

**T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR  
BİLİM DALI  
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**YABANCI YATIRIM FONLARININ İSTANBUL MENKUL  
KIYMETLER BORSASI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

**Sevgi ÖZÇELİK  
2501070576**

**Tez Danışmanı  
Prof. Dr. N.Hülya TALU**

**İstanbul-2010**

T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR Bilim Dalında 2501070576 numaralı SEVGİ ÖZÇELİK'İN hazırladığı "YABANCI YATIRIM FONLARININ İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ" konulu YÜKSEK LİSANS / ~~DOKTORA~~ TEZİ ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 15. Maddesi uyarınca 22/12/2010 ÇARŞAMBA günü saat..09.00'da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin *Kabul*....."ne\* OYBİRLİĞİ / ~~ÖYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI(*)	İMZA
PROF.DR.N.HÜLYA TALU	<i>Kabul</i>	<i>[Signature]</i>
PROF.DR.TARGAN ÜNAL	<i>Kabul</i>	<i>[Signature]</i>
DOÇ.DR.ERDİNÇ ALTAY	<i>Kabul</i>	<i>[Signature]</i>
DOÇ.DR.SERDAR ONGAN	<i>Kabul</i>	<i>[Signature]</i>
DOÇ.DR.DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ	<i>KABUL</i>	<i>[Signature]</i>

## ÖZ

Gelişmekte olan ülkelerin uzun vadeli kaynak temini açısından sermaye piyasalarına yönelmeleri ve bu piyasaların geliştirilmesi hayati önem taşımaktadır. Sermaye piyasalarında kurumsal yatırım ve yatırımcı anlayışının en önemli temsilcisi yatırım fonlarıdır. Yatırım fonlarında portföy çeşitlendirmesi yapmak ve riski azaltmak amacıyla portföylerine dahil edilen yabancı yatırım fonları içerisinde küreselleşme ile birlikte hedge fonlar yeni finansal çağın ürünleri olarak ortaya çıkmışlardır. Dünya’da son 10-15 yıldır finans alanında çok önemli bir yer edinen hedge fonlar son birkaç yıldır ülkemizde de yatırım fonları türleri arasında yer almaktadır. Bu çalışma hedge fonları da kapsayan Türkiye’deki yabancı yatırım fonlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) üzerindeki etkisinin incelenmesi amacıyla yapılmıştır. Çalışma sonucunda İMKB endeks performansı ile Türkiye’deki yabancı yatırım fonları payının birlikte aynı yönde hareket ettiği sonucuna varılmıştır.

## **ABSTRACT**

It has become so vital that developing countries should move to capital markets for finding long term finance and those capital markets should be developed. Investment funds are the best representative of corporate investment and investors in capital markets. Hedge funds have emerged as the financial instruments of new financial age through globalization in order to diversify the portfolios and so to minimize the risk by including different foreign funds. Hedge funds, have been playing important role in finance in the last 10-15 years in the world, has also become important investment funds in Turkey. The purpose of this academic work is to analyze the effects of foreign investment funds, which also includes hedge funds, on Istanbul Stock Exchange (ISE). At the end of study, it is concluded that the performances of ISE Index and the share of foreign investment funds in Turkey are correlated in the same direction.

## ÖNSÖZ

Ülkemizde henüz gelişme süreci içerisinde bulunan ekonominin ve dolayısıyla finansal piyasaların, daha güçlü hale gelebilmesi ve böylece ekonomik kalkınmanın itici gücü olabilmesi için daha fazla tasarruf ve yatırıma, özellikle de kurumsal yatırımlara gereksinimi bulunmaktadır. Yatırım fonları, sunduğu önemli avantajlar nedeniyle yatırımcıların en çok tercih ettiği araçlardan biri olup kurumsal yatırım ve yatırımcı anlayışının en önemli temsilcisidir. Bu nedenle yatırım fonları sayı ve portföy büyüklüğü bakımından sürekli artış göstermektedir.

