiştir.

Tablo 21: Kukla Regresyon Modeline Göre Hesaplanan Beta Katsayılarının % 5 Güvenilirlik Düzeyinde Anlamlılığı

	b katsayısı	t- istatistiği	p değeri	
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,555534	9,785258	0,0000	Anlamlı
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,458378	8,717065	0,0000	Anlamlı
ECZACIBAŞI MEN.DEğ. A TİPİ KARMA FON	0,466910	8,657665	0,0000	Anlamlı
EVęİN YAT.MEN.DEğ. A TİPİ KARMA FON	0,657143	8,855933	0,0000	Anlamlı
FİNANS YAT.MEN.DEğ. A TİPİ KARMA FON	0,483453	7,945603	0,0000	Anlamlı
GEDİK YAT.MEN.DEğ. A TİPİ KARMA FON	0,517368	7,911808	0,0000	Anlamlı
GLOBAL MEN.DEğ. A TİPİ KARMA FON	0,739179	11,770090	0,0000	Anlamlı
İNER YAT.MEN.DEğ. A TİPİ KARMA FON	0,600990	11,737390	0,0000	Anlamlı
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,514819	8,522874	0,0000	Anlamlı
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,447215	8,247706	0,0000	Anlamlı
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,409027	6,983788	0,0000	Anlamlı
TACİRLER MEN.DEğ. A TİPİ KARMA FON	0,645154	5,583644	0,0000	Anlamlı
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,490396	7,310975	0,0000	Anlamlı

Fonların zamanlama kabiliyetinin göstergesi olan c katsayısı değerlerine ilişkin sonuçlar Tablo 22’de belirtildiği gibidir:

Tablo 22: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Hesaplanan c Katsayılarına İlişkin İstatistikler

	c
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	-0,042203
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	-0,041155
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,042185
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,056415
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,030557
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,039953
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,057778
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,054401
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,037117
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,030922
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,035862
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,077256
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,029500
ORTALAMA	-0,044254
STANDART SAPMA	0,013735
EN BÜYÜK	-0,0295
EN KÜÇÜK	-0,07726

Kukla değişkenli regresyon yöntemine göre hesaplanan fonların zamanlama kabiliyetinin göstergesi olan c katsayılarının ortalaması -0,044254 olarak bulunmuş olup, bu durum fon yöneticilerinin ortalama olarak zamanlama kabiliyetine sahip olmadıkları anlamına gelmektedir. Teker teker fonlar bazında elde edilen sonuçlara göre de, incelenen 13 adet fonun hepsinin c katsayısının negatif olduğu yani bütün fonların zamanlama kabiliyetine sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Özetle, incelenen dönemde A tipi karma yatırım fonlarının piyasa hareketlerini önceden tahmin performansı kötüdür.

Kukla Değişkenli Regresyon Modeline göre yatırım fonlarının zamanlama performansına göre sıralaması Tablo 23'te verilmiştir. Tablodan da görüldüğü üzere incelenen dönemde bütün fonlar kötü zamanlama performansı göstermiş olmalarına rağmen, incelenen dönemde en kötü zamanlama kabiliyetine sahip fon Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon olmuştur.

Tablo 23: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre Yatırım Fonlarının Zamanlama Performansına Göre Sıralaması

c		
1	YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,029500
2	FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,030557
3	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,030922
4	T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,035862
5	T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,037117
6	GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,039953
7	DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	-0,041155
8	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,042185
9	ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	-0,042203
10	İTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,054401
11	EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,056415
12	GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,057778
13	TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,077256

Kukla Değişkenli Regresyon Modeline göre hesaplanan c değerlerinin istatistiki olarak sıfırdan farklı olup olmadığının test edilmesinde çift taraflı t-testi yapılmış ve her bir c katsayısının hesaplanan p değerinin $\alpha = 0,05$ anlamlılık düzeyinde anlamlı olup olmadığı test edilmiştir. Test sonuçlarına göre negatif c katsayısına sahip 13 adet fonun hepsinin istatistiki olarak anlamlı olduğu, yani bütün fonların incelenen dönemde gerçek anlamda kötü zamanlama kabiliyetine sahip oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Teste ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 24'te özetlenmiştir.

Tablo 24: Kukla Değişkenli Regresyon Modeline Göre %5 Güvenilirlik Düzeyinde c Katsayılarının Anlamlılığı

	c katsayısı	t-istatistiği	p değeri	
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	-0,042203	-3,606700	0,0007	Anlamlı
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	-0,041155	-3,779583	0,0004	Anlamlı
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,042185	-3,795206	0,0004	Anlamlı
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,056415	-3,710173	0,0005	Anlamlı
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,030557	-2,425223	0,0185	Anlamlı
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,039953	-2,887396	0,0055	Anlamlı
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,057778	-4,385016	0,0001	Anlamlı
İTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,054401	-4,968817	0,0000	Anlamlı
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,037117	-2,981337	0,0042	Anlamlı
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,030922	-2,766919	0,0077	Anlamlı
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,035862	-2,939521	0,0048	Anlamlı
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,077256	-3,244096	0,0020	Anlamlı
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,029500	-2,123845	0,0381	Anlamlı

3.3.3 Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton Yöntemlerine Göre Elde Edilen Sonuçların Karşılaştırılması

Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton modellerine göre bulunan sonuçlar Tablo 25 ve Tablo 26'da özetlenmiştir.

Tablo 25: TM ve HM Modellerine Göre Fonların Seçicilik Kabiliyetine Göre Sıralamasının Karşılaştırılması

	TM Modeli Seçicilik Kabiliyeti Sıralaması (1)	HM Modeli Seçicilik Kabiliyeti Sıralaması (2)	Sıralamalar Farkı (1-2)
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	8	7	1
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	6	5	1
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	7	6	1
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	1	2	-1
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	3	11	-8
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	13	12	1
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	10	3	7
İTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	12	4	8
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	4	8	-4
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	2	10	-8
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	9	9	0
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	5	1	4
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	11	13	-2

Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton modelleriyle elde edilen sonuçlarla yatırım fonlarının seçicilik kabiliyetine göre sıralamalarını gösteren Tablo 24'te, yatırım fonlarının sıralamasının her iki modelde de 6 fon harici çok büyük farklılıklar göstermediği, yani elde edilen sıralama sonuçlarının az da olsa tutarlı olduğu söylenebilir.

Tablo 26 : TM ve HM Modellerine Göre Fonların Zamanlama Kabiliyetine Göre Sıralamasının Karşılaştırılması

	TM Modeli Zamanlama Kabiliyeti Sıralaması (1)	HM Modeli Zamanlama Kabiliyeti Sıralaması (2)	Sıralamalar Farkı (1-2)
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	7	9	-2
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	3	7	-4
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	4	8	-4
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	5	11	-6
FINANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	11	2	9
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	12	6	6
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	6	12	-6
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	1	10	-9
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	10	5	5
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	9	3	6
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	2	4	-2
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	8	13	-5
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	13	1	12

Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton modelleriyle elde edilen sonuçlarla yatırım fonlarının zamanlama kabiliyetine göre sıralamalarını gösteren Tablo 26'da, yatırım fonlarının sıralamasının her iki modelde de 2 fon harici büyük farklılıklar gösterdiği, yani elde edilen sıralama sonuçlarının tutarlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton modelleriyle elde edilen sonuçların farklılık göstermelerinin nedeninin, Henricksson-Merton performans değerlendirme yönteminin düşen ve yükselen piyasaları da kukla değişken olarak regresyon analizine dahil etmesi olduğu düşünülmektedir.

Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton Modellerine göre elde edilen sonuçlara göre oluşturulan sıralamalar arasında ilişki olup olmadığının incelenmesinde Spearman Sıra Korelasyon katsayısı hesaplanmıştır.

İki değişken arasındaki ilişkinin yönünü tespit etmek amacıyla kullanılan Spearman Sıra Korelasyon analizinde korelasyonu gösteren r katsayısı;

$$r = 1 - \frac{6 \sum_{i=1}^n [s(TM_i) - s(HM_i)]^2}{n(n^2 - 1)}$$

formülü yardımıyla hesaplanır.

Formülde;

r : Spearman Sıra Korelasyon katsayısını,

$s(TM_i)$: i. yatırım fonunun Treynor-Mazuy yöntemine göre hesaplanan sırasını,

$s(HM_i)$: i. yatırım fonunun Henrisksson-Merton yöntemine göre hesaplanan sırasını,

n : sıralanan fon sayısını göstermektedir.

+1 (pozitif tam korelasyon) ve -1 (negatif tam korelasyon) arasına değerler alan r katsayısı, +1'e yaklaştıkça performans ölçütleri arasında güçlü bir pozitif ilişki olduğunu, -1'e yaklaştıkça performans ölçütleri arasında güçlü bir negatif ilişki olduğunu göstermektedir.

Tablo 27: TM ve HM Modelleri Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	TM Seçicilik	TM Zamanlama	HM Seçicilik	HM Zamanlama
TM Seçicilik	1,0000	-0,0549	0,2253	0,0330
TM Zamanlama	-0,0549	1,0000	0,6209	-0,4835
HM Seçicilik	0,2253	0,6209	1,0000	-0,9176
HM Zamanlama	0,0330	-0,4835	-0,9176	1,0000

Tablo 27'den de görülebileceği üzere Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton modellerine göre hesaplanan fon yöneticilerinin seçicilik kabiliyetleri arasındaki korelasyon katsayısı 0,2253'tür ve iki model sonuçları arasındaki pozitif yönlü ilişkinin zayıf olduğunu ifade etmektedir. Fon yöneticilerinin piyasa zamanlaması kabiliyetleri arasındaki korelasyon katsayısı -0,4835 olarak bulunmuş olup, iki modelin piyasa zamanlaması kabiliyetine göre elde ettiği sonuçlar arasında pek güçlü olmayan negatif yönlü ilişki olduğunu göstermektedir. Elde edilen bu korelasyon katsayıları, her iki modelden elde edilen sonuçların tutarlı olmadığı yönünde yorumlanabilir.

TM modeline göre a ve c katsayıları arasındaki korelasyon katsayısı - 0,0549, HM modeline göre a ve c katsayıları arasındaki korelasyon katsayısı - 0,9176 olarak bulunmuş olup, bu oranlar fonların piyasa zamanlama kabiliyeti ile seçicilik kabiliyeti arasında negatif korelasyon olduğunu ve zamanlama kabiliyeti yüksek olan fonların seçicilik kabiliyetinin düşük olduğunu; seçicilik kabiliyeti yüksek olan fonların zamanlama kabiliyetinin düşük olduğunu göstermektedir.

3.3.4 Yatırım Fonlarının Performanslarının Devamlılık Analizi

Yatırım fonlarının performans değerlendirmesinde yatırım fonlarının sadece iyi performans göstermesine değil, aynı zamanda gösterdikleri performansın devamlılığına da dikkat edilmelidir. Yatırım fonlarının devamlılığının belirlenmesi, hem portföy yönetiminin başarısının şanstı mı yoksa iyi yönetimden mi kaynaklandığını belirlemede hem de fona yatırım yapmayı düşünen bireysel yatırımcılar açısından yatırım fonlarının geçmiş performanslarına göre karar vermede önemli bir etken olmaktadır.

Yatırım fonlarının geçmiş performanslarının gelecekte devam edip etmediğini belirlemek için yapılan devamlılık analizleri, yatırım fonlarının normal getiri performansları, üstlenilen riske karşı sağladıkları getiri performansı ve piyasa portföyüne kıyasla sağladıkları getiri performansı gibi kriterler ile yapılabilir.⁸⁹

Bu çalışmada yatırım fonlarının performanslarının devamlılığına ilişkin analizler; yatırım fonlarının normal getiri performansları, piyasa portföyü olarak seçilen İMKB-100 Endeksine göre sağladıkları getiri performansları ve her bir yatırım fonunun kendi fon yönetimi tarafından belirlenerek sürekli bilgilendirme formunda ilan edilen karşılaştırma ölçütlerinden, yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre yapılmıştır.

⁸⁹ Karagöz, s.65.

3.3.4.1 Yatırım Fonlarının Normal Getiri Performansına Göre Devamlılık Analizi

Yatırım fonlarının normal getiri performanslarına göre devamlılık analizinde, yatırım fonlarının yıllık ortalama getirileri tüm yatırım fonlarının yıllık ortalama getirisi ile karşılaştırılarak, tüm yatırım fonlarının ortalama getirisinin üstünde performans gösteren fonlar “yüksek” performanslı, tüm yatırım fonlarının ortalama getirisinin altında performans gösteren fonlar “düşük” performanslı olarak nitelendirilmiştir.

2002-2006 yılları arası incelenen 5 yıl için yatırım fonlarının ve İMKB-100 Endeksinin yıllık ortalama getirisi Tablo 28’de verilmiş olup, normal getiri performanslarının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 29’da özetlenmiştir.

Tablo 28: 2002-2006 Yılları Arası Yatırım Fonlarının ve İMKB-100 Endeksinin Yıllık Ortalama Getirisi

	2002 YILI	2003 YILI	2004 YILI	2005 YILI	2006 YILI
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0,01727	0,03195	0,00986	0,02394	0,01263
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,02560	0,03444	0,01922	0,02014	0,00465
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,02534	0,03361	0,01299	0,01858	0,00195
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,01087	0,04312	0,02202	0,03958	0,01643
FINANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,01076	0,04141	0,01920	0,02083	0,00840
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0,01541	0,04847	0,00870	0,02055	-0,00084
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,01083	0,04419	0,01754	0,02110	0,01141
İTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,02058	0,04409	0,01141	0,02057	-0,00019
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,01316	0,04019	0,01987	0,01987	0,00982
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,02291	0,03382	0,01562	0,02442	0,00662
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,02011	0,03007	0,01628	0,02279	-0,00192
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,01361	0,03784	0,03332	0,01314	0,00983
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0,00469	0,03337	0,02053	0,01051	0,00823
tüm fonların ortalama getirisi	0,01315	0,03820	0,01743	0,02123	0,00669
İMKB-100 Endeksi'nin Ortalama Getirisi	-0,01202	0,05785	0,02713	0,04251	0,00127

Yatırım fonlarının normal getiri performanslarının devamlılık analizi ile elde edilen sonuçlara göre 2002 yılında 8 yatırım fonu yüksek performans, 5 yatırım fonu düşük performans gösterirken; 2003 yılında yüksek performans gösteren yatırım

fonu sayısı 6, düşük performans gösteren yatırım fonu sayısı 7 olarak gerçekleşmiştir. 2002 yılında yüksek performans gösteren 8 yatırım fonundan sadece 2 tanesi 2003'te de yüksek performans göstermiştir. 2002 yılında düşük performans gösteren 5 yatırım fonundan 1 tanesi 2003'te de düşük performans göstermeye devam etmiştir. Her iki yılda da yüksek performans gösteren fonlar İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Yatırım Fonu ve T.C. Ziraat Bankası A Tipi Karma Yatırım Fonu olurken, her iki yılda da düşük performans gösteren tek fon Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon olmuştur.

Tablo 29 : 2002-2006 Yılları Arası Yatırım Fonlarının Normal Getiri Performanslarının Devamlılık Analizi Sonuçları

	2002 YILI	2003 YILI	2004 YILI	2005 YILI	2006 YILI
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Yüksek	Yüksek
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Yüksek	Düşük	Düşük
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Düşük
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Düşük	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Düşük	Yüksek	Yüksek	Düşük	Yüksek
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Düşük	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Düşük	Yüksek	Yüksek	Düşük	Yüksek
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Düşük	Yüksek
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Yüksek	Düşük
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Yüksek	Düşük
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Yüksek	Düşük	Yüksek
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	Düşük	Düşük	Yüksek	Düşük	Yüksek

2003 ve 2004 yılına ait sonuçlar incelendiğinde; 2003 yılında 6 yatırım fonunun yüksek performans, 7 yatırım fonunun düşük performans gösterdiği, 2004 yılında ise 7 yatırım fonunun yüksek performans, 6 yatırım fonunun düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir. 2003 yılında yüksek performans gösteren 6 yatırım fonundan 4 tanesi 2004 yılında da yüksek performans göstermişken, 2003 yılında düşük performans gösteren 7 yatırım fonundan 4 tanesi düşük performans göstermeye devam etmiştir. Her iki yılda da yüksek performans gösteren fonlar Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fon ve T.C. Ziraat Bankası A

Tipi Karma Fon olurken, her iki yılda da düşük performans gösteren fonlar Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon, Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, Türk Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fon ve T.Halk Bankası A Tipi Karma Fon olmuştur.

2004 ve 2005 yılına ait sonuçlar incelendiğinde; 2004 yılında 7 yatırım fonunun yüksek performans, 6 yatırım fonunun düşük performans gösterdiği, 2005 yılında ise 4 yatırım fonunun yüksek performans, 9 yatırım fonunun düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir. 2004 yılında yüksek performans gösteren 7 yatırım fonundan sadece 1 tanesi 2005 yılında da yüksek performans göstermişken, 2004 yılında düşük performans gösteren 6 yatırım fonundan 3 tanesi düşük performans göstermeye devam etmiştir. Her iki yılda da yüksek performans gösteren tek fon Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon olurken, her iki yılda da düşük performans gösteren fonlar Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon ve İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon olmuştur.

2005 ve 2006 yılına ait sonuçlar incelendiğinde; 2005 yılında 4 yatırım fonunun yüksek performans, 9 yatırım fonunun düşük performans gösterdiği, 2006 yılında ise 7 yatırım fonunun yüksek performans, 6 yatırım fonunun düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir. 2005 yılında yüksek performans gösteren 4 yatırım fonundan 2 tanesi 2006 yılında da yüksek performans göstermişken, 2005 yılında düşük performans gösteren 9 yatırım fonundan 4 tanesi düşük performans göstermeye devam etmiştir. Her iki yılda da yüksek performans gösteren fonlar Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon ve Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon olurken, her iki yılda da düşük performans gösteren fonlar Denizbank A Tipi Karma Fon, Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon ve İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon olmuştur.

Yatırım fonlarının normal getiri performanslarının devamlılık analizine göre elde edilen sonuçlar Tablo 30'da özetlenmiştir.