Yatırımcılar kazançlarını arttırmak ve riski azaltmak amacıyla portföylerini çeşitlendirerek yabancı yatırım fonlarını portföylerine dahil etmeye başlamışlardır. Küreselleşme ile birlikte son yıllarda serbest fonlar olarak da nitelendirebileceğimiz hedge fonlar girdikleri pozisyonlarla ve yatırım yaptıkları karmaşık finansal enstrümanlar nedeni ile tercih edilmektedirler. Riskli fakat getirisi göreceli olarak yüksek olan bu fonlara olan yatırımların artması ile hedge fonların hem büyüklükleri hem de kontrol ettikleri miktarlar da artmaya başlamıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelere yapılan hedge fon yatırımları stabil durumda olmayan ve piyasalarında kırılganlığın yüksek olduğu bu ülkelerin dinamiklerine çok büyük zararlar verebilmektedir. Hedge fonları da kapsayan Türkiye'deki yabancı yatırım fonlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) üzerindeki etkisinin incelenmesi amacıyla yapılan bu çalışmada, İMKB içerisindeki Aralık 2005 - Temmuz 2010 dönemine ait aylık "yabancı yatırım fonunun piyasa değeri oranı" kullanılarak araştırma yapılmıştır. Bu kapsamda yabancı yatırım fonları piyasa değeri oranının İMKB endeks performansı üzerindeki etkisininin büyük ve aynı yönlü olduğu hipotezi test edilmiştir.

Bu çalışmanın konusunun belirlenmesinden sonuçlandırılmasına kadar geçen uzun ve yoğun süreçte desteğini esirgemeyen tez danışmanım ve değerli hocam Prof.Dr. N.Hülya TALU'ya teşekkürlerimi sunarım.

## İÇİNDEKİLER

### Sayfa No

ÖZ .....	iii
ABSTRACT .....	iv
ÖNSÖZ .....	v
İÇİNDEKİLER .....	vi
TABLolar LİSTESİ .....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	x
GRAFİKLER LİSTESİ .....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ .....	xii
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM YATIRIM FONLARI

1.1. YATIRIM FONU KAVRAMI.....	3
1.2. YATIRIM FONLARININ KURULUŞ VE İŞLEYİŞİ.....	6
1.3. YATIRIM FONLARINA HAKİM OLAN TEMEL İLKELER.....	9
1.3.1. Riskin Dağıtılması.....	9
1.3.2. İnançlı Mülkiyet.....	10
1.3.3. Mal Varlığının Korunması.....	11
1.3.4. Profesyonel Yönetim.....	11
1.3.5. Düşük Maliyet ve Rahatlık.....	12
1.4. YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI.....	13
1.4.1. Pay Sahipliğinin Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları.....	13
1.4.2. Portföy Yapılarına ve Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları.....	15
1.4.3. Yatırım Fonları Kurumu'na Göre Yatırım Fonları.....	17
1.4.4. Kuruluşu ve Kuruluş Sermayesinin Temini Bakımından Yatırım Fonları.....	20
1.4.5. Kar Payı Dağıtımı Bakımından Yatırım Fonları.....	20

<b>1.5. YATIRIM FONLARININ AVANTAJLARI.....</b>	<b>21</b>
1.5.1. Yatırım Fonlarının Tasarrufçu Açısından Avantajları.....	21
1.5.2. Yatırım Fonlarının Kurucu Açısından Avantajları.....	22
1.5.3. Yatırım Fonlarının Ekonomi Açısından Avantajları.....	23
<b>1.6. YATIRIM FONLARININ VERGİLENDİRİLMESİ.....</b>	<b>24</b>
<b>1.7. YATIRIM FONLARININ BİRLEŞTİRİLMESİ , SONLANDIRILMASI VE TASFİYESİ.....</b>	<b>26</b>

## **İKİNCİ BÖLÜM HEDGE FONLAR**

<b>2.1. HEDGE FONLARIN TANIMI, ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ.....</b>	<b>28</b>
2.1.1. Hedge Fonların Tanımı.....	28
2.1.2. Hedge Fonların Tarihçesi.....	29
2.1.3. Hedge Fonların Yapısal Özellikleri.....	34
2.1.4. Hedge Fonların Geleneksel Yatırım Fonları ile Karşılaştırılması.....	39
2.1.5. Hedge Fonların Avantaj ve Dezavantajları.....	42
<b>2.2. HEDGE FONLARIN ORGANİZASYONU VE İŞLEYİŞİ.....</b>	<b>45</b>
2.2.1. Hedge Fonların Kuruluş Şekli ve Yapısı.....	45
2.2.2. Hedge Fon Yatırımcıları ve Yatırım Danışmanları.....	48
2.2.3. Hedge Fonların Büyüklükleri.....	49
2.2.4. Hedge Fonların Fonu .....	54
2.2.5. Hedge Fonlar ve Kaldıraç Tekniği.....	57
2.2.6. Hedge Fonların Yatırım Hareket ve Davranışları.....	59
2.2.7. Hedge Fonlarda Likidite.....	64
2.2.8. Türkiye’de Hedge Fonlara İlişkin Yasal Düzenlemeler.....	65
<b>2.3. HEDGE FON TÜRLERİ.....</b>	<b>67</b>
2.3.1. Hisse Senedi Odaklı Hedge Fonlar.....	67
2.3.2. Arbitraj Fonları/Risk Arbitrajı.....	69
2.3.3. Hisse Senedi Odaklı Olmayan Hedge Fonlar.....	71