Tablo 30 : Yatırım Fonlarının Normal Getiri Performanslarının Devamlılık Analizi Sonuçlarının Özeti

2002	2003			2003	2004		
		üstün	düşük			üstün	düşük
	üstün	2	6		üstün	4	2
		%15.38	%46.15			%30.77	%15.38
	düşük	4	1		düşük	3	4
	%30.77	%7.69		%23.08	%30.77		
2004	2005			2005	2006		
		üstün	düşük			üstün	düşük
	üstün	1	6		üstün	2	2
		%7.69	%46.15			%15.38	%15.38
	düşük	3	3		düşük	5	4
	%23.08	%23.08		%38.46	%30.77		

2002-2006 yılları arasında yatırım fonlarının normal getiri performanslarının devamlılık analizine göre, incelenen yatırım fonlarının yaklaşık %40'ının performanslarını bir sonraki yılda da devam ettirme eğiliminde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. İnceleme döneminin tamamında yüksek ve inceleme döneminin tamamında düşük performans gösteren yatırım fonu bulunmamakla birlikte, incelenen 5 yıldan 4'ünde yüksek performans gösteren iki fon Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon (sadece 2002 yılında düşük performans göstermiştir) ve T.C. Ziraat Bankası A Tipi Karma Fon (sadece 2005 yılında düşük performans göstermiştir) olmuşken, incelenen 5 yıldan 4'ünde düşük performans gösteren iki yatırım fonu Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon (sadece 2002 yılında yüksek performans göstermiştir) ve Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon (sadece 2003 yılında yüksek performans göstermiştir) olmuştur.

3.3.4.2 Yatırım Fonlarının Piyasa Portföyüne Kıyasla Sağladığı Performansa Göre Devamlılık Analizi

Yatırım fonlarının piyasa portföyü olarak kabul edilen İMKB-100 Endeksine kıyasla sağladığı performanslarına göre devamlılık analizinde, yatırım fonlarının yıllık ortalama getirileri İMKB-100 Endeksinin yıllık ortalama getirisi ile karşılaştırılarak, İMKB-100 Endeksinin ortalama getirisinin üstünde performans gösteren fonlar “yüksek” performanslı, İMKB-100 Endeksinin ortalama getirisinin altında performans gösteren fonlar “düşük” performanslı olarak nitelendirilmiştir.

2002-2006 yılları arası incelenen 5 yıl için yatırım fonlarının piyasa portföyü olarak kabul edilen İMKB-100 Endeksine kıyasla sağladığı getiri performanslarının devamlılığına ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 31’de özetlenmiştir.

Yatırım fonlarının piyasa portföyüne kıyasla sağladığı getiri performanslarının devamlılık analizi ile elde edilen sonuçlara göre 2002 yılında 12 yatırım fonu yüksek performans, 1 yatırım fonu düşük performans gösterirken; 2003 yılında tüm yatırım fonları düşük performans göstermiştir. 2002 yılında yüksek performans gösteren 12 yatırım fonunun hepsi 2003’te düşük performans göstermiştir. 2002 yılında düşük performans gösteren 1 yatırım fonundan 2003’te de düşük performans göstermeye devam etmiştir. Her iki yılda da düşük performans gösteren tek fon Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon olmuştur.

Tablo 31: Yatırım Fonlarının Piyasa Portföyüne Göre Sağladığı Getiri Performanslarının Devamlılık Analizi Sonuçları

	2002 YILI	2003 YILI	2004 YILI	2005 YILI	2006 YILI
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Düşük	Düşük	Düşük	Düşük	Düşük
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Düşük
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Düşük
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Yüksek	Düşük	Yüksek
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek

Yatırım fonlarının piyasa portföyüne kıyasla sağladığı getiri performanslarının devamlılık analizi ile elde edilen sonuçlara göre 2002 yılında 12 yatırım fonu yüksek performans, 1 yatırım fonu düşük performans gösterirken; 2003 yılında tüm yatırım fonları düşük performans göstermiştir. 2002 yılında yüksek performans gösteren 12 yatırım fonunun hepsi 2003’te düşük performans göstermiştir. 2002 yılında düşük performans gösteren 1 yatırım fonundan 2003’te de düşük performans göstermeye devam etmiştir. Her iki yılda da düşük performans gösteren tek fon Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon olmuştur.

2003 ve 2004 yılına ait sonuçlar incelendiğinde; 2003 yılında bütün fonların düşük performans gösterdiği, 2004 yılında ise 1 yatırım fonunun yüksek performans, 12 yatırım fonunun düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir. 2003 yılında düşük performans gösteren 13 yatırım fonundan 12 tanesi 2004 yılında da düşük performansını devam ettirmişken, sadece 1 yatırım fonu 2004 yılında yüksek performans göstermiştir. 2003 yılında düşük performans göstermişken 2004 yılında yüksek performans gösteren tek fon Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon olmuştur.

2004 ve 2005 yılına ait sonuçlar incelendiğinde; 2004 yılında 1 yatırım fonunun yüksek performans, 12 yatırım fonunun düşük performans gösterdiği, 2005 yılında ise tüm yatırım fonlarının düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir. 2004 yılında yüksek performans gösteren tek yatırım fonu olan Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon da 2005 yılında da düşük performans göstermiştir.

2005 ve 2006 yılına ait sonuçlar incelendiğinde; 2005 yılında tüm yatırım fonlarının düşük performans gösterdiği, 2006 yılında ise 10 yatırım fonunun yüksek performans, 3 yatırım fonunun düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir. 2005 yılında düşük performans gösteren 13 yatırım fonundan 10 tanesi 2006 yılında yüksek performans göstermişken, 2005 yılında düşük performans gösteren 3 yatırım fonundan 2006 yılında da düşük performans göstermeye devam etmiştir. Her iki yılda da düşük performans gösteren fonlar Gedik Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon, İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon ve T. Halk Bankası A Tipi Karma Fon olmuştur.

Yatırım fonlarının piyasa portföyüne kıyasla sağladığı getiri performanslarının devamlılık analizine göre elde edilen sonuçlar Tablo 32'de özetlenmiştir.

Tablo 32: Yatırım Fonlarının Piyasa Portföyüne Kıyasla Sağladığı Getiri Performanslarının Devamlılık Analizi Sonuçlarının Özeti

2002	2003			2003	2004		
		üstün	düşük			üstün	düşük
	üstün	0	12		üstün	0	0
		%0.00	%92.31			%0.00	%0.00
	düşük	0	1		düşük	1	12
	%0.00	%7.69		%7.69	%92.31		
2004	2005			2005	2006		
		üstün	düşük			üstün	düşük
	üstün	0	1		üstün	0	0
		%0.00	%7.69			%0.00	%15.38
	düşük	0	12		düşük	10	3
	%0.00	%92.31		%76.92	%23.08		

2002-2006 yılları arasında yatırım fonlarının piyasa portföyüne kıyasla sağladığı getiri performanslarının devamlılık analizine göre, incelenen yatırım fonlarının yaklaşık %54'ünün performanslarını bir sonraki yılda da devam ettirme eğiliminde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. İnceleme döneminin tamamında yüksek performans gösteren yatırım fonu bulunmamakla birlikte, incelenen 5 yılın tamamında düşük performans gösteren tek fon Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon olmuşken, incelenen 5 yıldan 3'ünde yüksek performans gösteren tek yatırım fonu Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon olmuştur.

3.3.4.3 Yatırım Fonlarının Fon Yönetimi Tarafından Belirlenen Karşılaştırma Ölçütlerinden Portföy Değerlerine Göre Ağırlıklandırılarak Oluşturulan Karşılaştırma Ölçütüne Göre Devamlılık Analizi

Yatırım fonlarının fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performanslarının devamlılık analizinde; öncelikle her bir yatırım fonu için, yatırım fonuna ait sürekli bilgilendirme formunda belirtilen yatırım stratejisi ve karşılaştırma ölçütü dikkate alınarak incelenen dönemde kendi karşılaştırma ölçütünün getirisine göre performansı belirlenmiş ve böylece fon yönetiminin kendine belirlediği getiri hedefine ulaşip ulaşmadığına bakılmıştır. Farklı yatırım stratejileri izlemeleri nedeniyle karşılaştırma ölçütleri de farklılık gösteren yatırım fonlarının her biri için karşılaştırma ölçütleri ayrı ayrı hesaplanmış ve her yıl için kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinin üstünde performans gösteren fonlar “yüksek” performanslı, bu getirinin altında performans gösteren fonlar “düşük” performanslı

olarak nitelendirilmiştir. Yatırım fonlarının karşılaştırma ölçütlerinin hesaplanmasında kullanılan veriler Ek 4’de yer almaktadır.

Analizin ikinci aşamasında incelenen bütün yatırım fonlarının, her bir yatırım fonunun fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden 31.12.2006 tarihli portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizi yapılmış ve her yıl için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinin üstünde performans gösteren fonlar “yüksek” performanslı, bu getirinin altında performans gösteren fonlar “düşük” performanslı olarak nitelendirilmiştir. Yatırım fonlarının fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütleri Ek 7’de, yatırım fonlarının 31.12.2006 tarihli portföy değerlerine göre ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütü ise Ek 8’de verilmiştir.

Yatırım fonlarının 31.12.2006 tarihi itibarıyla sahip oldukları portföy değerlerine göre ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün hesaplanmasında, KYD O/N Repo (Net) Endeksi ile KYD O/N Repo (Brüt) Endeksi verilerinin 2003 yılından itibaren hesaplanması ve İMKB Repo Endeksi ile İMKB EA-180 Endeksi verilerinin 2004 yılından itibaren hesaplanması nedeniyle bu endeksler 2002 yılı karşılaştırma ölçütüne dahil edilememiş; karşılaştırma ölçütünün hesaplanmasında İMKB-100 Endeksi, KYD 182 gün Bono Endeksi, İMKB 365 gün DIBS Endeksi ve KYD 365 gün Bono Endeksi kullanılmıştır. 2003 yılı ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne bu endekslere ek olarak KYD O/N Repo Net ve Brüt Endeksleri dahil edilmiştir. 2004, 2005 ve 2006 yılları için tüm endeks verilerine ulaşılabilmesi nedeniyle ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütü tüm endeks verilerini içermektedir. Buna göre, incelenen yıllar için hesaplanan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün bileşimi Tablo 33’deki gibidir.

Tablo 33: Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütünün Yıllar İtibarıyla Bileşimi

	2002	2003	2004	2005	2006
İMKB-100 Endeksi	%62,13	%48,50	%42,16	%42,16	%42,16
O/N Repo Net-KYD O/N Repo Net	-	%19,86	%17,26	%17,26	%17,26
KYD 182 gün Bono Endeksi	%22,30	%17,41	%15,13	%15,13	%15,13
İMKB Repo Endeksi	-	-	%12,13	%12,13	%12,13
KYD Tüm Bono Endeksi	%9,87	%7,71	%6,70	%6,70	%6,70
İMKB 365 gün DIBS Endeksi	%4,36	%3,40	%2,96	%2,96	%2,96
KYD O/N Repo Brüt	-	%2,08	%1,81	%1,81	%1,81
İMKB EA-180 Endeksi	-	-	%0,94	%0,94	%0,94
KYD 365 gün Bono Endeksi	%1,34	%1,04	%0,91	%0,91	%0,91

2006-2006 yılları arası 5 yıllık inceleme dönemi için oluşturulan ağırlıklı karşılaştırma ölçütüne ilişkin yıllık ortalama değerler Tablo 34'te verilmiştir.

Tablo 34: 2002-2006 Yılları Arası Hesaplanan Ağırlıklı Karşılaştırma Ölçütünün Yıllık Ortalama Değerleri

	2002	2003	2004	2005	2006
Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütü	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717

Ayrıca analizde, yatırım fonlarının karşılaştırma ölçütleri arasında yer alan İMKB O/N Net Repo Endeksi, İMKB O/N Performans Endeksi, O/N Repo (Net) Endeksi ve O/N Repo Endeksi verilerine ulaşamamış olması nedeniyle, bu endeksler yerine, hesaplanmasındaki içeriği nedeniyle yine bu endekslerdeki değişimleri veren KYD O/N Repo (Net) Endeksi kullanılmıştır.⁹⁰

3.3.4.3.1 Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon

Sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisi; uzun vadede sermayenin reel olarak değerinin korunması ve başarı kriteri olan %40 borsa endeksi, %60 ters repo getirisinden oluşan toplam getiriyi aşmak olarak belirtilen Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun yatırım stratejisi Tablo 35'te, karşılaştırma ölçütü Tablo 36'da verilmiştir.⁹¹

Tablo 35: Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi

%25 - %55 Hisse Senedi
%45- %75 Repo-BPP (Borsa Para Piyasası)
%0 - %30 Sabit Getirili Menkul Kıymetler

Tablo 36: Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

İMKB-100 Endeksi	%40
İMKB Repo Endeksi	%55
İMKB EA-180 Endeksi	%5

⁹⁰ KYD O/N Repo Endeksleri, İMKB Repo-Ters Repo pazarında gerçekleşen işlemlerde oluşan gecelik repo oranının getirisini takip edebilmek ve yatırımlarını kısa vadeli yatırım araçlarında değerlendiren yatırımcılara performanslarını karşılaştırabilecekleri bir kıstas sunmak amacı ile oluşturulmuştur. Gecelik repo oranı olarak İMKB Repo-Ters Repo piyasasında geçen gecelik işlemlerin hacimlerine göre ağırlıklandırılan ortalama faiz oranı alınır. Stopajlı olan bu oran, reponun vadesi olan gün sayısı ile çarpılır ve 365'e bölünerek Brüt O/N repo endeksinin dönem getirisi bulunur. Aynı formülasyon stopajsız repo faiz oranı kullanılarak yapıldığında Net O/N repo endeksinin getirisi oluşur.

⁹¹ <http://www.atayatirim.com.tr/air/fb.asp?Level=AAK> (05.10.2007)

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun kendi fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 37'de özetlenmiştir.

Tablo 37: Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	-	0,01898	0,02327	0,00721
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,01727	0,03195	0,00986	0,02394	0,01263

2002 ve 2003 yılları için İMKB Repo Endeksi ve İMKB EA-180 Endeksi verilerinin bulunmaması nedeniyle 2002 ve 2003 yılları için karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun 2005 ve 2006 yıllarında kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani kendi karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup, karşılaştırma ölçütünün hesaplanabildiği üç yıldan sadece 2004 yılında kendi karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 38'de verilmiştir.

Tablo 38: Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,01727	0,03195	0,00986	0,02394	0,01263

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun 2002 ve 2006 yıllarında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup, incelenen 5 yıldan 2003, 2004 ve 2005 yıllarında tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.2 Denizbank A Tipi Karma Fon

Sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisi olarak; yatırım fonlarının halktan topladıkları paralar karşılığı, hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçlarından ve kıymetli madenlerden oluşan portföyleri yönettikleri belirtilen Denizbank A Tipi Karma Fonun yatırım stratejisi Tablo 39'da, karşılaştırma ölçütü Tablo 40'da verilmiştir.⁹²

Tablo 39: Denizbank A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi

%25 - %60 Hisse Senedi
%20- %30 Devlet Tahvili – Hazine Bonosu
%10 - %55 Ters Repo

Tablo 40: Denizbank A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

IMKB-100 Endeksi	%50
KYD Tüm Bono Endeksi	%25
IMKB O/N Net Repo	%25

⁹² <http://www.denizbank.com.tr/TR/Yatirim/SBF/akar.htm> (05.10.2007)

Denizbank A Tipi Karma Fon için karşılaştırma ölçütünün hesaplanmasında İMKB O/N Net Repo Endeksi verilerinin sağlanamaması nedeniyle hesaplamalarda bu endeks yerine KYD O/N Net Repo Endeksine yer verilmiştir. Denizbank A Tipi Karma Fonun karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 41’de özetlenmiştir.

Tablo 41: Denizbank A Tipi Karma Fonunun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	0,04498	0,02245	0,02767	0,00577
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,02560	0,03444	0,01922	0,02014	0,00465

2002 yılı için KYD O/N Net Repo Endeksi verilerinin bulunmaması nedeniyle karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan Denizbank A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun karşılaştırma ölçütünün hesaplanabildiği dört yılda da kendi karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Denizbank A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 42’de verilmiştir.

Tablo 42: Denizbank A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,02560	0,03444	0,01922	0,02014	0,00465

Denizbank A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun sadece 2002 yılında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup; 2003, 2004, 2005 ve 2006 yıllarında tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.3 Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisi olarak; fon yönetiminde yatırım yapılacak sermaye piyasası araçlarının seçiminde nakde dönüşümü kolay, riski az olanların tercih edildiği belirtilen Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun yatırım stratejisi Tablo 43'te, karşılaştırma ölçütü Tablo 44'te verilmiştir.⁹³

Tablo 43: Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi

%25 - %45 Hisse Senedi
%20 - %50 Ters Repo ve Borsa Para Piyasası İşlemleri
%15 - %45 Sabit Getirili Menkul Kıymetler

Tablo 44: Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

İMKB-100 Endeksi	%35
İMKB 365 günlük DİBS Performans Endeksi	%45
İMKB O/N Performans Endeksi	%20

Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için karşılaştırma ölçütünün hesaplanmasında İMKB O/N Performans Endeksi verilerine ulaşılamadığından hesaplamalarda bu endeks yerine KYD O/N Brüt Repo Endeksi kullanılmıştır. Eczacıbaşı Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun hesaplanan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 45'te özetlenmiştir.

⁹³ http://www.emdas.com:9080/FORM_GORWeb/Yatirim_Fons.jsp (05.10.2007)

Tablo 45: Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	0,04410	0,02203	0,02443	0,00814
ECZACIBAŞI.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,02534	0,03361	0,01299	0,01858	0,00195

2002 yılı için KYD O/N Brüt Repo Endeksi verilerinin bulunmaması nedeniyle 2002 yılı için karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun kendi karşılaştırma ölçütünün hesaplanabildiği dört yılda da fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 46'da verilmiştir.

Tablo 46: Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
ECZACIBAŞI.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,02534	0,03361	0,01299	0,01858	0,00195

Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun sadece 2002 yılında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup; 2003, 2004, 2005 ve 2006

yıllarında tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.4 Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisinin; uzun vadede reel olarak sermayenin korunması olduğu belirtilen Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun yatırım stratejisi Tablo 47’de, karşılaştırma ölçütü Tablo 48’de verilmiştir.⁹⁴

Tablo 47: Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi

%30 - %60 Hisse Senedi
%0- %30 O/N Repo
%10 - %40 DİBS

Tablo 48: Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

IMKB-100 Endeksi	%45
KYD 365 gün Bono Endeksi	%30
KYD O/N Net Repo Endeksi	%25

Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 49’da özetlenmiştir.