**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**  
**TÜRKİYE'DEKİ YERLİ VE YABANCI YATIRIM FONLARI**

<b>3.1. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI SEKTÖRÜNÜN GENEL YAPISI.....</b>	<b>73</b>
3.1.1. Kanuni Düzenlemeler.....	78
3.1.2. Başvuru Süreçleri.....	79
<b>3.2. TÜRKİYE'DE FAALİYET GÖSTEREN YATIRIM FONU TÜRLERİ.....</b>	<b>80</b>
3.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Fonları.....	84
3.2.2. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonları .....	90
3.2.3. Yabancı Yatırım Fonları.....	91
3.2.4. Bireysel Emeklilik ve Emeklilik Yatırım Fonları.....	94
3.2.5. Serbest Fonlar .....	95
3.2.6. Borsa Yatırım Fonları.....	99

**DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**  
**YABANCI YATIRIM FONLARININ İMKB 100 ENDEKSİ ÜZERİNDEKİ**  
**ETKİSİNİN EKONOMETRİK OLARAK İNCELENMESİ**

<b>4.1. Araştırma Hipotezi, Kullanılan Veri Seti ve Değişkenler.....</b>	<b>102</b>
<b>4.2. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere Ait Çizgi Grafikleri.....</b>	<b>104</b>
<b>4.3. Modelin Tahmini ve Parametre Anlamlılıklarının Sınanması.....</b>	<b>106</b>
<b>4.4. Modelde Varsayımdan Sapmaların Araştırılması.....</b>	<b>108</b>
4.4.1. Modelde Otokorelasyon Varlığının Araştırılması.....	108
4.4.2. Modelde Heteroskedasite Varlığının Araştırılması .....	109
4.4.3. Modelde Normal Dağılımın Araştırılması.....	109
4.4.4. Modelde Spesifikasyon Hatalarının Varlığının Araştırılması.....	110
<b>4.5. İki Değişkenli ve Tek Değişkenli Regresyon Modelleri ile İMKB'de Yabancı</b> <b>Payının % Değişiminin Etkisinin İncelenmesi.....</b>	<b>111</b>
<b>4.6. Araştırma Sonuçlarının Değerlendirilmesi.....</b>	<b>115</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>117</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>120</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>128</b>

## TABLolar LİSTESİ

<b>Tablo No</b>	<b>Tablo Adı</b>	<b>Sayfa No</b>
<b>Tablo 2.1</b>	Hedge Fonlar ve Klasik Fonların Karşılaştırılması.....	41
<b>Tablo 2.2</b>	Baş Brokerların Hedge Fonlara Sağladığı Bazı Hizmetler.....	47
<b>Tablo 2.3</b>	Hedge Fon Yöneticilerinin Yerleşimi, 2002-2007.....	58
<b>Tablo 2.4</b>	En Büyük 10 Hedge Fon ve Aktif Büyüklükleri ( 2007).....	53
<b>Tablo 2.5</b>	Küresel Piyasalardaki En Büyük Hedge Fonların Fonu ve Varlık Tutarları, 2007.....	55
<b>Tablo 2.6</b>	Hedge Fonların Fayda-Maliyet Analizi.....	58
<b>Tablo 2.7</b>	Hedge Fonların Başarısızlık Oranları.....	63
<b>Tablo 3.1</b>	Türkiye’de Tip ve Tür Bazında Portföy Toplamları, Dağılımları, Yatırımcı Sayıları.....	77
<b>Tablo 3.2</b>	Türkiye’deki Yerli Fonların Doluluk Oranları.....	81
<b>Tablo 3.3</b>	A Tipi Fonların Doluluk Oranları.....	82
<b>Tablo 3.4</b>	B Tipi Fonların Doluluk Oranları.....	83
<b>Tablo 3.5</b>	A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Konsolide Portföy Bilgileri (2004- 2010/5).....	86
<b>Tablo 3.6</b>	B Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Konsolide Portföy Bilgileri (2004-2010/5).....	88
<b>Tablo 3.7</b>	Tüm (A ve B Tipi) Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Konsolide Portföy Bilgileri (2004- 2009).....	89
<b>Tablo 3.8</b>	İlk 10 Menkul Kıymet Yatırım Fonu Kurucularının Piyasa Payları.....	90
<b>Tablo 4.1</b>	Modelin Tahmini-1.....	107
<b>Tablo 4.2</b>	Modelin Tahmini-2.....	112
<b>Tablo 4.3</b>	Modelin Tahmini-3.....	114