Tablo 49: Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonunun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	0,04653	0,02247	0,02678	0,00624
EVGIN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,01087	0,04312	0,02202	0,03958	0,01643

⁹⁴ <http://www.evgin.com.tr/turkce/ATipiKarmaF.asp> (05.10.2007)

2002 yılı için KYD O/N Net Repo Endeksi verilerinin hesaplanmamış olması nedeniyle karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun 2003 ve 2004 yıllarında kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha düşük getiriye sahip olduğu, yani kendi karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği tespit edilmiş olup, 2005 ve 2006 yıllarında kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek ortalama getiriye sahip olduğu, yani kendi karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği saptanmıştır.

Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 50'de verilmiştir.

Tablo 50: Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
EVGIN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,01087	0,04312	0,02202	0,03958	0,01643

Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun sadece 2003 yılında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha düşük getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği tespit edilmiş olup; 2002, 2004, 2005 ve 2006 yıllarında tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.5 Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisi olarak; orta-yüksek risk kategorisinde bulunan, portföyündeki sabit ve değişken getirili enstrüman dağılımını her zaman dengeli muhafaza eden, böylece uzun vadede sermaye artışı sağlanmasının hedeflendiği belirtilen Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun yatırım stratejisi Tablo 51’de, karşılaştırma ölçütü Tablo 52’de verilmiştir.⁹⁵

Tablo 51: Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi

%35 - %65 Hisse Senedi
%5- %35 Ters Repo
%20 - %50 Devlet Tahvili – Hazine Bonosu

Tablo 52: Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

İMKB-100 Endeksi	%40
İMKB 182 gün DİBS Performans Endeksi	%30
İMKB Repo Endeksi	%30

Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için hesaplanan karşılaştırma ölçütüne göre yatırım fonunun performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 53’de özetlenmiştir.

Tablo 53: Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	-	0,02046	0,02383	0,00741
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,01076	0,04141	0,01920	0,02083	0,00840

2002 ve 2003 yılları için İMKB Repo Endeksi verilerinin hesaplanmamış olması nedeniyle karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan Evgin Yatırım Menkul

⁹⁵ <http://www.hissefinans.com/fb/f.asp?FonID=15> (05.10.2007)

Değerler A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun karşılaştırma ölçütünün hesaplanabildiği üç yıldan sadece 2006 yılında kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden yüksek performans gösterdiği, 2004 ve 2005 yıllarında kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha düşük getiriye sahip olduğu, yani kendi karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 54'te verilmiştir.

Tablo 54: Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,01076	0,04141	0,01920	0,02083	0,00840

Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun 2002 ve 2006 yıllarında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup; 2003, 2004 ve 2005 yıllarında tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.6 Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisi olarak; orta-yüksek risk kategorisinde bulunan, portföyündeki sabit ve değişken getirili

enstrüman dağılımını her zaman dengeli muhafaza eden, böylece uzun vadede sermaye artışı sağlanmasının hedeflendiği belirtilen Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun yatırım stratejisi Tablo 55'te, karşılaştırma ölçütü Tablo 56'da verilmiştir.⁹⁶

Tablo 55: Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi

%50 Hisse Senedi
%50 Ters Repo

Tablo 56: Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

İMKB-100 Endeksi	%50
O/N Repo Net	%50

Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için karşılaştırma ölçütünün hesaplanmasında İMKB O/N Net Repo Endeksi verilerinin sağlanamaması nedeniyle hesaplamalarda bu endeks yerine KYD O/N Net Repo Endeksine yer verilmiştir. Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 57'de özetlenmiştir.

Tablo 57: Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonunun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	0,04083	0,02079	0,02617	0,00612
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	-0,01541	0,04847	0,00870	0,02055	-0,00084

2002 yılı için KYD O/N Net Repo Endeksi verilerinin hesaplanmamış olması nedeniyle karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun sadece 2003 yılında kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek

⁹⁶ <http://www.gedik.com/popup/FonBilgiForm.aspx?TIP=2> (05.10.2007)

getiriye sahip olduğu, yani kendi karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup, 2004, 2005 ve 2006 yıllarında kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha düşük ortalama getiriye sahip olduğu, yani karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 58’de verilmiştir.

Tablo 58: Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	-0,01541	0,04847	0,00870	0,02055	-0,00084

Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun sadece 2003 yılında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup; incelenen beş yıldan dördünde tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.7 Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisi olarak; fon yönetiminde yatırım yapılacak sermaye piyasası araçlarının seçiminde likit, riski

düşük ve optimum vade yapısında olanların tercih edildiği belirtilen Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun karşılaştırma ölçütü Tablo 59'da verilmiştir.⁹⁷

Tablo 59: Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

İMKB-100 Endeksi	%50
O/N Repo Net	%50

Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için karşılaştırma ölçütünün hesaplanmasında İMKB O/N Net Repo Endeksi verilerinin sağlanamaması nedeniyle hesaplamalarda bu endeks yerine KYD O/N Net Repo Endeksine yer verilmiştir. Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 60'ta özetlenmiştir.

Tablo 60: Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fonunun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	0,04083	0,02079	0,02617	0,00612
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0.01083	0.04419	0.01754	0.02110	0.01141

2002 yılı için KYD O/N Net Repo Endeksi verilerinin hesaplanmamış olması nedeniyle karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun 2003 ve 2006 yıllarında kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani kendi karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup, 2004 ve 2005 yıllarında kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha düşük ortalama getiriye sahip olduğu, yani karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre

⁹⁷ <http://212.98.223.160/afonkarma.asp> (05.10.2007)

performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 61’de verilmiştir.

Tablo 61: Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0.01083	0.04419	0.01754	0.02110	0.01141

Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun 2002 ve 2006 yıllarında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup; 2003, 2004 ve 2005 yıllarında tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.8 İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisi; orta ve uzun vadede mevcut sermaye ve para piyasası araçlarına yatırım yaparak yatırımcılarına riski minimize ederek bireysel olarak elde edecekleri getirinin üzerinde getiri sağlamak olarak belirtilen İnter Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun yatırım stratejisi Tablo 62’de, karşılaştırma ölçütü Tablo 63’de verilmiştir.⁹⁸

Tablo 62: İnter Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi

%20 - %50 Hisse Senedi
%50 - %80 Devlet Tahvili
%0 - %30 Repo

⁹⁸ <http://www.interyatirim.com.tr/fb.asp?id=IYI> (05.10.2007)

Tablo 63: İnter Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

İMKB-100 Endeksi	%25
İMKB 365 gün DİBS Performans Endeksi	%60
İMKB Repo Endeksi	%15

İnter Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun kendi fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 64'te özetlenmiştir.

Tablo 64: İnter Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	-	0,02047	0,02147	0,00869
İNTER YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,02058	0,04409	0,01141	0,02057	-0,00019

2002 ve 2003 yılları için İMKB Repo Endeksi verilerinin bulunmaması nedeniyle karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan İnter Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütünün hesaplanabildiği üç yılda da kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha düşük getiriye sahip olduğu, yani kendi karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir.

İnter Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 65'te verilmiştir.

Tablo 65: İnter Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
İNTER YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,02058	0,04409	0,01141	0,02057	-0,00019

İnter Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun sadece 2002 yılında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup, incelenen 5 yıldan 2003, 2004, 2005 ve 2006 yıllarında tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.9 T.C. Ziraat Bankası A Tipi Karma Fon

Sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisi olarak; fon yönetiminde yatırım yapılacak sermaye piyasası araçlarının seçiminde nakde dönüşümü kolay ve riski az olanların tercih edildiği belirtilen Ziraat Bankası A Tipi Karma Fonun yatırım stratejisi Tablo 66'da, karşılaştırma ölçütü Tablo 67'de verilmiştir.⁹⁹

Tablo 66: Ziraat Bankası A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi

%25 - %55 Hisse Senedi
%20- %50 DİBS
%0 - %30 Ters Repo

Tablo 67: Ziraat Bankası A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

İMKB-100 Endeksi	%40
KYD 182 gün DİBS Endeksi	%35
Ters Repo Endeksi	%25

⁹⁹ <http://www.ziraat.com.tr/tr/bireysel/fonlar/akrmfon.htm> (05.10.2007)

Ziraat Bankası A Tipi Karma Fon için karşılaştırma ölçütünün hesaplanmasında İMKB Ters Repo Endeksi verilerinin sağlanamaması nedeniyle hesaplamalarda bu endeks yerine İMKB Repo Endeksine yer verilmiştir. Ziraat Bankası A Tipi Karma Fonun fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 68'de özetlenmiştir.

Tablo 68: Ziraat Bankası A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	-	0,02192	0,02490	0,00789
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,01316	0,04019	0,01987	0,01987	0,00982

2002 ve 2003 yılları için İMKB Repo Endeksi verilerinin bulunmaması nedeniyle karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan Ziraat Bankası A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun karşılaştırma ölçütünün hesaplanabildiği üç yıldan sadece 2006 yılında kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani kendi karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup, 2004 ve 2005 yıllarında kendi karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

Ziraat Bankası A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 69'da verilmiştir.

Tablo 69: Ziraat Bankası A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,01316	0,04019	0,01987	0,01987	0,00982

Ziraat Bankası A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun 2002 ve 2006 yıllarında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup; 2003, 2004 ve 2005 yıllarında tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.10 Türk Ekonomi Bankası (TEB) A Tipi Karma Fon

Sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisi olarak; fon yönetiminde yatırım yapılacak araçların seçiminde, nakde dönüşümü kolay ve riski az olanların tercih edileceği ve yatırım yapılan sermaye piyasası araçlarının seçiminde ekonomi ve piyasa koşullarına göre aktif bir yönetim yapılıp, varlıkların dengeli olarak dağıtılacağı belirtilen Türk Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fonun yatırım stratejisi Tablo 70’te, karşılaştırma ölçütü Tablo 71’de verilmiştir.¹⁰⁰

Tablo 70: TEB A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi

%30 - %60 Hisse Senedi
%20- %50 Kamu Borçlanma Senetleri
%5 - %35 Ters Repo - Repo

Tablo 71: TEB A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

IMKB-100 Endeksi	%50
KYD Tüm Bono Endeksi	%25
IMKB O/N Net Repo	%25

¹⁰⁰<http://www.tebyatirim.com.tr/fonbilgi.asp?prm=2> (05.10.2007)

Türk Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fonun fon yönetimi tarafından belirlenen kendi karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 72'de özetlenmiştir.

Tablo 72: TEB A Tipi Karma Fonunun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	0,04526	0,02271	0,02519	0,00791
TEB A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,02291	0,03382	0,01562	0,02442	0,00662

2002 yılı için KYD O/N Net Repo Endeksi verilerinin bulunmaması nedeniyle karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan Türk Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun karşılaştırma ölçütünün hesaplanabildiği dört yılda da kendi karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Türk Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 73'te verilmiştir.

Tablo 73: TEB A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
TEB A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,02291	0,03382	0,01562	0,02442	0,00662

Türk Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun sadece 2002 yılında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek

performans gösterdiği tespit edilmiş olup; 2003, 2004, 2005 ve 2006 yıllarında tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.11 T. Halk Bankası A Tipi Karma Fon

Sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisi olarak; riski az olan, çeşitli vadelerde borçlanma senetleri, hisse senetleri ve bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisine yer verileceği belirtilen Halk Bankası A Tipi Karma Fonun karşılaştırma ölçütü Tablo 74'te verilmiştir.¹⁰¹

Tablo 74: Halk Bankası A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

İMKB-100 Endeksi	%40
KYD Tüm Bono Endeksi	%30
O/N Repo Net Endeksi	%30

Halk Bankası A Tipi Karma Fon için karşılaştırma ölçütünün hesaplanmasında İMKB O/N Net Repo Endeksi verilerine ulaşılamadığından hesaplamalarda bu endeks yerine KYD O/N Net Repo Endeksi kullanılmıştır. Halk Bankası A Tipi Karma Fonun fon yönetimi tarafından belirlenen kendi karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 75'te özetlenmiştir.

Tablo 75: Halk Bankası A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	0,04241	0,02151	0,02471	0,00667
T. HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,02011	0,03007	0,01628	0,02279	-0,00192

2002 yılı için KYD O/N Net Repo Endeksi verilerinin bulunmaması nedeniyle 2002 yılı için karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan Halk Bankası A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun kendi karşılaştırma

¹⁰¹ <http://www.halkbank.com.tr/channels/1.asp?id=785> (05.10.2007)

ölçütünün hesaplanabildiği dört yılda da fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Halk Bankası A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 76'da verilmiştir.

Tablo 76: Halk Bankası A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
T. HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,02011	0,03007	0,01628	0,02279	-0,00192

Halk Bankası A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun sadece 2002 yılında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup; 2003, 2004, 2005 ve 2006 yıllarında tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.12 Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisi olarak; fonun içtüzük hükümlerine göre yönetilmek üzere halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla katılma belgesi sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçlarından ve altın ile diğer kıymetli maddelerden oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulduğu belirtilen Tacirler Menkul

Değerler A Tipi Karma Fonun yatırım stratejisi Tablo 77’de, karşılaştırma ölçütü Tablo 78’de verilmiştir.¹⁰²

Tablo 77: Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi

%30 - %60 Hisse Senedi
%25- %55 Tahvil – Bono
%0 - %30 Repo

Tablo 78: Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

İMKB-100 Endeksi	%45
KYD Tüm Bono Endeksi	%40
O/N Repo Endeksi	%15

Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için karşılaştırma ölçütünün hesaplanmasında İMKB O/N Repo Endeksi verilerinin sağlanamaması nedeniyle hesaplamalarda bu endeks yerine KYD O/N Brüt Repo Endeksine yer verilmiştir. Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 79’da özetlenmiştir.

Tablo 79: Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	0,04680	0,02342	0,02736	0,00642
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,01361	0,03784	0,03332	0,01314	0,00983

2002 yılı için KYD O/N Brüt Repo Endeksi verilerinin bulunmaması nedeniyle karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun 2004 ve 2006 yıllarında kendi karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani kendi karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup, 2003 ve 2005 yıllarında kendi karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

¹⁰² http://www.tacirler.com.tr/fona_1.asp (05.10.2007)

Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 80’de verilmiştir.

Tablo 80: Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	0,01361	0,03784	0,03332	0,01314	0,00983

Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun 2002, 2004 ve 2006 yıllarında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup, incelenen 5 yıldan 2003 ve 2005 yıllarında tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.13Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon

Sürekli bilgilendirme formunda yatırım fonunun amacı ve stratejisi olarak, fon yönetiminde yatırım yapılacak sermaye piyasası araçlarının seçiminde nakde dönüşümü kolay ve riski az olanlar tercih edildiği belirtilen Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fonun yatırım stratejisi Tablo 81’de, karşılaştırma ölçütü Tablo 82’de verilmiştir.¹⁰³

¹⁰³ http://www.yapikredi.com.tr/tr-TR/yatirim_fonlari/yf/YF.asp?Fon=57 (05.10.2007)

Tablo 81: Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon Yatırım Stratejisi

%25 - %55 Hisse Senedi
%35- %65 Devlet Tahvili – Hazine Bonosu
%0 - %20 BPP
%10 - %40 Ters Repo

Tablo 82: Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon Karşılaştırma Ölçütü

IMKB-100 Endeksi	%40
KYD 182 gün Bono Endeksi	%40
KYD O/N Brüt Repo Endeksi	%25

Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fonun fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 83'te özetlenmiştir.

Tablo 83: Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fonunun Kendi Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
FONUN KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	-	0,04662	0,02354	0,02574	0,00841
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	-0,00469	0,03337	0,02053	0,01051	0,00823

2002 yılı için KYD O/N Brüt Repo Endeksi verilerinin bulunmaması nedeniyle karşılaştırma ölçütü hesaplanamayan Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon için elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun karşılaştırma ölçütünün hesaplanabildiği dört yılda da kendi karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fonun, tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan karşılaştırma ölçütüne göre performansının devamlılık analizine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 84'te verilmiştir.

Tablo 84: Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fonun Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performansının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçlar

	2002	2003	2004	2005	2006
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜNÜN ORTALAMA GETİRİSİ	0,01063	0,04594	0,02133	0,02523	0,00717
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON ORTALAMA GETİRİSİ	-0,00469	0,03337	0,02053	0,01051	0,00823

Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon için ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne ilişkin elde edilen sonuçlara göre; incelenen yatırım fonunun sadece 2006 yılında ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisinden daha yüksek getiriye sahip olduğu, yani ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performans gösterdiği tespit edilmiş olup; 2002, 2003, 2004 ve 2005 yıllarında tüm yatırım fonları için oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre düşük performans gösterdiği saptanmıştır.

3.3.4.3.14 Yatırım Fonlarının Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performanslarının Devamlılık Analizinden Elde Edilen Sonuçların Özeti

2002-2006 yılları arasında incelenen 13 adet A tipi karma yatırım fonunun ve tüm yatırım fonlarının fon yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden yatırım fonlarının portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütünün yıllık ortalama getirileri Tablo 85'te özetlenmiş olup, yatırım fonlarının ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre gösterdiği performanslar Tablo 86'da verilmiştir.