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<b>Şekil No</b>	<b>Şekil Adı</b>	<b>Sayfa No</b>
<b>Şekil 1.1</b>	Yatırım Fonlarının İşleyişi.....	6
<b>Şekil 1.2</b>	Yabancı Yatırım Fonlarının İşleyişi.....	8
<b>Şekil 2.1</b>	Hedge Fonların Aldıkları Risklere Göre Sınıflandırılması.....	35
<b>Şekil 2.2</b>	Hedge Fonun Yapısı.....	46

## GRAFİKLER LİSTESİ

<b>Grafik No</b>	<b>Grafik Adı</b>	<b>Sayfa No</b>
<b>Grafik 2.1</b>	Hedge Fon Endüstrisinin Büyüklüğü (Adet).....	33
<b>Grafik 2.2</b>	US Hedge Fonların Tahmini Dağılım (2005 Yılı Sonu).....	38
<b>Grafik 2.3</b>	Hedge Fonların Yıllık Varlık Değerleri.....	49
<b>Grafik 2.4</b>	Hedge Fonların İkametgahlarına Göre Dağılımı.....	50
<b>Grafik 2.5</b>	Hedge Fonların Fonun Miktarları, (Milyar USD).....	56
<b>Grafik 2.6</b>	Hedge Fonların Fonu Sayısı, (Adet).....	57
<b>Grafik 2.7</b>	Bağlı Kalma Sürelerine Göre Hedge Fonların Dağılımı.....	62
<b>Grafik 2.8</b>	Fondan Çıkış Sürelerine Göre Hedge Fonların Dağılımı.....	62
<b>Grafik 3.1</b>	Fon Tiplerine Göre Portföy Dağılımları.....	85
<b>Grafik 3.2</b>	Tüm Fonların Portföy Dağılımları.....	85
<b>Grafik 3.3</b>	A Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları.....	86
<b>Grafik 3.4</b>	B Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları.....	86
<b>Grafik 4.1</b>	İMKB 100 USD Çizgi Grafiği.....	104
<b>Grafik 4.2</b>	YO (İMKB içerisindeki Yabancı Yatırım Fonlarının Piyasa Değeri Oranı) Çizgi Grafiği.....	105
<b>Grafik 4.3</b>	FAİZ (Gösterge Faiz Oranı) Çizgi Grafiği.....	105

## KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ATM	: Otomatik Para Çekme Makinaları
BPP	: Borsa Para Piyasası
CFD	: Fiyat Farkı Kontratları - Contracts for Difference
CSSF	: Yatırım Fonunun Düzenleyici Otoritesi
DU	: Dummy Değişken (Kukla )
FED	: ABD Merkez Bankası
FIFO	: İlk Giren İlk Çıkar
FSA	: Financial Services Authority
FOHFs	: Hedge Fonların Fonu
FRBNY	: New York Merkez Bankası
GNMA	: Devlet Milli İpotek Birliği
GV	: Gelir Vergisi
HS	: Hisse senedi
ICI	: Yatırım Fonları Kurumu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KB	: Kamu Borçlanma Araçları
Kn	: Kanun
KV	: Kurumlar Vergisi
LTCM	: Long Term Capital Management
MEBAN	: Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş.
MKYF	: Menkul Kıymet Yatırım Fonu
OT	: Özel Sektör Tahvil
SEC	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticiler Derneği

TR	:	Ters Repo
TL	:	Türk Lirası
USD	:	Amerikan Doları
YMK	:	Yabancı Menkul Kıymet
YO	:	Yabancı Yatırım Fonlarının İMKB 100 içerisindeki piyasa değeri oranı

## GİRİŞ

Ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyi noktasındaki en önemli göstergelerden biri gelişmiş, olgunlaşmış ve güçlenmiş finansal piyasalardır. Finansal piyasaların gelişmesi için gerek bireysel yatırımcıların gerekse kurumsal yatırımcıların piyasada daha fazla yer almalarını sağlamak gerekmektedir. Türkiye’de henüz gelişme süreci içerisinde bulunan ekonominin ve dolayısıyla finansal piyasaların, daha güçlü hale gelebilmesi için daha fazla tasarruf ve yatırıma, özellikle de kurumsal yatırımlara gereksinimi bulunmaktadır.

Piyasaların gelişmesi ve kurumsallaşması, piyasada yapılan işlemler içerisinde kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin oranına bağlıdır. Kurumsal yatırım ve yatırımcı anlayışının finansal piyasalardaki en önemli göstergesi ise yatırım fonlarıdır. Yatırım fonları, sunduğu önemli avantajlar nedeniyle yatırımcıların en çok tercih ettiği araçlardan biri olup dünyada ve Türkiye’de hızla büyüyen ve gelişen bir endüstri haline gelmiştir. Bu nedenle yatırım fonları sayı ve portföy büyüklüğü bakımından sürekli artış göstermektedir. Bu da yatırımcıların fonlar arasında seçim yapmasını zorlaştırmaktadır.

Yatırımcılar kazançlarını arttırmak adına portföylerini çeşitlendirirken yerli yatırım fonlarının yanı sıra yabancı yatırım fonlarına da yönelebilmektedir. Yabancı yatırım fonları bünyesinde bulunan hedge fonlar günümüzün önemli yatırım fonları içerisinde yer almakta ve finansal piyasalar üzerindeki etkisi giderek artmaktadır. Kaldıraçlı ürünler olduklarından küçük miktardaki sermaye ile çok yüksek oranlarda pozisyon alabilmeleri onların cazibesini arttırmaya devam etmektedir. Özellikle ülke para birimleri üzerine yaptıkları pozisyonlar ile o ülkelerin finansal sistemleri için çok büyük tehlikeler oluşturmaktadırlar. Küreselleşmenin de etkisiyle dünyada son 10-15 yıldır hızla büyüyen hedge fonlar 2008 Ağustos ayı itibarıyla yerli fon kurucuları ile Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu izni alınarak kurulmuştur. Türkiye, sahip olduğu yüksek büyüme potansiyeli ile hedge fonlar ve benzeri yüksek riskli fonların yatırım yaptıkları ülkeler arasında yer almaktadır. Dolayısıyla, hedge fonlarla ilgili gündemin ülkemizde de çok yakından takip edilmesi gereklidir.

“Yabancı Yatırım Fonlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Üzerindeki Etkisi” adlı bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde öncelikle yatırım fonları ile ilgili ayrıntılı teorik bilgi verilmiş, yatırım fonlarının dünyada ve Türkiye’de tarihsel gelişiminden bahsedilmiştir. Daha sonra yatırım fonlarının özelliklerine göre ayrıntılı bir sınıflandırması yapılmıştır. Yatırım fonlarının hukuki olarak kuruluşu, fon tutarının artırılması, yatırımcıların elinde bulundurdukları katılma belgelerinin özellikleri, yatırım fonlarının yönetimi, tasarrufçu, kurucu ve ekonomi açısından avantajları, vergilendirilmesi, birleştirilmesi, sonlandırılması ve tasfiyesi gibi yatırımcı için önemli konulara da değinilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde dünya yatırım piyasasındaki payı sürekli olarak artan ve serbest fonlar olarak nitelendirilebileceğimiz hedge fonlarla ilgili genel bilgiler verilerek bu fonlar ile klasik fonlar karşılaştırılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise Türkiye’de yatırım fonları sektörünün yapısı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Bu doğrultuda Türkiye’de bulunan yerli ve yabancı yatırım fonları ve bunların çalışma şekilleri istatistiki verilerden faydalanarak detaylı bir şekilde incelenmiştir. Ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu’nun Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde bu fonlara ilişkin yer alan yasal düzenlemeler ortaya konulmuştur.