Tablo 85: 2002-20006 Yılları Arası Yatırım Fonlarının ve Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütünün Yıllık Ortalama Getirileri

	2002 YILI	2003 YILI	2004 YILI	2005 YILI	2006 YILI
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	0.01727	0.03195	0.00986	0.02394	0.01263
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0.02560	0.03444	0.01922	0.02014	0.00465
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.02534	0.03361	0.01299	0.01858	0.00195
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.01087	0.04312	0.02202	0.03958	0.01643
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.01076	0.04141	0.01920	0.02083	0.00840
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	-0.01541	0.04847	0.00870	0.02056	-0.00084
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.01083	0.04419	0.01754	0.02110	0.01141
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.02058	0.04409	0.01141	0.02057	-0.00019
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0.01316	0.04019	0.01987	0.01987	0.00982
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0.02291	0.03382	0.01562	0.02442	0.00662
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	0.02011	0.03007	0.01628	0.02279	-0.00192
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0.01361	0.03784	0.03332	0.01314	0.00983
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	-0.00469	0.03337	0.02053	0.01051	0.00823
Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütü	0.01063	0.04594	0.02133	0.02523	0.00717

Tablo 86: 2002-2006 Yılları Arası Yatırım Fonlarının Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Gösterdiği Performansların Devamlılık Analizi Sonuçları

	2002 YILI	2003 YILI	2004 YILI	2005 YILI	2006 YILI
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Düşük
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Düşük
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Yüksek	Yüksek	Yüksek
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Düşük	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Düşük
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Düşük
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Düşük	Düşük	Düşük
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	Yüksek	Düşük	Yüksek	Düşük	Yüksek
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	Düşük	Düşük	Düşük	Düşük	Yüksek

Yatırım fonlarının ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre performanslarının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlara göre 2002 yılında 11 yatırım fonu yüksek performans gösterirken 2 yatırım fonu (Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon ve Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon) düşük performans göstermiştir. 2003 yılında 12 yatırım fonu düşük performans gösterirken sadece Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon yüksek performans göstermiştir. 2002 yılında yüksek performans gösteren hiçbir yatırım fonu 2003 yılında yüksek performans gösterememişken, 2002 yılında düşük performans gösteren yatırım fonlarından Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon 2003 yılında yüksek performans göstermiştir. 2002 yılında düşük performans gösteren Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon 2003 yılında da düşük performans göstermeye devam etmiştir.

2003 ve 2004 yılına ait sonuçlar incelendiğinde; 2003 yılında 12 yatırım fonunun düşük performans, 1 yatırım fonunun (Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon) yüksek performans gösterdiği, 2004 yılında ise 11 yatırım fonunun düşük, 2 yatırım fonunun (Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon ve Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon) yüksek performans gösterdiği tespit edilmiştir. 2003 yılında yüksek performans gösteren tek yatırım fonu olan Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon 2004 yılında düşük performans gösterirken, 2003 yılında düşük performans gösteren Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon ve Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon 2004 yılında yüksek performans göstermiştir. 10 adet yatırım fonu ise 2004 yılında düşük performans göstermeye devam etmiştir.

2004 ve 2005 yılına ait sonuçlar incelendiğinde; 2004 yılında 11 yatırım fonunun düşük performans, 2 yatırım fonunun (Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon ve Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon) yüksek performans gösterdiği, 2005 yılında ise 12 yatırım fonunun düşük performans, 1 yatırım fonunun (Evgin Yatırım Menkul değerler A Tipi Karma Fon) yüksek performans gösterdiği tespit edilmiştir. 2004 yılında yüksek performans gösteren 2 yatırım fonundan sadece Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon 2005 yılında da yüksek performans göstermeye devam etmişken, Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon 2005 yılında düşük performans göstermiştir. 11 adet yatırım fonu ise 2004 yılında gösterdikleri düşük performansı 2005 yılında da sürdürmüşlerdir.

2005 ve 2006 yılına ait sonuçlar incelendiğinde; 2005 yılında 12 yatırım fonunun düşük performans, 1 yatırım fonunun (Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon) yüksek performans gösterdiği, 2006 yılında ise 6 yatırım fonunun düşük performans, 7 yatırım fonunun yüksek performans gösterdiği tespit edilmiştir. 2005 yılında yüksek performans gösteren tek yatırım fonu olan Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon 2006 yılında da yüksek performansını devam ettirirken, her iki yılda da düşük performans gösteren yatırım fonları Denizbank A Tipi Karma Fon, Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, Gedik Yatırım Menkul değerler A tipi Karma Fon, İnter yatırım Menkul değerler A tipi Karma Fon, T.Ekonomi Bankası A Tipi Karma fon ve Halk Bankası A Tipi Karma Fon olmuştur.

Yatırım fonlarının ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne göre performanslarının devamlılık analizinden elde edilen sonuçlar Tablo 87’de özetlenmiştir.

Tablo 87: Yatırım Fonlarının Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütüne Göre Performanslarının Devamlılık Analizi Sonuçlarının Özeti

	2003				2004		
		üstün	düşük			üstün	düşük
2002	üstün	0	11	2003	üstün	0	1
		%0	%84,62			%0	%7,69
	düşük	1	1		düşük	2	10
		%7,69	%7,69			%15,39	%76,92
2004	2005			2005	2006		
		üstün	düşük			üstün	düşük
	üstün	1	1		üstün	1	0
		%7,69	%7,69			%7,69	%0
	düşük	0	11		düşük	6	6
		%0	%84,62			%46,15	%46,15

2002-2006 yılları arasında yatırım fonlarının ağırlıklandırılmış getiri ölçütüne göre performanslarının devamlılık analizine göre, incelenen yatırım fonlarının yaklaşık %58’inin performanslarını bir sonraki yılda da devam ettirme eğiliminde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. İnceleme döneminin tamamında yüksek ve inceleme döneminin tamamında düşük performans gösteren yatırım fonu bulunmamakla birlikte, incelenen 5 yıldan 4’ünde yüksek performans gösteren tek yatırım fonu Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Yatırım Fonu (sadece 2003 yılında düşük performans göstermiştir) olurken, incelenen 5 yıldan 4’ünde düşük performans gösteren yatırım fonları Denizbank A Tipi Karma Fon, Eczacıbaşı

Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, T.Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fon, Halk Bankası A Tipi Karma Fon ve Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon olmuştur.

Çalışmanın uygulama bölümünde, yatırım fonlarının seçicilik ve zamanlama kabiliyetlerini dikkate alarak performansını değerlendiren çok kriterli modellerden Treynor-Mazuy Modeli (Kuadratik Regresyon Modeli) ve Henricksson-Merton Modeli (Kukla Değişkenli Regresyon Modeli) ile 2002-2006 yılları arasında 13 A tipi karma yatırım fonunun performansı değerlendirilmiş, yatırım fonlarının seçicilik ve zamanlama kabiliyetine sahip olup olmadıkları ve performanslarını devam ettirme eğilimleri incelenmiştir.

Kuadratik Regresyon Modeli kapsamında elde edilen sonuçlara göre; incelenen 13 yatırım fonunun 11 tanesinin iyi, 2 tanesinin kötü seçicilik kabiliyetine sahip oldukları; ancak hem iyi hem de kötü seçicilik kabiliyetine sahip fonların %5 ve %10 güvenilirlik düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Yatırım fonlarının zamanlama kabiliyetine ilişkin olarak da; incelenen 13 fonun hepsinin zamanlama kabiliyetine sahip olduğu, ancak istatistiki olarak incelendiğinde %5 güvenilirlik düzeyinde 8 yatırım fonunun, %10 güvenilirlik düzeyinde 9 yatırım fonunun gerçek anlamda iyi zamanlama kabiliyetine sahip olduğu tespit edilmiştir.

Kukla Değişkenli Regresyon Modeli kapsamında elde edilen sonuçlara göre; incelenen 13 yatırım fonunun hepsinin seçicilik kabiliyetinin iyi olduğu ve %5 güvenilirlik düzeyinde bulunan sonuçların anlamlı olduğu, yani 13 yatırım fonunun gerçek anlamda seçicilik kabiliyetine sahip oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Yatırım fonlarının zamanlama kabiliyetine ilişkin olarak da; incelenen 13 yatırım fonunun hepsinin zamanlama kabiliyetinin kötü olduğu sonucuna ulaşılmış olup, elde edilen bu sonuçların istatistiki olarak incelendiğinde %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olduğu, yani 13 yatırım fonunun da gerçek anlamda kötü zamanlama kabiliyetine sahip olduğu tespit edilmiştir. Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton yöntemleri ile elde edilen sonuçlara göre yatırım fonlarının seçicilik ve zamanlama kabiliyetlerine göre sıralamaları karşılaştırılmış; iki modelin seçicilik kabiliyetine göre yaptığı sıralamaların çok olmasa da tutarlı sayılabileceği, zamanlama kabiliyetine göre

yaptığı sıralamaların ise tutarlı olmadığı tespit edilmiştir. İki modelin sonuçlarına göre yapılan sıralamalar arasında ilişki olup olmadığı Spearman Sıra Korelasyon katsayısı hesaplanarak test edilmiş; seçicilik kabiliyetleri açısından elde edilen sonuçlar arasında pozitif yönlü ama zayıf bir ilişki, zamanlama kabiliyetleri açısından elde edilen sonuçlar arasında negatif yönlü ama güçlü olmayan bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

İncelenen yatırım fonlarına ilişkin olarak yapılan devamlılık analizlerinde ise; yatırım fonlarının normal getiri performansları, piyasa portföyü olarak seçilen İMKB-100 Endeksine göre sağladıkları getiri performansları ve yatırım fonlarının her biri için kendi portföy yönetimleri tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden 31.12.2006 tarihli portföy değerlerine göre ağırlıklandırılarak oluşturulmuş ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne kıyasla sağladığı getiri performanslarına göre devamlılık analizi yapılmış; yatırım fonlarının, normal getiri performanslarına göre devamlılık analizinde yaklaşık %40'ının, piyasa portföyü olarak seçilen İMKB-100 Endeksine kıyasla sağladıkları getiri performansına göre devamlılık analizinde yaklaşık %54'ünün, ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne kıyasla sağladıkları getiri performanslarına devamlılık analizinde ise yaklaşık %58'inin performansını bir sonraki yılda da devam ettirme eğiliminde olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Temel makroekonomik hedeflere ulaşılmasında önemli bir role sahip olan yatırımların gerçekleştirilmesinde, büyük montanlı fonlara ihtiyaç duyulması finansal piyasaların gelişimini sağlamıştır. Yatırımların gerçekleştirilebilmesi amacıyla fona ihtiyaç duyan yatırımcılara tasarruf sahiplerinden fon aktarımını sağlamak üzere ortaya çıkan finansal piyasalar, çeşitli finansal yatırım araçlarının doğuşuna sebep olmuştur.

Ülkeler açısından bir gelişmişlik göstergesi olan derinleşmiş ve güçlü finansal piyasalar, fon talep eden ve fon arz eden birimler arasındaki fon aktarımında etkinliğin sağlanmasında ve kaynakların verimli alanlarda değerlendirilmesinde önemli role sahiptir. Ülkemizde henüz gelişme süreci içerisinde bulunan finansal piyasalar, yeni yatırım kuruluşları ve yatırım araçlarındaki çeşitlenmelerle daha fazla tasarruf toplanmasına ve bu tasarrufların daha fazla yatırıma dönüşmesine olanak sağlayacaktır.

Yatırım yapmak üzere fon talebinde bulunan ekonomik birimlerin ihtiyaç duyduğu yüksek miktartlı fonların oluşturulmasına imkan sağlayan yatırım kuruluşları; tasarruf sahiplerine küçük yatırımlarıyla ulaşamayacakları yatırım aracı çeşitliliği, riskin dağıtılması, ölçek ekonomilerinden yararlanılması ve profesyonel yönetim gibi önemli avantajlar sağlamaktadır.

Bu çalışmanın konusunu oluşturan yatırım fonları, tasarruf sahiplerinden topladıkları fonları çeşitli yatırım araçlarından oluşan bir portföy yardımıyla profesyonel yöneticiler öncülüğünde tasarruf sahipleri adına yöneten kurumlardır. Tasarruf sahiplerine küçük fonlarıyla her türlü yatırım aracına ulaşmasını sağlayan yatırım fonları aslında birçok yatırım aracını içinde barındıran bir sepettir.

Birikimlerini değerlendirmek isteyen tasarruf sahipleri için yatırım fonlarının alternatif yatırım araçlarına göre bir tercih unsuru olması açısından, yatırım fonlarının sağladığı getiri ve risk önem arz etmektedir. Benzer şekilde, yatırım fonu kurucularının da portföyü iyi yönetip yönetmediklerinin tespit edilmesi gereklidir. Bu noktada, yatırım fonlarının alternatif yatırım araçlarına ve diğer yatırım fonlarına

göre performans değerlendirmesi gereği ortaya çıkmaktadır. Ayrıca yatırım fonlarının performans değerlendirmesinde yatırım fonlarının sadece iyi performans göstermesine değil, aynı zamanda gösterdikleri performansın devamlılığına da dikkat edilmelidir.

Çalışmanın uygulama bölümünde yatırım fonlarının seçicilik ve zamanlama kabiliyetini ölçen çok kriterli modellerden Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton (Kukla değişkenli) Performans Değerlendirme Modelleri esas alınarak 2002-2006 arası dönemde Türkiye’de faaliyet gösteren A tipi karma yatırım fonları üzerine bir analiz yapılmıştır. 2002-2006 yılları arasında kesintisiz veriye sahip 13 adet A tipi karma yatırım fonu Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton performans değerlendirme yöntemleri çerçevesinde E-views programı yardımıyla regresyon analizine tabi tutulmuş ve yatırım fonlarının performanslarının devamlılığına ilişkin değerlendirmeler yapılmıştır.

İlk olarak incelenen dönemde fonlara ait getiri ve riskler hesaplanmış olup gösterge portföy olan İMKB-100 endeksi ile karşılaştırılmıştır. Ham getiriler çerçevesinde 2002-2006 yıllarını kapsayan 5 yıllık dönemde yatırım fonlarının ortalama getirisi 0,01934 olarak hesaplanmış olup, piyasa gösterge endeksi olarak alınan İMKB-100 endeksinin ortalama getirisi ise 0,02395 olarak bulunmuştur. Buna karşılık ortalama riskliliğin göstergesi olarak ortalama standart sapmalar hesaplanmış ve yatırım fonlarının ortalama standart sapması 0,01184 olarak bulunurken, piyasa getirisinin ortalama standart sapması 0,10632 olarak elde edilmiştir. Bu hesaplamalar ışığında, fonların gösterge endekse göre daha az risk taşıdığı ve daha düşük ortalama getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç Finansal Varlıkları Fiyatlama Modelini de desteklemektedir.

İkinci aşamada, Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton Modelleri; bağımsız değişken olarak piyasa endeksinin (İMKB-100 Endeksi) risksiz faiz oranı (DİBS Endeksi) üzerinde sağladığı ek getiri, bağımlı değişken olarak her bir fonun risksiz faiz oranı (DİBS Endeksi) üzerinde sağladığı ek getiri kullanılarak 2002-2006 yılları arası 5 yıllık dönemde 13 yatırım fonuna uygulanmıştır.

Treynor-Mazuy yöntemi ile elde edilen ham sonuçlara göre yatırım fonlarının incelenen dönemde ortalama olarak seçicilik ve zamanlama kabiliyetine sahip

oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Teker teker fonlar bazında incelendiğinde ise, 11 yatırım fonunun seçicilik ve zamanlama kabiliyetine sahip olduğu; 2 yatırım fonunun ise zamanlama kabiliyetine sahip olduğu ancak seçicilik kabiliyetinin kötü olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuçların t-testi ile %5 güvenilirlik düzeyinde istatistiki anlamlılıkları incelendiğinde; 11 tanesinin pozitif ve 2 tanesinin negatif seçicilik kabiliyetine sahip olduğu bulunan yatırım fonlarının hiçbirisinin gerçek anlamda iyi ve kötü seçicilik kabiliyetine sahip olmadıkları; zamanlama kabiliyeti iyi olarak bulunan 13 yatırım fonundan sadece 8 tanesinin gerçek anlamda iyi zamanlama kabiliyetine sahip olduğu, 5 yatırım fonunun ise gerçek anlamda iyi zamanlama kabiliyeti göstermediği saptanmıştır. En yüksek sistematik riske sahip yatırım fonu Gedik Menkul Değerler A Tipi Yatırım fonu, en düşük sistematik riske sahip yatırım fonu ise T. Halk Bankası A Tipi Yatırım Fonu olarak bulunmuştur.

Henricksson-Merton yöntemi ile elde edilen ham sonuçlara göre yatırım fonlarının incelenen dönemde ortalama olarak seçicilik kabiliyetine sahip olduğu, ancak zamanlama kabiliyetinin kötü olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Teker teker fonlar bazında incelendiğinde ise, 13 yatırım fonunun tamamının seçicilik kabiliyetinin iyi, ancak zamanlama kabiliyetinin kötü olduğu tespit edilmiş ve elde edilen bu sonuçların t-testi ile %5 güvenilirlik düzeyinde istatistiki anlamlılıkları incelendiğinde; bütün yatırım fonlarının gerçek anlamda iyi seçicilik kabiliyetine, ancak kötü zamanlama kabiliyetine sahip oldukları saptanmıştır. En yüksek sistematik riske sahip yatırım fonu Global Menkul Değerler A Tipi Yatırım fonu, en düşük sistematik riske sahip yatırım fonu ise T. Halk Bankası A Tipi Yatırım Fonu olarak bulunmuştur.

Analizin üçüncü aşamasında, Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton modellerine göre elde edilen sonuçlarla seçicilik ve zamanlama kabiliyetlerini dikkate alarak yapılan fon sıralamalarının karşılaştırılması sonucu, seçicilik kabiliyetine göre yapılan sıralamaların az da olsa tutarlı sayılabileceği, ancak zamanlama kabiliyetine göre yapılan sıralamaların tutarsız olduğu sonucuna ulaşılmış olup, sıralamalar arasında bir ilişkinin olup olmadığının incelenmesinde Spearman Sıra Korelasyon katsayısı hesaplanmıştır. Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton modellerine göre hesaplanan seçicilik kabiliyetleri arasındaki korelasyon katsayısı 0,2253 olarak bulunmuş olup, iki model arasında zayıf ama pozitif yönlü bir ilişki olduğu; Treynor-Mazuy ve Henricksson-Merton modellerine göre hesaplanan zamanlama kabiliyetleri arasındaki korelasyon katsayısı -0,4835 olarak bulunmuş olup, iki model arasında

zayıf ama negatif yönlü bir ilişki olduğunu sonucuna varılmıştır. Treynor-Mazuy modeli sonuçlarıyla seçicilik ve zamanlama kabiliyetine göre yapılan sıralamalar arasındaki korelasyon katsayısı -0,0549 olarak bulunmuş olup bu durum sıralamalar arasında zayıf ama negatif yönlü bir ilişki olduğunu; Henricksson-Merton modeli sonuçlarıyla seçicilik ve zamanlama kabiliyetine göre yapılan sıralamalar arasındaki korelasyon katsayısı -0,9176 olarak bulunmuş olup bu durum sıralamalar arasında kısmen güçlü ama negatif yönlü bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Spearman Sıra Korelasyon katsayıları için bulunan sonuçlar, yatırım fonlarının iki modeldeki seçicilik kabiliyeti sıralamalarının tutarlı olarak bulunmasına karşın zamanlama kabiliyeti sıralamalarının tutarsız olduğunu ve zamanlama kabiliyeti yüksek olan fonların seçicilik kabiliyetinin düşük olduğunu; seçicilik kabiliyeti yüksek olan fonların zamanlama kabiliyetinin düşük olduğunu göstermektedir. İki modelden elde edilen sonuçların tutarsızlığının nedeninin Henricksson-Merton modelinde yükselen ve düşen piyasaların da kukla değişken yardımıyla analize katılmasından kaynaklandığı düşünülmüştür.

Dördüncü aşamada yatırım fonlarının performanslarının devamlılığı, normal getiri performansları, piyasa portföyü olarak seçilen İMKB-100 Endeksine kıyasla sağladıkları getiri performansları ve her bir yatırım fonunun kendi fon yönetimi tarafından belirlenen karşılaştırma ölçütlerinden fonların 31.12.2006 tarihli portföy değerleri dikkate alınarak oluşturulan ağırlıklandırılmış karşılaştırma ölçütüne kıyasla sağladıkları getiri performansları ile analiz edilmiştir.

2002-2006 yılları arasında yatırım fonlarının normal getiri performanslarına göre yapılan devamlılık analizinde, incelenen 13 yatırım fonunun yaklaşık %40'ının performansını bir sonraki yılda da devam ettirme eğiliminde olduğu sonucuna ulaşılmış olup, inceleme döneminin tamamında yüksek ve inceleme döneminin tamamında düşük performans gösteren yatırım fonu bulunmamıştır. İncelenen 5 yıldan 4'ünde yüksek performans gösteren iki fon Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon (sadece 2002 yılında düşük performans göstermiştir) ve T.C. Ziraat Bankası A Tipi Karma Fon (sadece 2005 yılında düşük performans göstermiştir) olurken, incelenen 5 yıldan 4'ünde düşük performans gösteren iki yatırım fonu Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon (sadece 2002 yılında yüksek performans göstermiştir) ve Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon (sadece 2003 yılında yüksek performans göstermiştir) olmuştur.

2002-2006 yılları arasında yatırım fonlarının piyasa portföyüne kıyasla sağladığı getiri performanslarının devamlılık analizine göre, incelenen 13 yatırım fonunun yaklaşık %54'ünün performanslarını bir sonraki yılda da devam ettirme eğiliminde olduğu sonucuna ulaşılmış olup, inceleme döneminin tamamında yüksek performans gösteren yatırım fonu bulunmamakla birlikte, incelenen 5 yılın tamamında düşük performans gösteren tek fon Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon olmuştur. İncelenen 5 yıldan 3'ünde yüksek performans gösteren tek yatırım fonu ise Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon olmuştur.

2002-2006 yılları arasında yatırım fonlarının ağırlıklandırılmış getiri ölçütüne göre performanslarının devamlılık analizine göre, incelenen 13 yatırım fonunun yaklaşık %58'inin performanslarını bir sonraki yılda da devam ettirme eğiliminde olduğu sonucuna ulaşılmış olup; inceleme döneminin tamamında yüksek ve inceleme döneminin tamamında düşük performans gösteren yatırım fonu bulunmamakla birlikte, incelenen 5 yıldan 4'ünde yüksek performans gösteren tek yatırım fonu Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Yatırım Fonu (sadece 2003 yılında düşük performans göstermiştir) olurken, incelenen 5 yıldan 4'ünde düşük performans gösteren yatırım fonları Denizbank A Tipi Karma Fon, Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, T.Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fon, Halk Bankası A Tipi Karma Fon ve Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon olmuştur.

Ölçülü risk almayı tercih eden yatırımcılara yönelik bir yatırım aracı olan A tipi karma yatırım fonları, dengeli bir portföy yapısına sahip olarak katılma belgesi sahiplerine orta-uzun vadede sürekli ve yüksek getiri sağlamayı hedeflemektedir. Çalışmanın uygulama bölümünde bu hedeflerine ne ölçüde ulaşabildikleri incelenen A tipi karma yatırım fonlarının genel olarak seçicilik kabiliyetine sahip olmalarına rağmen zamanlama kabiliyetlerinin iyi olmadığı sonucuna ulaşılmış, piyasa portföyü olarak kabul edilen İMKB-100 Endeksi getirisine kıyasla başarısız oldukları tespit edilmiştir. Başarısızlığa ilişkin bu tespitte; incelenen dönemde sağlanan güven ortamı, ekonomik politikalardaki istikrar, sıcak para girişi ve piyasalara hakim olan olumlu hava da önemli bir etken olmuştur. 2002 başında 13.252 puan olan İMKB-100 Endeksi değeri 2006 sonunda 39.117'ye ulaşmış; İMKB-100 Endeksindeki bu

orandaki bir değişim, A tipi karma yatırım fonlarının sadece hisse senetlerini değil, çeşitli yatırım araçlarını içermesi nedeniyle yatırım fonlarının getirilerine bu büyüklükte yansımamış; dolayısıyla yatırım fonları piyasaya göre başarısız olmuştur. Yatırım fonlarının yıllık ortalama getirileri 2003, 2004 ve 2005 yıllarında İMKB-100 Endeksinin yıllık ortalama getirisini yakalayamamış; sadece İMKB-100 Endeksinin yıllık ortalama getirisinin negatif olduğu 2002 yılında ve çok düşük bir pozitif getiriye sahip olduğu 2006 yılında İMKB-100 Endeksinin yıllık ortalama getirisini aşmıştır. Yani genel olarak A tipi karma yatırım fonları, çeşitli yatırım araçlarının bir bileşimi olarak oluşturulduğundan endeksin genel olarak artış eğiliminde olduğu dönemlerde hisse senedi piyasasındaki büyüklükte bir artışı yakalayamamış, ancak endeksin genel olarak düşüş eğiliminde olduğu dönemlerde portföyünde yer alan sabit getirili menkul kıymetler dolayısıyla bu düşüşten daha az etkilenmiştir.

Çalışma kapsamında dikkat çeken bir diğer nokta da, A tipi karma yatırım fonlarının piyasa portföyünden daha iyi performans gösterememesinin yanı sıra, her bir yatırım fonunun kendi fon yönetimi tarafından belirlenen ve fon yönetiminin kendine belirlediği hedef getiriye ifade eden karşılaştırma ölçütlerine göre de başarısız bulunmalarıdır. Yapılan değerlendirmeler sonucu A tipi karma yatırım fonlarının, kendileri için oluşturdukları hedefleri gerçekleştirmeleri açısından da genel olarak başarısız oldukları tespit edilmiştir.

Tasarruf sahiplerinden katılma belgeleri karşılığı topladıkları fonları, çeşitli yatırım araçlarından oluşan bir portföy yardımıyla, profesyonel yöneticiler öncülüğünde tasarruf sahipleri adına yöneten ve bu fonları bireysel yatırımcılara göre daha yüksek getiri sağlayacak şekilde değerlendirme amacına sahip olan A tipi karma yatırım fonlarının, sağladıkları profesyonel yönetim ile pasif olarak yönetilen bir portföye göre daha yüksek getiri sağlayamadığı, yani incelenen 2002-2006 arası dönemde A tipi karma yatırım fonlarının, yatırım fonlarının performansına ilişkin daha önceki çalışmaların genelinde elde edilen bulgular gibi piyasa gösterge portföyünden daha iyi bir performans göstermediği sonucuna ulaşılmıştır.

Yapılan analizden yola çıkılarak; her geçen yıl daha büyük portföy büyüklüğüne ulaşarak daha fazla yatırımcı tarafından tercih edilen yatırım fonları için; piyasa ile ilgili beklentilerin kötü olması ve piyasanın düşme eğilimine girmesi beklentisine sahip olunması durumunda portföylerindeki hisse senetleri oranının

düşürölerek sabit getirili menkul kıymetlere yönelinmesi, piyasa ile ilgili beklentilerin olumlu olması ve piyasanın yükselme eğilimine girmesi beklentisinin hakim olması durumunda ise portföylerindeki hisse senedi oranının arttırılması, yatırım fonlarının daha iyi bir performansa sahip olmaları açısından önerilebilir.

KAYNAKÇA

ALGÜNER, Ayhan. “**Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği**”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları Yayın No:199, Ankara, Haziran 2006.

AKEL, Veli. “Portföy Performansının Değerlendirilmesi Ders Notu”, Kasım 2006.
(http://iibf.bozok.edu.tr/akademik/veli_akel/portfoy_performansi.pdf) (03.03.2007)

AKEL, Veli. **Portföy Performansının Devamlılığının Analizi: Türkiye’deki Yatırım Fonları Örneği**, T.C. Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Bilim Dalı Doktora Tezi, Kayseri, Haziran 2006.

AKGÜN, Ayşegül. “Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: Türkiye Üzerine Bir Çalışma”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1993.

APAK, Sudi. “**Sermaye Piyasaları ve Borsa**”, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 1995.

BEYAZOĞLU, Hakan. “Yatırım Fonları Üzerine Bir Değerlendirme ve Türkiye’de İştirak Yatırım Fonları”, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdleri, 2002.
(<http://www.spk.gov.tr/yayinlar/kye/kye.html>) (16.05.2007).

BOLAT, İsmet. “Sermaye Piyasaları ve Yatırım Fonları Mevcut Durum, Sonuç ve Çözüm Önerileri”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mayıs 2006.

BOLLEN, Nicolas P.B., Jeffrey A. Busse. “On the Timing Ability of Mutual Fund Managers”, **Journal Of Finance**, Vol.56, No.3, June 2001, 1075-1094.

CANBAŞ, Serpil, Hatice Doğukanlı. “**Finansal Pazarlar**”, Genişletilmiş 3. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul, 2001.

CANBAŞ, Serpil, Serkan Yılmaz Kandır. “Türkiye’deki Yatırım Fonları Performanslarının Tutarlılığının İncelenmesi”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Mart 2004.

CANBAŞ, Serpil, Serkan Yılmaz Kandır. “Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Aralık 2002.

CARLSON, Robert S. “Aggregate Performance of Mutual Funds, 1948-1967”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.5(1), 1970, 1-32.

ÇÖMEN, Fatih. “Sermaye Piyasasında Vergilendirme ve Sermaye Piyasası Oluşumuna Etkileri”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ağustos 2006.

DEMİRTAŞ, Özgür, Zülal Güngör. Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama, **Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi**, Cilt 1, Sayı 4, Temmuz 2004.

EUN C.S., R. KOLODNY, B.G. RESNICK, “U.S. Based International Mutual Funds: A Performance Evaluation”, **The Journal of Portfolio Management** 17, Spring 1991, s. 88-94.

FRIEND I., F.E. Brown, E.S. Herman, D. Vickers. “A Study of Mutual Funds”, U.S. Government Printing Office, Washington D.C., 1962.

GRINBLATT, Mark, Sheridan Titman. “The Persistence of Mutual Fund Performance”, **Journal of Finance**, Vol.47, No.5, 1992, 1977-1984.

GÖKGÖZ, Fazıl. “**A Tipi Karma Yatırım Fonlarının Stil Analizi ve Performans Değerlendirmesi**”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları Yayın No:188, Ankara 2005.

GÜNAL, Vural. “**Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Hareketleri**”, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1997.

GÜRMAN, Tevfik. “**Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları**”, Ankara, 1995.

GRAHAM, John R., Champbell R.Harvey. "Market Timing Ability and Volatility Implied in Investment Newsletters' Asset Allocation Recommendations", **Financial Analysis Journal**, Vol.42, 397-422.

HENRICKSSON, Roy D. "Market Timing and Investment Performance: An Empirical Investigation", **Journal of Business**, Vol.57(1), 1984, 73-96

IPPOLITO, Richard A. "Efficiency With Costly Information:A Study Of Mutual Fund Performance:1965-1984", **The Quarterly Journal Of Economics**, Vol.104(1), 1989, 1-23

JENSEN M. "Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", **Journal of Finance**, 1969.

KAHRAMAN, Derya. "Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarında Sona Erme Analizi ve Tahmini", (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Afyon Kocatepe Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı, Ekim 2006.

KARACABEY, A. Argun. "**A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi Ve Değerlendirilmesi**", Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları:21, Ankara 1998.

KARAGÖZ, Bora. "Türkiye'deki A Tipi Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirmesi", (Yayınlanmamış Tezsiz Yüksek Lisans Projesi), T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007.

KARATEPE, Yalçın, A.Argun Karacabey. "A-Tipi Yatırım Fonları Performansının Yeni Bir Yöntem Kullanılarak Değerlendirilmesi: Graham-Harvey Performans Testi", **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 55(2), 2000, 55-67.

KARSLI, Muharrem. "**Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**", Alfa Basım Yayın, İstanbul, 2004.

KILIÇ, Saim. "**Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**", Mart Matbaacılık, Ankara, 2002.

KONT, Bayram. "Dünyada ve Türkiyede Yatırım Fonları", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi** No: 16, Ocak-Şubat 2001. (www.makalem.com) (21.01.2007)

KORKMAZ, Tuba Kale , Mine Akdeniz Özdemir, "Varlık Fiyatlama Modelleri", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi** No:35, Mart-Nisan 2004. (www.makalem.com) (17.07.2007)

MCDONALD, John G. "Objectives and Performance of Mutual Funds, 1960-1969", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.9(3), 1974, ss. 311-333.

OKSAY, Suna. "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi" (<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/oksay4.pdf>) (12.04.2007)

ÖZÜTÜRK, Bülent. "Yatırım Fonu Performanslarının Yatırım Fonu Endekslerinin Oluşturulması Yoluyla Ölçülmesi", Yeterlik Etüdü, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Ankara, Ekim 1999.

REDMAN, Arnold R. , N. S. Gullett, Herman Manakyan. "The Performance of Global and International Mutual Funds", **Journal of Financial and Strategic Decisions**, Vol 13(1), Spring 2002, ss. 75-85.

TANÖR, Reha. "**Türk Sermaye Piyasası 2.Cilt Halka Arz**", İstanbul, 2000.

TEKER, Suat, Emre Karakum ve Osman Tav. "Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi", **10.Ulusal Finans Kongresi Dokuz Eylül Üniversitesi**.

TREYNOR, Jack L. "How to Rate Management Investment of Funds", **Harward Business Review**, Vol.43(1), 1965, ss. 63-75.

TREYNOR J.L. ve K.K.Mazuy, "Can Mutual Funds Outguess The Market?", **Harward Business Rewiev**, Vol.44, 1966, 131-136.

YALÇINKAYA, Pınar. "Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi (1998-2000)", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.

SHARPE, W.F. "Mutual Fund Performance", **Journal of Business** 39, 1966, ss. 119-138.

UZUN, Yetkin. "Yatırım Fonlarının Performanslarının Ölçümü ve Türkiye Uygulaması", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2000.

"Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları", Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey ve Türev Araçlar Lisansı Eğitimi, Mayıs 2005 (www.tspakb.org.tr)

"Sermaye Piyasası Mevzuatı"

"Takas ve Operasyon İşlemleri", Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Kılavuzu, Mart 2007 (www.tspakb.org.tr)

"Tüm Değişikliklerle Sermaye Piyasası Kanunu", Ankara, Mart 2007.

"Yatırım Fonları", SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, Ankara, Mart 2007. http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ybilgilendirme/yatirim_fonlari.pdf (18.03.2007)

Ata Yatırım Menkul Kıymetler, <http://www.atayatirim.com.tr> (05.10.2007)

Denizbank A.Ş., <http://www.denizbank.com.tr> (05.10.2007)

Eczacıbaşı Menkul Değerler, <http://www.emdas.com> (05.10.2007)

Evgin Yatırım Menkul Değerler, <http://www.evgin.com.tr> (05.10.2007)

Finans Yatırım Menkul Değerler, <http://www.hissefinans.com> (05.10.2007)

Gedik yatırım Menkul Değerler, <http://www.gedik.com> (05.10.2007)

Global Menkul Değerler, <http://212.98.223.160> (05.10.2007)

İnter Yatırım Menkul Değerler, <http://www.interyatirim.com.tr> (05.10.2007)

T.C. Ziraat Bankası A.Ş., <http://www.ziraat.com.tr> (05.10.2007)

Türk Ekonomi Bankası A.Ş., <http://www.tebyatirim.com.tr> (05.10.2007)

Türkiye Halk Bankası A.Ş., <http://www.halkbank.com.tr> (05.10.2007)

Tacirler Menkul Değerler, <http://www.tacirler.com.tr> (05.10.2007)

Yapı Kredi Bankası A.Ş., <http://www.yapikredi.com.tr> (05.10.2007)

Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği, www.kyd.org.tr

T.C. Merkez Bankası, www.tcmb.gov.tr

Sermaye Piyasası Kurulu, www.spk.gov.tr

Investment Company Institute (Yatırım Şirketleri Enstitüsü), www.ici.org
(18.06.2007)

European Fund and Asset Management Association (Avrupa Yatırım Fonları ve
Portföy Yöneticileri Birliği), www.efama.org (17.07.2007)

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, www.imkb.gov.tr

İş Yatırım, www.isyatirim.com.tr (02.08.2007)

Takasbank, <http://www.takasbank.com.tr/tr/Hizm/fs10.htm> (17.05.2007)

http://www.vergidegundem.com/circular.asp?circular_id=1235&page_id=1
(14.02.2007)

EKLER

Ek 1: Çeşitli Ülkelerde Faaliyet Gösteren Yatırım Fonlarının Portföy Değeri
(milyon dolar)¹ (Sayfa 1/2)