Çalışmanın dördüncü bölümünü oluşturan uygulama kısmında ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndaki (İMKB) yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranının İMKB 100 endeksi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu amaçla kullanılan doğrusal regresyon analizlerinde bağımlı değişken olarak İMKB 100 endeksinin USD bazlı aylık kapanış değerleri ile % değişim değerleri, bağımsız değişken olarak yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranı ile % değişim değerleri, alternatif yatırım aracı olan gösterge faiz oranı ve 2008 küresel krizin etkilerini modele yansıtmak amacıyla dummy (kukla) değişkeni kullanılmıştır. Araştırmada Aralık 2005- Temmuz 2010 dönemine ait 56 adet aylık bazda değerler kullanılmıştır. Çalışma sonucunda yabancı yatırım fonlarının İMKB 100 endeksi üzerindeki etkisinin pozitif yönde ve yüksek olduğu görülmüştür.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## YATIRIM FONLARI

Gelişme süreci içerisinde bulunan ekonominin ve dolayısıyla finansal piyasaların, daha güçlü hale gelebilmesi ve böylece ekonomik kalkınmanın itici gücü olabilmesi için daha fazla tasarruf ve yatırıma, özellikle de kurumsal yatırımlara gereksinimi bulunmaktadır. Sermaye piyasalarında kurumsal yatırım ve yatırımcı anlayışının en önemli temsilcisi yatırım fonlarıdır. Yatırım fonları, sunduğu önemli avantajlar nedeniyle yatırımcıların en çok tercih ettiği araçlardan biridir. Bu nedenle yatırım fonları sayı ve portföy büyüklüğü bakımından sürekli artış göstermektedir. Bu bölümde öncelikle yatırım fonları ile ilgili ayrıntılı teorik bilgiye yer verilecek, dünyada ve Türkiye’de yatırım fonlarının tarihsel gelişiminden bahsedilecektir. Daha sonra yatırım fonlarının özelliklerine göre ayrıntılı bir sınıflandırılması yapılarak, yatırım fonlarının işleyişi detaylı olarak ortaya konulacaktır. Ayrıca yatırım fonlarının tasarrufçu, kurucu ve ekonomi açısından avantajlarına da değinilecektir.

### 1.1.YATIRIM FONU KAVRAMI

Yetkili kuruluşlarca, katılma belgesi karşılığında tasarruf sahiplerinden toplanan kaynakların, çeşitli sermaye piyasası araçlarına dengeli şekilde dağıtılarak verimlendirilmesini sağlayan kurumlara "Yatırım Fonu" denir<sup>1</sup>. Bir başka ifadeyle yatırım fonu; halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet ilke ve esaslarına göre sermaye piyasası araçları ile ulusal piyasalarda ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır<sup>2</sup>.

Yatırım fonları, bireysel yatırımcıların tasarruflarını bir havuzda toplayıp, uzman portföy yöneticileri ile bu fonları sermaye piyasası araçlarına yatırarak riskin dağıtılması esasına göre değerlendiren finansal kurumlar olarak tanımlanabilir.

---

<sup>1</sup> John A. Haslem, **Mutual Funds, Risk and Performance Analysis for Decision Making**, Blackwell Publishing, Malden, USA, 2003, p.15.

<sup>2</sup> İslam Çankaya, **Dönem Karının Vergilendirilmesi, Dağıtımı-Muhasebesi**, Ankara, Seçkin Yayınevi, 1995, s.209.

Yatırım fonlarının tüzel kişiliği olmayıp inançlı mülkiyet esasına göre kurulmaktadır. İnançlı mülkiyet esasında tasarruf sahipleri, katılma belgesi satın alarak birikimlerini inandıkları fon yöneticilerinin yönetimine devretmektedirler. Fonun kurucuları, fon iç tüzüğü olarak adlandırılan bir sözleşme çerçevesinde fonu işletmektedir<sup>3</sup>.

Yatırım fonları, başkaları adına portföy yönetimi işlemi yapan finansal kurumlar olup portföy yönetim şirketlerinden veya aracı kurumların portföy yönetim bölümlerinden farklıdır. Bu fark; yatırım fonlarını konfeksiyon elbise satıcılarına, portföy yönetim bölümleri ise siparişe kişiye özel elbise terzilerine benzeterek özetlenebilir<sup>4</sup>.

Esas olarak “kollektif yatırım yapan kurum” olarak ifade edebileceğimiz yatırım fonları, bir çeşit güvenilir kişi ile yönetim modelidir ve yalnızca portföy yatırımı yapar. Fona katılanlara, portföyün uzmanlar tarafından yönetilmesi, portföy çeşitliliği ile riskin dağıtım avantajı gibi avantajlar sağlarlar<sup>5</sup>.