Ülkeler	2002	2003	2004	2005	2006
Dünya	11,324,128	14,048,311	16,164,793	17,771,025	21,764,912
Amerika	5,776,289	7,969,541	8,792,450	9,763,919	11,486,171
A.B.D	6,390,358	7,414,401	8,106,939	8,904,822	10,413,617
Arjantin	1,021	1,916	2,355	3,626	6,153
Brezilya	96,729	171,596	220,586	302,927	418,771
Kanada	248,979	338,369	413,772	490,518	566,298
Kosta Rika	1,738	2,754	1,053	804	1,018
Meksika	30,759	31,953	35,157	47,253	62,614
Şili	6,705	8,552	12,588	13,969	17,700
Avrupa	3,463,000	4,682,836	5,640,450	6,002,261	7,744,204
Almanya	209,168	276,319	295,997	296,787	340,325
Avusturya	66,877	87,982	103,709	109,002	128,236
Belçika	74,983	98,724	118,373	115,314	137,291
Çek Cumhuriyeti	3,297	4,083	4,860	5,331	6,842
Danimarka ²	40,153	49,533	64,799	75,199	95,620
Finlandiya	16,516	25,601	37,658	45,415	67,804
Fransa	845,147	1,148,446	1,370,954	1,362,671	1,769,258
Hollanda	84,211	93,573	102,134	94,357	108,560
İngiltere	288,887	396,523	492,726	547,103	786,501
İrlanda	250,116	360,425	467,620	546,242	767,520
İspanya	179,133	255,344	317,538	316,864	367,918
İsveç	57,992	87,746	107,064	119,059	176,900
İsviçre	82,622	90,772	94,407	116,669	159,515
İtalya	378,259	478,734	511,733	450,514	452,798
Lihtenştayn	3,847	8,936	12,543	13,970	17,315
Luksemburg	803,869	1,104,112	1,396,131	1,635,785	2,188,278
Macaristan	3,992	3,936	4,966	6,068	7,141
Norveç	15,471	21,994	29,907	40,122	54,065
Polonya	5,468	8,576	12,014	17,652	28,957
Portekiz	19,969	26,985	30,514	28,801	31,214
Romanya	27	29	72	109	247
Rusya	372	851	1,347	2,417	5,659
Slovakya		1,061	2,168	3,035	3,171
TÜRKİYE	6,002	14,157	18,112	21,761	15,463
Yunanistan	26,621	38,394	43,106	32,011	27,604
Asya ve Pasifik	1,063,857	1,361,473	1,677,887	1,939,251	2,456,511
Avustralya	356,304	518,411	635,073	700,068	864,254
Filipinler	474	792	952	1,449	1,544
Güney Kore	149,544	121,663	177,417	198,994	251,930
Hindistan	20,364	29,800	32,846	40,546	58,219
Hong Kong	164,322	255,811	343,638	460,517	631,055
Japonya	303,191	349,148	399,462	470,044	578,883
Pakistan					2,164
Tayvan	62,153	76,205	77,328	57,301	55,571

**Ek 1: Çeşitli lkelerde Faaliyet Gösteren Yatırım Fonlarının Portföy Değeri
(milyon dolar)¹ (Sayfa 2/2)**

Yeni Zelanda	7,505	9,641	11,171	10,332	12,892
Afrika	20,983	34,460	54,006	65,594	78,026
Güney Afrika	20,983	34,460	54,006	65,594	78,026

Kaynak: EFAMA

¹Fransa, İtalya ve Lüksemburg dışındaki ülkeler için fon sepeti dahil edilmemektedir.

²2003'den önce kurumsal yatırımcılara ayrılan özel fonları içermektedir.

Ek 2: Çeşitli Ülkelerde Faaliyet Gösteren Yatırım Fonlarının Sayısı¹ (Sayfa 1/2)

Ülkeler	2002	2003	2004	2005	2006
Dünya	54,110	54,569	54,982	56,867	61,506
Amerika	13,884	13,921	14,064	13,763	14,477
A.B.D	8,244	8,126	8,041	7,974	8,120
Arjantin	211	186	186	200	223
Brezilya	2,755	2,805	2,859	2,685	2,907
Kanada	1,956	1,887	1,915	1,695	1,764
Kosta Rika	128	129	115	110	100
Meksika	364	374	411	416	437
Şili	226	414	537	683	926
Avrupa	28,972	28,541	28,764	30,060	32,800
Almanya	1,092	1,050	1,041	1,076	1,199
Avusturya	808	833	840	881	948
Belçika	1,141	1,224	1,281	1,391	1,549
Çek Cumhuriyeti	76	58	53	51	58
Danimarka ²	485	400	423	471	494
Finlandiya	312	249	280	333	376
Fransa	7,773	7,902	7,908	7,758	8,092
Hollanda	680	593	-	515	473
İngiltere	1,787	1,692	1,710	1,680	1,903
İrlanda	1,905	1,978	2,088	2,127	2,339
İspanya	2,466	2,471	2,559	2,672	3,235
İsveç	512	485	461	464	474
İsviçre	512	441	385	510	609
İtalya	1,073	1,012	1,142	1,035	989
Lihtenştayn	111	137	171	200	233
Luksemburg	6,874	6,578	6,855	7,222	7,919
Macaristan	90	96	97	91	92
Norveç	419	375	406	419	524
Polonya	107	112	130	150	157
Portekiz	170	160	163	169	175
Romanya	20	20	19	23	32
Rusya	57	132	210	257	358
Slovakya		37	40	43	43
TÜRKİYE	242	241	240	275	282
Yunanistan	260	265	262	247	247
Asya ve Pasifik	10,794	11,641	11,617	12,427	13,479
Avusturalya	-	-	-	-	-
Filipinler	21	21	24	32	38
Güney Kore	5,873	6,726	6,636	7,279	750
Hindistan	312	350	394	445	468
Hong Kong	942	963	1,013	1,009	1,099
Japonya	2,718	2,617	2,552	2,640	2,753
Pakistan	-	-	-	-	31
Tayvan	351	401	445	459	447

Ek 2: Çeşitli Ülkelerde Faaliyet Gösteren Yatırım Fonlarının Sayısı¹ (Sayfa 2/2)

Yeni Zelanda	577	563	553	563	613
Afrika	460	446	537	617	750
Güney Afrika	460	466	537	617	750

Kaynak: EFAMA

¹Fransa, İtalya ve Lüksemburg dışındaki ülkeler için fon sepeti dahil edilmemektedir.

²2003'den önce kurumsal yatırımcılara ayrılan özel fonları içermektedir.

Ek 3: Türkiye’de Yatırım Fonu Kurucularının Toplam Fon Değerleri ve Piyasa Payları (Aralık 2006) (Sayfa 1/2)

NO	KURUCU	FON TOPLAM DEĞERİ (YTL)	PİYASA PAYI (%)
1	T.İŞ BANKASI A.Ş.	4,527,746,544	20.57
2	AKBANK T.A.Ş.	2,809,914,677	12.77
3	T.GARANTİ BANKASI A.Ş.	2,647,758,544	12.03
4	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	2,519,612,597	11.45
5	KOÇBANK A.Ş.	2,022,605,607	9.19
6	T.C. ZİRAAT BANKASI A.Ş.	1,289,010,337	5.86
7	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	1,018,347,622	4.63
8	HSBC BANK A.Ş.	766,839,549	3.48
9	OYAKBANK A.Ş.	682,771,372	3.10
10	TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.	565,034,094	2.57
11	FİNANSBANK A.Ş.	496,578,227	2.26
12	DENİZBANK A.Ş.	301,199,788	1.37
13	KOÇ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	275,411,166	1.25
14	T.HALK BANKASI A.Ş.	267,887,645	1.22
15	FORTIS BANK A.Ş.	248,966,651	1.13
16	YAPI KREDİ YATIRIM MEN. DEĞ. A.Ş.	175,375,775	0.80
17	HSBC YATIRIM MENKUL DEĞ. A.Ş.	168,620,919	0.77
18	YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞ. A.Ş.	113,300,550	0.51
19	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	104,777,053	0.48
20	FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞ. A.Ş.	96,329,174	0.44
21	ECZACIBAŞI MENKUL DEĞERLER A.Ş.	89,105,005	0.40
22	ATA YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.	83,119,723	0.38
23	ZİRAAT YATIRIM VE MENKUL DEĞ. A.Ş.	75,268,020	0.34
24	DOW JONES İSTANBUL20	67,302,399	0.31
25	GARANTİ YAT. MENKUL KIYMETLER A.Ş.	59,048,803	0.27
26	ALTERNATİFBANK A.Ş.	55,542,483	0.25
27	ANADOLUBANK A.Ş.	53,059,536	0.24
28	BANKEUROPA BANKASI A.Ş.	47,947,807	0.22
29	TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	43,344,833	0.20
30	ŞEKERBANK T.A.Ş.	41,165,234	0.19
31	GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.	36,949,830	0.17
32	TEKSTİL BANKASI A.Ş.	32,141,079	0.15
33	HALK YATIRIM MEN. DEĞ. A.Ş.	25,264,826	0.11
34	TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.	24,834,194	0.11
35	ACAR YATIRIM MENKUL DEĞ. A.Ş.	23,764,452	0.11
36	FORTIS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	18,540,506	0.08
37	RAYMOND JAMES YAT. M. KY. A.Ş.	14,813,734	0.07
38	İSVİÇRE HAYAT SİGORTA A.Ş.	14,246,915	0.06
39	TURKISH BANK A.Ş.	11,831,718	0.05
40	STRATEJİ MENKUL DEĞERLER A.Ş.	11,746,769	0.05
41	TEKFENBANK A.Ş.	11,130,396	0.05
42	TACİRLER MENKUL DEĞERLER A.Ş.	10,103,924	0.05
43	EKİNCİLER YATIRIM MENKUL DEĞ. A.Ş.	9,978,468	0.05
44	İSVİÇRE SİGORTA A.Ş.	9,457,166	0.04
45	BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	6,759,722	0.03
46	DUNDAS ÜNLÜ MENKUL DEĞERLER A.Ş.	5,554,109	0.03
47	DELTA MENKUL DEĞERLER A.Ş.	3,199,005	0.01
48	SANKO MENKUL DEĞERLER A.Ş.	3,102,851	0.01
49	TÜRKİYE KALKINMA BANKASI A.Ş.	3,009,552	0.01

Ek 3: Türkiye’de Yatırım Fonu Kurucularının Toplam Fon Değerleri ve Piyasa Payları (Aralık 2006) (Sayfa 2/2)

50	INTER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	2,993,982	0.01
51	KALKINMA YAT. MENKUL DEĞ. A.Ş.	2,878,358	0.01
52	AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	2,600,463	0.01
53	INFO YATIRIM A.Ş.	2,506,360	0.01
54	GEDİK YAT.MENKUL DEĞERLER A.Ş.	2,333,982	0.01
55	BAŞKENT MENKUL DEĞERLER A.Ş.	1,552,797	0.01
56	BANKPOZİTİF KREDİ VE KALKINMA BAN.A.Ş.	1,443,118	0.01
57	EVGIN YAT.MENKUL DEĞERLER TİC. A.Ş.	1,265,317	0.01
58	MEKSA YAT.MENKUL DEĞERLER A.Ş.	1,059,100	0.00
59	NUROL MENKUL KIYMETLER A.Ş.	936,797	0.00
60	ÖNCÜ MENKUL DEĞERLER A.Ş.	920,018	0.00
61	TURKISH BANK A.Ş.	460,203	0.00
62	TURKISH YATIRIM A.Ş.	278,827	0.00
63	ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞ.A.Ş.	277,474	0.00
64	HAK MENKUL KIYMETLER A.Ş.	235,932	0.00
65	MNG BANK A.Ş.	227,628	0.00
66	TEKSTİL MENKUL DEĞERLER A.Ş.	173,927	0.00
67	TAİB YATIRIM A.Ş.	10,981	0.00
68	GİSAD MENKUL DEĞERLER A.Ş.	0	0.00
	TOPLAM	22,011,576,215	100.00
Kaynak : SPK Aylık Bültenleri, Aralık 2006			

Ek 4: Analizde Kullanılan Veriler (Sayfa 1/7)

	31.01.2002	28.02.2002	31.03.2002	30.04.2002	31.05.2002	30.06.2002	31.07.2002	31.08.2002	30.09.2002
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	3,4473245	3,6048591	3,53809935	3,48920423	3,46325565	3,383463645	3,643832525	3,69168204	3,57172766
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,07123568	0,07139616	0,07467208	0,07580056	0,07590677	0,077906841	0,084936021	0,083303712	0,08223198
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,01791933	0,01826937	0,01863905	0,01916965	0,01919177	0,019393606	0,020985684	0,021161525	0,02086856
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,11264172	0,12636011	0,11318816	0,1148844	0,1100929	0,106783072	0,113764006	0,116467079	0,11070233
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,01692135	0,01857971	0,017691599	0,01779166	0,01713649	0,017430854	0,019317231	0,018745344	0,01783537
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,14351982	0,14767148	0,14111006	0,13434034	0,121011	0,11516058	0,119224517	0,115815525	0,10807496
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,01378967	0,01486802	0,01409979	0,0140553	0,01320825	0,012500815	0,014756329	0,014581523	0,01321615
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,1806584	0,19017057	0,18798137	0,184741	0,18052999	0,181693574	0,194110273	0,193604276	0,18953615
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,01319976	0,0138723	0,01379662	0,01394685	0,01329511	0,013838629	0,014570042	0,014591017	0,01450585
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,48298281	0,49759499	0,50159523	0,5150424	0,50534591	0,5178831	0,566487154	0,572632584	0,56495224
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	5,66265165	6,01597348	5,91710519	5,95066352	5,798539	5,672637076	6,041059768	6,092465599	6,07873052
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,18262787	0,19590909	0,18927906	0,19186984	0,18481992	0,182642969	0,19288738	0,190613937	0,18350717
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,06238517	0,06937174	0,06346495	0,06490631	0,06051137	0,058678786	0,062265892	0,059087034	0,05645839
İMKB-100 ENDEKSİ DEĞERİ	13.252,32	11.055,67	11.679,43	11.441,50	10.413,70	9.379,92	10.236,46	9.547,30	8.842,24
DİBS ENDEKSİ - genel (2 Ocak 2001=100)	101,81	99,80	103,58	106,23	102,17	98,81	98,51	102,17	101,70
KYD O/N Repo Net	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KYD 182 gün Bono Endeksi	104.90	108.68	116.12	124.50	126.22	128.88	136.92	146.06	151.58
İMKB Repo Endeksi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KYD Tüm Bono Endeksi	104.88	109.13	115.22	122.37	124.39	127.45	134.24	141.39	146.88
İMKB 365 gün DİBS Endeksi	166.98	175.15	190.80	208.13	208.05	210.88	222.68	236.47	245.97
KYD O/N Repo Brüt	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İMKB EA-180 Endeksi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KYD 365 gün Bono Endeksi	101.97	98.93	107.51	117.67	114.77	113.55	118.64	127.42	131.08

* Yatırım fonlarının fiyatları YTL cinsindendir.

Ek 4: Analizde Kullanılan Veriler (Sayfa 2/7)

	31.10.2002	31.11.2002	31.12.2002	31.01.2003	28.02.2003	31.03.2003	30.04.2003	31.05.2003	30.06.2003
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	4,03001386	4,67547771	4,025497419	4,22409094	4,33083943	3,781747347	4,231717192	4,26371795	4,22508467
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,08774226	0,09942353	0,09268943	0,09654088	0,09961208	0,095056741	0,101435203	0,104196464	0,10297091
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,0221727	0,0249797	0,023310277	0,02429376	0,02455926	0,023988772	0,026307363	0,027039545	0,02666876
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,12324573	0,14542761	0,12009854	0,12581706	0,13148377	0,12321591	0,137667905	0,142449421	0,13413277
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,01980903	0,02166019	0,018367729	0,01915669	0,02009281	0,019424353	0,021463588	0,021570068	0,02152491
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,12027521	0,1323234	0,117578871	0,12570174	0,13050577	0,117719698	0,135847386	0,138194675	0,13831272
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,01496775	0,01804624	0,014373059	0,01526225	0,01595521	0,014085563	0,016433135	0,01630181	0,01554895
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,20793195	0,24761365	0,219434751	0,22743112	0,23515019	0,217643136	0,241256479	0,245571147	0,245792
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,0157695	0,01778448	0,014776747	0,01525885	0,01582195	0,015575551	0,017122928	0,01753425	0,01738709
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,60215796	0,66422317	0,611539277	0,63233112	0,65186692	0,638387197	0,70395519	0,707017997	0,70373656
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	6,48886456	7,26750573	6,963291041	7,16238996	7,27417496	7,049026756	7,638973335	7,728483767	7,68502469
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,20071473	0,22768925	0,207313336	0,21792935	0,22680761	0,212349559	0,240815928	0,243011481	0,24245467
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,06185154	0,06626381	0,057281983	0,059099	0,06210734	0,055403284	0,059615523	0,061935282	0,06013907
İMKB-100 ENDEKSİ DEĞERİ	10.251,92	13.300,40	10.369,92	11.032,03	11.574,44	9.475,09	11.509,95	11.381,42	10.884,43
DİBS ENDEKSİ - genel (2 Ocak 2001=100)	120,90	107,86	104,62	105,05	105,02	100,87	106,91	108,97	107,59
KYD O/N Repo Net	-	-	100,00	102,95	105,70	108,82	111,89	114,88	117,85
KYD 182 gün Bono Endeksi	162,50	174,89	178,95	187,40	195,03	199,52	214,86	225,21	233,03
İMKB Repo Endeksi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KYD Tüm Bono Endeksi	154,76	163,69	168,06	174,50	179,39	184,96	198,29	208,26	213,76
İMKB 365 gün DİBS Endeksi	257,30	267,77	276,59	288,26	304,68	301,70	331,86	351,18	362,19
KYD O/N Repo Brüt	-	-	100,00	103,80	107,36	111,44	115,49	119,45	123,43
İMKB EA-180 Endeksi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KYD 365 gün Bono Endeksi	141,70	156,69	157,64	162,79	171,51	168,19	186,23	198,18	200,74

* Yatırım fonlarının fiyatları YTL cinsindendir.