Kollektif yatırım kuruluşları, hukuki yapılarına göre ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik olarak kurulduklarında yatırım ortaklığı, başka bir tüzel kişilik tarafından bir sözleşme çerçevesinde kurulduklarında ise “yatırım fonu” olarak adlandırılmaktadır. Yatırım fonları bireylere ve tüzel kişilere bağlı olarak kurulup yönetilebilmektedir. Ayrıca bu fonlar, halk tarafından katılım belgesi alınmak suretiyle yatırım aracı olarak da kullanılabilir. Yatırım fonları genel olarak bankalar, yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketleri tarafından kurulmakta ve yönetilmektedir. Yatırım fonları temelde aynı finansal amaç ve hedefleri benimseyen kişiler için onlar adına yatırım yapan oluşumlar olma özelliğini taşımaktadır<sup>6</sup>.

Yatırım fonu, menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarından

---

<sup>3</sup> Atilla Uyanık, **Finansal Ürünlerin Vergilendirilmesi ve Yasal Düzenlemeler Açısından Değerlendirilmesi**, SPK Yayınları, No:79, Ankara, 1997, s.18.

<sup>4</sup> Daniel Strachman, Richard Bookbinder, **Fund of Funds Investing**, Published by John Wiley, New Jersey, 2010, p.20.

<sup>5</sup> Lee Gremillion, **Mutual Fund Industry Hand Book: A Comprehensive Guide for Investment Professionals**, Published by John Wiley&Sons.Inc, Hoboken, New Jersey, 2005, p.15.

<sup>6</sup> Hüseyin Dağlar, “Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Isparta, 2006, s.20.

oluşan bir portföydür. Bu portföy katılma belgesi şeklinde paylara bölünerek yatırımcılara satılmaktadır. Kurucu, yeni sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü katılma belgesi sahibi kişiler adına işletmektedir. Katılma belgesi sahipleri fon katılma belgelerini istedikleri zaman fon kurucusuna işlem gördüğü borsada oluşacak fiyattan geri satabilmektedir.

Katılma belgesi, belge sahibinin bir başka ifadeyle yatırımcının kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve yatırım fonuna ne oranda katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup emre veya hamiline yazılı kaydî değer olarak tutulan bir belgedir. Yatırım fonu katılma belgeleri itibari (yazılı) değer taşımazlar. Yatırım fonunun pay değeri fon toplam değerinin tedavüldeki tüm katılma belgelerinin toplam pay sayısına bölünmesiyle elde edilir. Yatırım fonu katılma belgeleri şirketlerin hisse senetlerine belge sahibinin toplam portföy içindeki payını temsil etmeleri bakımından benzerlik gösterir. Yatırımcılar hisse senetleriyle şirketlere ortak oldukları gibi katılma belgesi sahipleri de sahip oldukları katılma belgelerinin temsil ettiği pay oranında fon portföyüne ortak olurlar. Ancak katılma belgesi sahipleri hisse senedi sahipleri gibi yönetime katılma hakkına sahip değildirler<sup>7</sup>.

Yatırım fonları bir tüzel kişilik değildirler. Yetkili kişi ve kuruluşlar oluşturulan portföyü ortakları adına vekil sıfatıyla portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yöneterek faaliyetlerini yürütürler. Yatırım fonları portföylerinde buldukları tüm varlıkları, her iş günü akşamı işlem gördükleri borsalarda oluşan ortalama fiyatlar üzerinden değerlendirirler<sup>8</sup>.

Katılma belgesi sahipleri yatırım fonlarından üç şekilde gelir elde edebilirler. İlk olarak, yatırım fonunun bünyesinde bulundurduğu menkul kıymetlerden elde ettiği kâr payı, faiz gibi nakit akışı sağlayan cari gelirler fonun portföy değerine yansıtılır. Diğer yandan, yine yatırım fonunun sahip olduğu menkul kıymetlerin piyasa fiyatı artabilir. Fiyatı yükselen menkul kıymetlerin satışı halinde yatırım fonuna sermaye kazancı sağlanır ve bu kazanç yine portföy değerine yansıtılır. Yatırımcılar katılma belgelerini sattıklarında, yatırım fonlarının portföyünde o ana kadar gerçekleşen

---

<sup>7</sup> Alper Bakdur, **Bankacılık Sektörünü Düzenleyen Kurumların Yapıları: Ülke Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneri**, 1.bs., SPK Yayınları, Ankara, 2003, s. 26.

<sup>8</sup> Haslem, **op.cit.**, p.18.