Ek 4: Analizde Kullanılan Veriler (Sayfa 3/7)

	31.07.2003	31.08.2003	30.09.2003	31.10.2003	31.11.2003	31.12.2003	30.01.2004	29.02.2004	31.03.2004
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	4,37783672	4,71504225	4,812850713	5,25214608	5,34679871	5,746895541	5,639722	5,794239	6,122733
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,10407939	0,11030561	0,116611179	0,12596055	0,12681818	0,138022839	0,138103	0,146074	0,150614
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,02696312	0,0281229	0,030584353	0,03176688	0,03199599	0,034400579	0,034075	0,034888	0,035976
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,13519636	0,14879885	0,156177072	0,16846004	0,16835374	0,194928377	0,197763	0,199239	0,210224
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,02159156	0,02280352	0,023982141	0,02667592	0,0268621	0,029557064	0,029247	0,030985	0,031958
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,13515043	0,14303163	0,158272902	0,17354892	0,19431391	0,202476994	0,202481	0,216186	0,227274
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,01521617	0,01611457	0,017769604	0,02021113	0,02060089	0,023294096	0,022606	0,024202	0,025508
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,25416575	0,27432462	0,292923784	0,32554942	0,3327251	0,363092354	0,361977679	0,369332	0,376303
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,01720966	0,01846904	0,019828446	0,02167724	0,02192885	0,023505099	0,022796	0,024397	0,025155
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,70881457	0,74425246	0,780248475	0,84127158	0,86202601	0,905754572	0,897362	0,940117	0,959231
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	7,77037293	8,1612511	8,693517363	9,29173542	9,37862689	9,876178495	9,90522	10,27255	10,611118
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,24693567	0,26194749	0,274487257	0,29434725	0,29897559	0,319854939	0,31973	0,334242	0,347874
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,06147692	0,06493383	0,069107784	0,07391189	0,07438804	0,083397683	0,08107267	0,08570581	0,0890751
İMKB-100 ENDEKSİ DEĞERİ	10.572,04	11.611,84	13.055,90	15.754,34	14.617,53	18.625,02	17.259,25	18.889,20	20.190,83
DİBS ENDEKSİ - genel (2 Ocak 2001=100)	109,75	114,18	115,85	118,32	119,34	121,77	121,99	123,19	120,58
KYD O/N Repo Net	120.78	123.24	125.87	128.18	130.18	132.59	134.84	136.82	139.07
KYD 182 gün Bono Endeksi	245.40	258.85	269.30	280.20	288.40	297.60	303.05	311.43	319.37
İMKB Repo Endeksi	-	-	-	-	-	-	101.98	103.29	104.88
KYD Tüm Bono Endeksi	224.38	236.74	245.96	255.28	261.46	270.12	275.07	281.67	288.64
İMKB 365 gün DİBS Endeksi	379.78	396.81	409.03	421.44	429.26	438.13	445.79	459.56	473.53
KYD O/N Repo Brüt	127.37	130.72	134.30	137.46	140.23	143.56	146.69	149.46	152.62
İMKB EA-180 Endeksi	-	-	-	-	-	-	101.45	104.19	107.34
KYD 365 gün Bono Endeksi	212.70	231.61	243.56	255.63	263.36	276.76	280.67	288.30	296.77

* Yatırım fonlarının fiyatları YTL cinsindendir.

Ek 4: Analizde Kullanılan Veriler (Sayfa 4/7)

	30.04.2004	31.05.2004	30.06.2004	30.07.2004	31.08.2004	30.09.2004	31.10.2004	30.11.2004	31.12.2004
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	6,05063	5,812814	5,739856	5,891029	5,926239	6,195999	6,146214	6,070397	6,428988
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,146688	0,144811	0,148653	0,153979	0,158325	0,162859	0,165844	0,163897	0,172803
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,03478	0,03456	0,03463	0,035499	0,036767	0,038664	0,039293	0,038377	0,040007
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,200171	0,190452	0,189232	0,199422	0,203828	0,221154	0,229257	0,22891	0,250384
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,030403	0,029894	0,030642	0,032196	0,033437	0,034418	0,035073	0,034437	0,036882
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,204932	0,197667	0,201643	0,213641	0,219399	0,232454	0,222689	0,209959	0,220934
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,02353	0,022176	0,022423	0,023853	0,024595	0,02603	0,026505	0,025649	0,028219
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,357078	0,34416	0,352858	0,366868	0,384713	0,396899	0,410362	0,391982	0,412997
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,022809	0,022302	0,023758	0,024602	0,025509	0,026492	0,027215	0,028233	0,029417
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,913078	0,887157	0,907912	0,947596	0,973763	1,010598	1,019067	1,013714	1,084224
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	10,412826	10,346005	10,356217	10,744533	11,041915	11,38523	11,589883	11,435949	11,95709
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,333306	0,328001	0,336487	0,359246	0,276561	0,293488	0,406151	0,407099	0,431979
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,08405284	0,08263	0,08523862	0,09042897	0,09435491	0,09708119	0,09968295	0,097986	0,105483
İMKB-100 ENDEKSİ DEĞERİ	18.022,69	17.081,08	17.967,60	19.380,86	20.218,37	21.953,52	22.899,89	22.486,20	24.971,68
DİBS ENDEKSİ - genel (2 Ocak 2001=100)	119,77	117,87	118,28	119,56	120,06	121,27	122,43	121,40	122,70
KYD O/N Repo Net	141.05	143.12	145.15	147.21	149.45	151.43	153.26	155.44	157.49
KYD 182 gün Bono Endeksi	323.73	327.05	335.51	344.62	353.47	362.06	370.32	377.86	388.30
İMKB Repo Endeksi	106.47	107.93	109.46	111.12	112.71	114.20	115.73	117.22	118.86
KYD Tüm Bono Endeksi	291.34	293.01	299.64	307.19	315.16	322.34	330.13	334.53	346.82
İMKB 365 gün DİBS Endeksi	478.75	481.34	492.42	505.10	517.15	526.90	535.64	545.00	552.85
KYD O/N Repo Brüt	155.40	158.33	161.22	164.16	167.37	170.21	172.86	176.01	179.00
İMKB EA-180 Endeksi	107.81	107.15	110.04	113.31	116.78	119.68	123.57	124.69	130.40
KYD 365 gün Bono Endeksi	297.06	293.01	300.77	309.75	320.61	329.39	339.75	342.57	359.51

* Yatırım fonlarının fiyatları YTL cinsindendir.

Ek 4: Analizde Kullanılan Veriler (Sayfa 5/7)

	31.01.2005	28.02.2005	31.03.2005	30.04.2005	31.05.2005	30.06.2005	31.07.2005	31.08.2005	30.09.2005
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	6,84178	7,084134	6,910279	6,645482	6,997055	7,264373	7,52895	7,565823	7,715027
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,182293	0,186712	0,182213	0,180287	0,183241	0,186485	0,194579	0,198349	0,204519
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,041448	0,042715	0,040391	0,039539	0,040144	0,041275	0,042648	0,042976	0,044639
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,269353	0,272733	0,257496	0,243346	0,260427	0,273836	0,294692	0,297877	0,303478
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,03774	0,038396	0,036213	0,034978	0,036712	0,037964	0,039449	0,04023	0,042312
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,240548	0,239513	0,230026	0,21113	0,218167	0,222425	0,225565	0,232146	0,247147
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,028859	0,029145	0,02828	0,026935	0,027675	0,028076	0,029427	0,029639	0,031362
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,433324	0,437008	0,430607	0,421203	0,434367	0,44373	0,458379	0,465723	0,483971
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,030673	0,031176	0,029751	0,028697	0,029883	0,030898	0,032358	0,032688	0,033834
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	1,143694	1,165765	1,120271	1,073461	1,132104	1,171709	1,227386	1,248083	1,28998
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	12,395166	12,589473	12,40133	12,356589	12,808658	13,056055	13,557585	13,810845	14,234449
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,434557	0,43752	0,416795	0,398648	0,421446	0,427632	0,435994	0,452892	0,466481
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,112758	0,114081	0,105984	0,100038	0,106683	0,106621	0,108877	0,108318	0,111866
İMKB-100 ENDEKSİ DEĞERİ	27.330,35	28.396,17	25.557,76	23.591,64	25.236,48	26.957,32	29.615,29	30.908,02	33.333,23
DİBS ENDEKSİ - genel (2 Ocak 2001=100)	124,27	125,65	127,05	123,74	125,88	128,45	125,45	126,02	127,69
KYD O/N Repo Net	159.37	161.01	162.72	164.27	165.95	167.51	169.03	170.75	172.37
KYD 182 gün Bono Endeksi	398.22	405.00	411.59	418.12	425.51	431.64	437.43	443.26	449.98
İMKB Repo Endeksi	120.18	121.41	122.70	123.94	125.13	126.32	127.53	128.76	130.06
KYD Tüm Bono Endeksi	354.95	362.50	366.85	370.76	379.31	385.15	389.51	394.76	402.13
İMKB 365 gün DİBS Endeksi	568.59	582.43	591.88	600.21	612.00	619.72	627.94	636.31	643.52
KYD O/N Repo Brüt	181.73	184.13	186.66	188.92	191.41	193.73	195.98	198.54	200.95
İMKB EA-180 Endeksi	133.99	137.48	139.26	140.84	144.37	146.89	148.61	150.69	153.71
KYD 365 gün Bono Endeksi	369.08	379.00	383.12	387.33	397.26	404.50	409.21	415.07	423.58

* Yatırım fonlarının fiyatları YTL cinsindendir.

Ek 4: Analizde Kullanılan Veriler (Sayfa 6/7)

	31.10.2005	30.11.2005	31.12.2005	31.01.2006	28.02.2006	31.03.2006	30.04.2006	31.05.2006	30.06.2006
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	7,648235	8,285603	8,48223	9,133746	9,658703	9,763155	9,585413	9,096508	9,088654
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,204502	0,212328	0,218928	0,223743	0,229143	0,229194	0,231758	0,226976	0,222153
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,044275	0,047124	0,049602	0,05168	0,052858	0,050049	0,051272	0,049145	0,047721
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,317894	0,351297	0,392534	0,401726	0,429162	0,397715	0,402574	0,396319	0,387238
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,041461	0,045012	0,046828	0,049862	0,051313	0,050417	0,05104	0,049114	0,046422
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,256511	0,268063	0,278863	0,279982	0,29443	0,283932	0,293098	0,276457	0,268692
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,030972	0,033452	0,035955	0,037816	0,039118	0,039131	0,038612	0,039339	0,037628
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,486961	0,518749	0,525579	0,562969	0,586969	0,562434	0,565573	0,53028	0,480545
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,03364	0,036241	0,037006	0,039512	0,041097	0,040279	0,040528	0,039103	0,03819
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	1,25623	1,377354	1,435118	1,509098	1,581913	1,538011	1,559431	1,452794	1,380108
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	14,291072	14,998714	15,637435	16,043381	16,739236	16,127011	16,263253	14,940329	14,575042
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,454163	0,497431	0,500815	0,540535	0,551837	0,530169	0,541392	0,526284	0,502334
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,107087	0,115128	0,118071	0,126119	0,13112	0,127215	0,127986	0,121316	0,119297
İMKB-100 ENDEKSİ DEĞERİ	31.963,99	38.088,65	39.777,70	44.590,22	47.015,88	42.911,32	43.880,43	38.132,21	35.453,31
DİBS ENDEKSİ - genel (2 Ocak 2001=100)	128,27	127,76	129,14	127,73	129,07	127,71	129,86	128,30	123,75
KYD O/N Repo Net	174.00	175.55	177.10	178.89	180.48	182.17	183.65	185.55	187.41
KYD 182 gün Bono Endeksi	456.35	462.59	467.25	473.94	479.47	484.95	490.40	493.71	488.47
İMKB Repo Endeksi	131.20	132.37	133.63	134.89	136.09	137.51	138.72	140.06	141.65
KYD Tüm Bono Endeksi	409.20	414.96	418.80	423.97	429.72	432.64	437.26	429.57	421.76
İMKB 365 gün DİBS Endeksi	651.38	658.73	665.76	675.15	683.54	690.34	697.96	699.91	691.84
KYD O/N Repo Brüt	203.39	205.72	208.05	210.55	212.76	215.30	217.70	220.52	223.27
İMKB EA-180 Endeksi	156.59	158.65	160.29	162.46	164.61	166.19	168.12	165.96	161.55
KYD 365 gün Bono Endeksi	432.04	437.56	441.61	447.62	453.95	458.27	463.42	457.06	441.54

* Yatırım fonlarının fiyatları YTL cinsindendir.

Ek 4: Analizde Kullanılan Veriler (Sayfa 7/7)

	31.07.2006	31.08.2006	30.09.2006	31.10.2006	30.11.2006	31.12.2006
ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	9,319829	9,484734	9,504624	9,821463	9,631881	9,797827
DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	0,229069	0,228534	0,229349	0,230607	0,229384	0,231115
ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,049566	0,049567	0,049945	0,051105	0,050036	0,050497
EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,39178	0,424389	0,436762	0,470948	0,47251	0,472147
FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,047162	0,048749	0,049093	0,050422	0,050043	0,051462
GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,267427	0,263152	0,269424	0,273323	0,268717	0,274582
GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,037942	0,038064	0,038372	0,039856	0,040033	0,041055
İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,489324	0,490842	0,500029	0,508481	0,516094	0,518357
T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,039026	0,039804	0,040071	0,041376	0,040839	0,041416
T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	1,429977	1,462806	1,468399	1,55932	1,528778	1,538942
T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	14,904737	15,323335	15,123894	15,53292	15,193781	15,172885
TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	0,50808	0,518297	0,531295	0,551946	0,544936	0,559333
YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	0,120614	0,122231	0,123147	0,12957	0,128144	0,129474
İMKB-100 ENDEKSİ DEĞERİ	36.067,92	37.285,94	36.924,86	40.582,25	38.168,53	39.117,46
DİBS ENDEKSİ - genel (2 Ocak 2001=100)	123,52	124,84	122,67	119,89	121,97	121,17
KYD O/N Repo Net	189.84	192.29	194.61	197.13	199.53	201.85
KYD 182 gün Bono Endeksi	501.31	511.38	520.59	530.25	538.41	545.55
İMKB Repo Endeksi	143.35	145.19	147.09	148.90	150.74	152.90
KYD Tüm Bono Endeksi	435.25	443.45	445.03	454.37	462.18	469.01
İMKB 365 gün DİBS Endeksi	706.76	718.54	728.90	739.81	749.98	760.07
KYD O/N Repo Brüt	226.63	230.05	233.49	237.17	240.66	244.14
İMKB EA-180 Endeksi	166.70	169.96	170.54	174.41	177.36	180.05
KYD 365 gün Bono Endeksi	457.09	466.09	468.79	479.20	487.60	495.34

* Yatırım fonlarının fiyatları YTL cinsindendir.

Ek 5: Kuadratik Regresyon Analizinden Elde Edilen E-views Sonuçları (Sayfa 1/5)

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GATA-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 18:38

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002322	0.004525	0.513023	0.6100
GIMKB-GDIBS	0.326736	0.048447	6.744176	0.0000
(GIMKB-GDIBS)^2	0.609959	0.214001	2.850259	0.0061
R-squared	0.664770	Mean dependent var		0.015636
Adjusted R-squared	0.652798	S.D. dependent var		0.053247
S.E. of regression	0.031375	Akaike info criterion		-4.036099
Sum squared resid	0.055126	Schwarz criterion		-3.930461
Log likelihood	122.0649	F-statistic		55.52477
Durbin-Watson stat	2.106599	Prob(F-statistic)		0.000000

Denizbank A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GDNZ-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 18:41

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004919	0.003950	1.245309	0.2182
GIMKB-GDIBS	0.217623	0.042285	5.146548	0.0000
(GIMKB-GDIBS)^2	0.720117	0.186783	3.855373	0.0003
R-squared	0.626739	Mean dependent var		0.017204
Adjusted R-squared	0.613409	S.D. dependent var		0.044043
S.E. of regression	0.027384	Akaike info criterion		-4.308171
Sum squared resid	0.041995	Schwarz criterion		-4.202534
Log likelihood	130.0911	F-statistic		47.01462
Durbin-Watson stat	2.136549	Prob(F-statistic)		0.000000

Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GECZ-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 18:43

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002645	0.004226	0.625958	0.5339
GIMKB-GDIBS	0.227724	0.045239	5.033826	0.0000
(GIMKB-GDIBS)^2	0.694073	0.199830	3.473325	0.0010
R-squared	0.600796	Mean dependent var		0.014853
Adjusted R-squared	0.586539	S.D. dependent var		0.045563
S.E. of regression	0.029297	Akaike info criterion		-4.173134
Sum squared resid	0.048067	Schwarz criterion		-4.067496
Log likelihood	126.1075	F-statistic		42.13955
Durbin-Watson stat	2.290549	Prob(F-statistic)		0.000000

Ek 5: Kuadratik Regresyon Analizinden Elde Edilen E-views Sonuçları (Sayfa 2/5)

Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GEVGIN-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 18:45

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007884	0.006556	1.202470	0.2342
GIMKB-GDIBS	0.380242	0.070190	5.417350	0.0000
(GIMKB-GDIBS)^2	0.687952	0.310043	2.218894	0.0306
R-squared	0.557470	Mean dependent var		0.023140
Adjusted R-squared	0.541666	S.D. dependent var		0.067143
S.E. of regression	0.045456	Akaike info criterion		-3.294643
Sum squared resid	0.115709	Schwarz criterion		-3.189006
Log likelihood	100.1920	F-statistic		35.27261
Durbin-Watson stat	2.308592	Prob(F-statistic)		0.000000

Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GFNS-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 18:47

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006169	0.005030	1.226291	0.2252
GIMKB-GDIBS	0.334895	0.053854	6.218588	0.0000
(GIMKB-GDIBS)^2	0.344089	0.237884	1.446459	0.1536
R-squared	0.572705	Mean dependent var		0.016755
Adjusted R-squared	0.557444	S.D. dependent var		0.052426
S.E. of regression	0.034877	Akaike info criterion		-3.824498
Sum squared resid	0.068117	Schwarz criterion		-3.718860
Log likelihood	115.8227	F-statistic		37.52845
Durbin-Watson stat	1.953237	Prob(F-statistic)		0.000000

Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GGEDIK-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 18:50

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000602	0.005850	-0.102964	0.9184
GIMKB-GDIBS	0.361528	0.062631	5.772370	0.0000
(GIMKB-GDIBS)^2	0.225871	0.276654	0.816441	0.4177
R-squared	0.508460	Mean dependent var		0.009240
Adjusted R-squared	0.490905	S.D. dependent var		0.056847
S.E. of regression	0.040561	Akaike info criterion		-3.522529
Sum squared resid	0.092129	Schwarz criterion		-3.416891
Log likelihood	106.9146	F-statistic		28.96388
Durbin-Watson stat	2.252770	Prob(F-statistic)		0.000000

Ek 5: Kuadratik Regresyon Analizinden Elde Edilen E-views Sonuçları (Sayfa 3/5)

Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GGLB-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:00

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001052	0.006054	0.173822	0.8626
GIMKB-GDIBS	0.481672	0.064810	7.432111	0.0000
(GIMKB-GDIBS)^2	0.622104	0.286278	2.173080	0.0340
R-squared	0.673042	Mean dependent var		0.017663
Adjusted R-squared	0.661364	S.D. dependent var		0.072126
S.E. of regression	0.041972	Akaike info criterion		-3.454139
Sum squared resid	0.098650	Schwarz criterion		-3.348501
Log likelihood	104.8971	F-statistic		57.63778
Durbin-Watson stat	2.260708	Prob(F-statistic)		0.000000

İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GINTER-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:02

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000187	0.004290	-0.043620	0.9654
GIMKB-GDIBS	0.297992	0.045924	6.488815	0.0000
(GIMKB-GDIBS)^2	0.904370	0.202856	4.458181	0.0000
R-squared	0.713676	Mean dependent var		0.015745
Adjusted R-squared	0.703450	S.D. dependent var		0.054614
S.E. of regression	0.029741	Akaike info criterion		-4.143069
Sum squared resid	0.049534	Schwarz criterion		-4.037432
Log likelihood	125.2205	F-statistic		69.79142
Durbin-Watson stat	2.173378	Prob(F-statistic)		0.000000

T.C. Ziraat Bankası A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GZRT-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:04

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006134	0.004885	1.255746	0.2144
GIMKB-GDIBS	0.332502	0.052293	6.358403	0.0000
(GIMKB-GDIBS)^2	0.391164	0.230991	1.693415	0.0959
R-squared	0.593460	Mean dependent var		0.017184
Adjusted R-squared	0.578941	S.D. dependent var		0.052191
S.E. of regression	0.033866	Akaike info criterion		-3.883304
Sum squared resid	0.064227	Schwarz criterion		-3.777667
Log likelihood	117.5575	F-statistic		40.87396
Durbin-Watson stat	2.303020	Prob(F-statistic)		0.000000

Ek 5: Kuadratik Regresyon Analizinden Elde Edilen E-views Sonuçları (Sayfa 4/5)

T. Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GEKN-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:06

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006381	0.004370	1.460194	0.1498
GIMKB-GDIBS	0.280426	0.046780	5.994578	0.0000
(GIMKB-GDIBS)^2	0.459962	0.206637	2.225941	0.0301
R-squared	0.595676	Mean dependent var		0.017116
Adjusted R-squared	0.581235	S.D. dependent var		0.046816
S.E. of regression	0.030295	Akaike info criterion		-4.106135
Sum squared resid	0.051397	Schwarz criterion		-4.000498
Log likelihood	124.1310	F-statistic		41.25131
Durbin-Watson stat	1.985933	Prob(F-statistic)		0.000000

T. Halk Bankası A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GHALK-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:08

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001494	0.004160	0.359045	0.7209
GIMKB-GDIBS	0.176899	0.044538	3.971876	0.0002
(GIMKB-GDIBS)^2	0.807377	0.196734	4.103908	0.0001
R-squared	0.573346	Mean dependent var		0.013897
Adjusted R-squared	0.558109	S.D. dependent var		0.043390
S.E. of regression	0.028843	Akaike info criterion		-4.204363
Sum squared resid	0.046589	Schwarz criterion		-4.098725
Log likelihood	127.0287	F-statistic		37.62700
Durbin-Watson stat	2.343679	Prob(F-statistic)		0.000000

Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GTCR-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:10

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.005710	0.009540	0.598534	0.5519
GIMKB-GDIBS	0.293797	0.102134	2.876571	0.0057
(GIMKB-GDIBS)^2	0.592356	0.451150	1.312990	0.1945
R-squared	0.273031	Mean dependent var		0.018160
Adjusted R-squared	0.247067	S.D. dependent var		0.076227
S.E. of regression	0.066144	Akaike info criterion		-2.544464
Sum squared resid	0.245000	Schwarz criterion		-2.438826
Log likelihood	78.06168	F-statistic		10.51607
Durbin-Watson stat	2.066021	Prob(F-statistic)		0.000133

Ek 5: Kuadratik Regresyon Analizinden Elde Edilen E-views Sonuçları (Sayfa 5/5)

Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GYKB-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:12

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000807	0.005555	0.145315	0.8850
GIMKB-GDIBS	0.364471	0.059464	6.129245	0.0000
(GIMKB-GDIBS)^2	0.195317	0.262667	0.743594	0.4602
R-squared	0.532389	Mean dependent var		0.010377
Adjusted R-squared	0.515688	S.D. dependent var		0.055336
S.E. of regression	0.038510	Akaike info criterion		-3.626293
Sum squared resid	0.083049	Schwarz criterion		-3.520655
Log likelihood	109.9756	F-statistic		31.87880
Durbin-Watson stat	2.212624	Prob(F-statistic)		0.000000

**Ek 6: Kukla Değişkenli Regresyon Analizinden Elde Edilen E-views Sonuçları
(Sayfa 1/5)**

Ata Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GATA-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 18:39

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.027895	0.006966	4.004514	0.0002
GIMKB-GDIBS	0.555534	0.056773	9.785258	0.0000
ATADUM(GIMKB-GDIBS)	-0.042203	0.011701	-3.606700	0.0007
R-squared	0.688497	Mean dependent var		0.015636
Adjusted R-squared	0.677372	S.D. dependent var		0.053247
S.E. of regression	0.030244	Akaike info criterion		-4.109507
Sum squared resid	0.051224	Schwarz criterion		-4.003869
Log likelihood	124.2304	F-statistic		61.88683
Durbin-Watson stat	2.055272	Prob(F-statistic)		0.000000

Denizbank A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GDNZ-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 18:41

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.031559	0.006579	4.797020	0.0000
GIMKB-GDIBS	0.458378	0.052584	8.717065	0.0000
DNZDUMM(GIMKB-GDIBS)	-0.041155	0.010889	-3.779583	0.0004
R-squared	0.623666	Mean dependent var		0.017204
Adjusted R-squared	0.610226	S.D. dependent var		0.044043
S.E. of regression	0.027497	Akaike info criterion		-4.299972
Sum squared resid	0.042341	Schwarz criterion		-4.194335
Log likelihood	129.8492	F-statistic		46.40207
Durbin-Watson stat	1.956011	Prob(F-statistic)		0.000000

Eczacıbaşı Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GECZ-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 18:43

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.028912	0.006624	4.364470	0.0001
GIMKB-GDIBS	0.466910	0.053930	8.657665	0.0000
ECZDUMM(GIMKB-GDIBS)	-0.042185	0.011115	-3.795206	0.0004
R-squared	0.614062	Mean dependent var		0.014853
Adjusted R-squared	0.600278	S.D. dependent var		0.045563
S.E. of regression	0.028806	Akaike info criterion		-4.206930
Sum squared resid	0.046469	Schwarz criterion		-4.101292
Log likelihood	127.1044	F-statistic		44.55050
Durbin-Watson stat	2.060482	Prob(F-statistic)		0.000000

**Ek 6: Kukla Değişkenli Regresyon Analizinden Elde Edilen E-views Sonuçları
(Sayfa 2/5)**

Evgin Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GEVGIN-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 18:45

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.039361	0.008951	4.397481	0.0000
GIMKB-GDIBS	0.657143	0.074204	8.855933	0.0000
EVGINDUMM(GIMKB-GDIBS)	-0.056415	0.015206	-3.710173	0.0005
R-squared	0.613556	Mean dependent var		0.023140
Adjusted R-squared	0.599754	S.D. dependent var		0.067143
S.E. of regression	0.042478	Akaike info criterion		-3.430162
Sum squared resid	0.101044	Schwarz criterion		-3.324525
Log likelihood	104.1898	F-statistic		44.45544
Durbin-Watson stat	2.120806	Prob(F-statistic)		0.000000

Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GFNS-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 18:47

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.024490	0.007800	3.139555	0.0027
GIMKB-GDIBS	0.483453	0.060845	7.945603	0.0000
FNSDUMM(GIMKB-GDIBS)	-0.030557	0.012600	-2.425223	0.0185
R-squared	0.598871	Mean dependent var		0.016755
Adjusted R-squared	0.584545	S.D. dependent var		0.052426
S.E. of regression	0.033792	Akaike info criterion		-3.887690
Sum squared resid	0.063945	Schwarz criterion		-3.782053
Log likelihood	117.6869	F-statistic		41.80298
Durbin-Watson stat	1.879278	Prob(F-statistic)		0.000000

Gedik Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GGEDIK-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 18:50

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.023730	0.009277	2.557791	0.0133
GIMKB-GDIBS	0.517368	0.065392	7.911808	0.0000
GEDIKDUMM(GIMKB-GDIBS)	-0.039953	0.013837	-2.887396	0.0055
R-squared	0.567063	Mean dependent var		0.009240
Adjusted R-squared	0.551601	S.D. dependent var		0.056847
S.E. of regression	0.038066	Akaike info criterion		-3.649480
Sum squared resid	0.081145	Schwarz criterion		-3.543842
Log likelihood	110.6597	F-statistic		36.67461
Durbin-Watson stat	2.324271	Prob(F-statistic)		0.000000

Ek 6: Kukla Değişkenli Regresyon Analizinden Elde Edilen E-views Sonuçları (Sayfa 3/5)

Global Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GGLB-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:00

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.037821	0.008779	4.307984	0.0001
GIMKB-GDIBS	0.739179	0.062801	11.77009	0.0000
GLBDUMM(GIMKB-GDIBS)	-0.057778	0.013176	-4.385016	0.0001
R-squared	0.736088	Mean dependent var		0.017663
Adjusted R-squared	0.726663	S.D. dependent var		0.072126
S.E. of regression	0.037708	Akaike info criterion		-3.668356
Sum squared resid	0.079628	Schwarz criterion		-3.562719
Log likelihood	111.2165	F-statistic		78.09599
Durbin-Watson stat	2.205200	Prob(F-statistic)		0.000000

İnter Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GINTER-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:02

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.035743	0.006888	5.188859	0.0000
GIMKB-GDIBS	0.600990	0.052560	11.43439	0.0000
INTERDUMM(GIMKB-GDIBS)	-0.054401	0.010948	-4.968817	0.0000
R-squared	0.730758	Mean dependent var		0.015745
Adjusted R-squared	0.721142	S.D. dependent var		0.054614
S.E. of regression	0.028840	Akaike info criterion		-4.204581
Sum squared resid	0.046579	Schwarz criterion		-4.098944
Log likelihood	127.0351	F-statistic		75.99560
Durbin-Watson stat	1.933855	Prob(F-statistic)		0.000000

T.C. Ziraat Bankası A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GZRT-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:05

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.027430	0.007419	3.697264	0.0005
GIMKB-GDIBS	0.514819	0.060404	8.522874	0.0000
ZRTDUMM(GIMKB-GDIBS)	-0.037117	0.012450	-2.981337	0.0042
R-squared	0.631181	Mean dependent var		0.017184
Adjusted R-squared	0.618009	S.D. dependent var		0.052191
S.E. of regression	0.032257	Akaike info criterion		-3.980681
Sum squared resid	0.058267	Schwarz criterion		-3.875043
Log likelihood	120.4301	F-statistic		47.91807
Durbin-Watson stat	2.123727	Prob(F-statistic)		0.000000

Ek 6: Kukla Değişkenli Regresyon Analizinden Elde Edilen E-views Sonuçları (Sayfa 4/5)

T. Ekonomi Bankası A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GEKN-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:07

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025278	0.006727	3.757787	0.0004
GIMKB-GDIBS	0.447215	0.054223	8.247706	0.0000
EKNDUMM(GIMKB-GDIBS)	-0.030922	0.011176	-2.766919	0.0077
R-squared	0.612832	Mean dependent var		0.017116
Adjusted R-squared	0.599004	S.D. dependent var		0.046816
S.E. of regression	0.029646	Akaike info criterion		-4.149493
Sum squared resid	0.049216	Schwarz criterion		-4.043856
Log likelihood	125.4101	F-statistic		44.31997
Durbin-Watson stat	2.026951	Prob(F-statistic)		0.000000

T. Halk Bankası A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GHALK-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:09

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.026817	0.007535	3.559240	0.0008
GIMKB-GDIBS	0.409027	0.058568	6.983788	0.0000
HALKDUMM(GIMKB-GDIBS)	-0.035862	0.012200	-2.939521	0.0048
R-squared	0.519215	Mean dependent var		0.013897
Adjusted R-squared	0.502044	S.D. dependent var		0.043390
S.E. of regression	0.030619	Akaike info criterion		-4.084915
Sum squared resid	0.052500	Schwarz criterion		-3.979277
Log likelihood	123.5050	F-statistic		30.23806
Durbin-Watson stat	2.202463	Prob(F-statistic)		0.000000

Tacirler Menkul Değerler A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GTCR-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:10

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.048195	0.014183	3.398136	0.0013
GIMKB-GDIBS	0.645154	0.115544	5.583644	0.0000
TCRDUMM(GIMKB-GDIBS)	-0.077256	0.023814	-3.244096	0.0020
R-squared	0.369198	Mean dependent var		0.018160
Adjusted R-squared	0.346670	S.D. dependent var		0.076227
S.E. of regression	0.061614	Akaike info criterion		-2.686357
Sum squared resid	0.212590	Schwarz criterion		-2.580719
Log likelihood	82.24752	F-statistic		16.38797
Durbin-Watson stat	2.094644	Prob(F-statistic)		0.000002

**Ek 6: Kukla Değişkenli Regresyon Analizinden Elde Edilen E-views Sonuçları
(Sayfa 5/5)**

Yapı Kredi Bankası A Tipi Karma Fon

Dependent Variable: GYKB-GDIBS

Method: Least Squares

Date: 09/09/07 Time: 19:12

Sample(adjusted): 2002:02 2006:12

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.017362	0.008597	2.019507	0.0482
GIMKB-GDIBS	0.490396	0.067077	7.310975	0.0000
YKBDUMM(GIMKB-GDIBS)	-0.029500	0.013890	-2.123845	0.0381
R-squared	0.562973	Mean dependent var		0.010377
Adjusted R-squared	0.547365	S.D. dependent var		0.055336
S.E. of regression	0.037229	Akaike info criterion		-3.693936
Sum squared resid	0.077617	Schwarz criterion		-3.588299
Log likelihood	111.9711	F-statistic		36.06934
Durbin-Watson stat	2.119464	Prob(F-statistic)		0.000000

Ek 7: Yatırım Fonlarının Karşılaştırma Ölçütleri

31.12.2006 Tarihli Portföy Değeri	Yatırım Fonu	Karşılaştırma Ölçütü	Oran
6.495.695	ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	40%
		IMKB Repo Endeksi	55%
		IMKB EA-180 Endeksi	5%
506.372	DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	50%
		KYD Tüm Bono Endeksi	25%
		IMKB O/N Net Repo	25%
1.897.759	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	35%
		IMKB 365 gün DİBS Performans Endeksi	45%
		IMKB O/N Performans Endeksi	20%
1.040.178	EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	45%
		KYD 365 gün Bono Endeksi	30%
		KYD O/N Repo Net	25%
1.110.294	FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	40%
		IMKB 182 gün DİBS Performans Endeksi	30%
		IMKB Repo Endeksi	30%
777.068	GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	50%
		O/N Repo Net	50%
4.467.611	GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	50%
		O/N Repo Net	50%
274.487	İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	25%
		IMKB 365 gün DİBS Performans Endeksi	60%
		IMKB Repo Endeksi	15%
940.820	T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	40%
		KYD 182 gün DİBS Endeksi	35%
		Ters Repo	25%
8.268.967	T.EKONOMİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	40%
		KYD 182 gün Bono Endeksi	40%
		KYD O/N Repo (Net) Endeksi	20%
480.601	T.HALK BANKASI A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	40%
		KYD Tüm Bono Endeksi	30%
		O/N Repo Net	30%
5.100.808	TACİRLER MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	45%
		KYD Tüm Bono Endeksi	40%
		O/N Repo	15%
3.120.665	YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	40%
		KYD 182 gün Bono Endeksi	40%
		KYD O/N Repo Brüt	20%

Ek 8: Yatırım Fonlarının 31.12.2006 Tarihli Portföy Değerlerine Göre Ağırlıklandırılmış Karşılaştırma Ölçütü (Sayfa 1/2)

Piyasa Oranı

18.8383%	ATA YAT.MEN.KIY. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	40%	7.536					
		IMKB Repo Endeksi	55%	10.362					
		IMKB EA-180 Endeksi	5%	0.942					
1.4685%	DENİZBANK A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	50%	0.735					
		KYD Tüm Bono Endeksi	25%	0.3675					
		IMKB O/N Net Repo	25%	0.3675					
5.5037%	ECZACIBAŞI MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	35%	1.925					
		IMKB 365 gün DİBS Performans Endeksi	45%	2.475					
		IMKB O/N Performans Endeksi	20%	1.1					
3.0166%	EVGİN YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	45%	1.359					
		KYD 365 gün Bono Endeksi	30%	0.906					
		KYD O/N Repo Net	25%	0.755					
3.2200%	FİNANS YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	40%	1.288					
		IMKB 182 gün DİBS Performans Endeksi	30%	0.966					
		IMKB Repo Endeksi	30%	0.966					
2.2536%	GEDİK YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	50%	1.125					
		O/N Repo Net	50%	1.125					
12.9566%	GLOBAL MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	50%	6.48					
		O/N Repo Net	50%	6.48					
0.7960%	İNTER YAT.MEN.DEĞ. A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	25%	0.2					
		IMKB 365 gün DİBS Performans Endeksi	60%	0.48					
		IMKB Repo Endeksi	15%	0.12					
2.7285%	T.C. ZİRAAT BANKASI A TİPİ KARMA FON	IMKB-100 Endeksi	40%	1.092					
		KYD 182 gün DİBS Endeksi	35%	0.9555					
		Ters Repo	25%	0.6825					

Piyasa
Oranı[illegible]

100.0000%

[illegible]