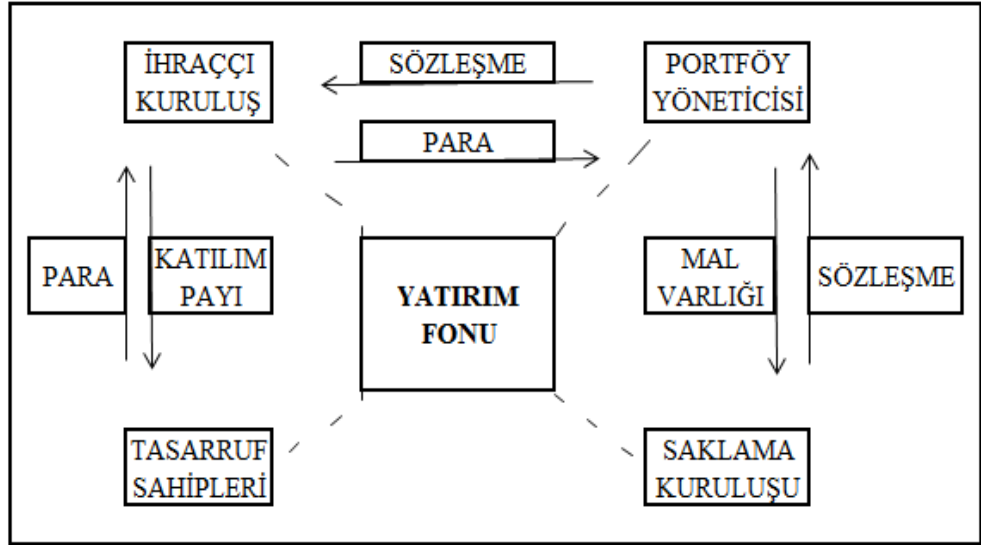
değer artışlarından ya da azalışlarından paylarını alırlar. Ülkemizde yatırım fonlarının yılsonlarında ayrıca kar payı dağıtımları söz konusu değildir<sup>9</sup>.

## 1.2. YATIRIM FONLARININ KURULUŞ VE İŞLEYİŞİ

Yatırım fonları, Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanuna dayanılarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından çıkartılan tebliğ esaslarına göre kurulur ve işletilir. Fonların kuruluş ve işleyişine ilişkin tüm hususlar fon içtüzüğünde ayrıntılı şekilde yer alır<sup>10</sup>.

Yatırım fonunun işleyişinde yer alan unsurlar Şekil 1.1 'de gösterilmektedir.

**Şekil 1.1:** Yatırım Fonlarının İşleyişi



**Kaynak:** Saim Kılıç, **Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 2002, s.6.

Yatırım fonları aracılığıyla gerçekleştirilen yatırım ilişkisi, ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte genel olarak dörtlü bir yapı içerisinde gerçekleştirilmektedir. Bu yapıyı oluşturan unsurlar; kurucu, yönetici, saklama

<sup>9</sup> Burçak Müge Tunaer, "Türkiye'de Yatırım Fonlarının Getirileri Açısından Karşılaştırılması ve Performanslarının Değerlendirilmesi", **Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2003, s.8-10.

<sup>10</sup> Ahmet Kırgan, **Yatırım Fonları, Katılma Belgeleri ve Vergilendirme Esasları**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No:212, Ankara, 1999, s. 15.

kuruluşu ve tasarruf sahipleridir<sup>11</sup>.

**Kurucu;** yatırım fonunu kurarak bu fona iştiraki sağlayan katılma belgelerini halka arz eden, fonun her türlü işlemini (fonun yönetimi, temsili, fon portföyündeki varlıkların saklanması gibi) yerine getiren ve işlemlerden dolayı katılma belgesi sahiplerine, üçüncü kişilere ve kamu kurumlarına karşı sorumlu olan tüzel kişidir. Kurucu, yatırım fonunun yönetilmesi için, SPK'dan "Portföy Yöneticiliği Belgesi" almış aracı kurumları veya portföy yönetim şirketlerinden birini seçerek bağımsız bir portföy yöneticisi atar.

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

**Saklama Kuruluşları (Yedd-i Emin);** fonun portföyündeki varlıkları saklamak ve bu varlıklara bağlı olarak ortaya çıkan faiz ve temettü gibi gelirleri tahsil etmekten sorumludur.

**Tasarruf sahipleri;** fona iştirak eden gerçek ve tüzel kişilerdir. Bunlar, ilgili fonun sahip olduğu portföyü temsil eden hisseler veya ülkemizdeki adıyla katılma belgelerini satın alarak fona ortak olmaktadır.

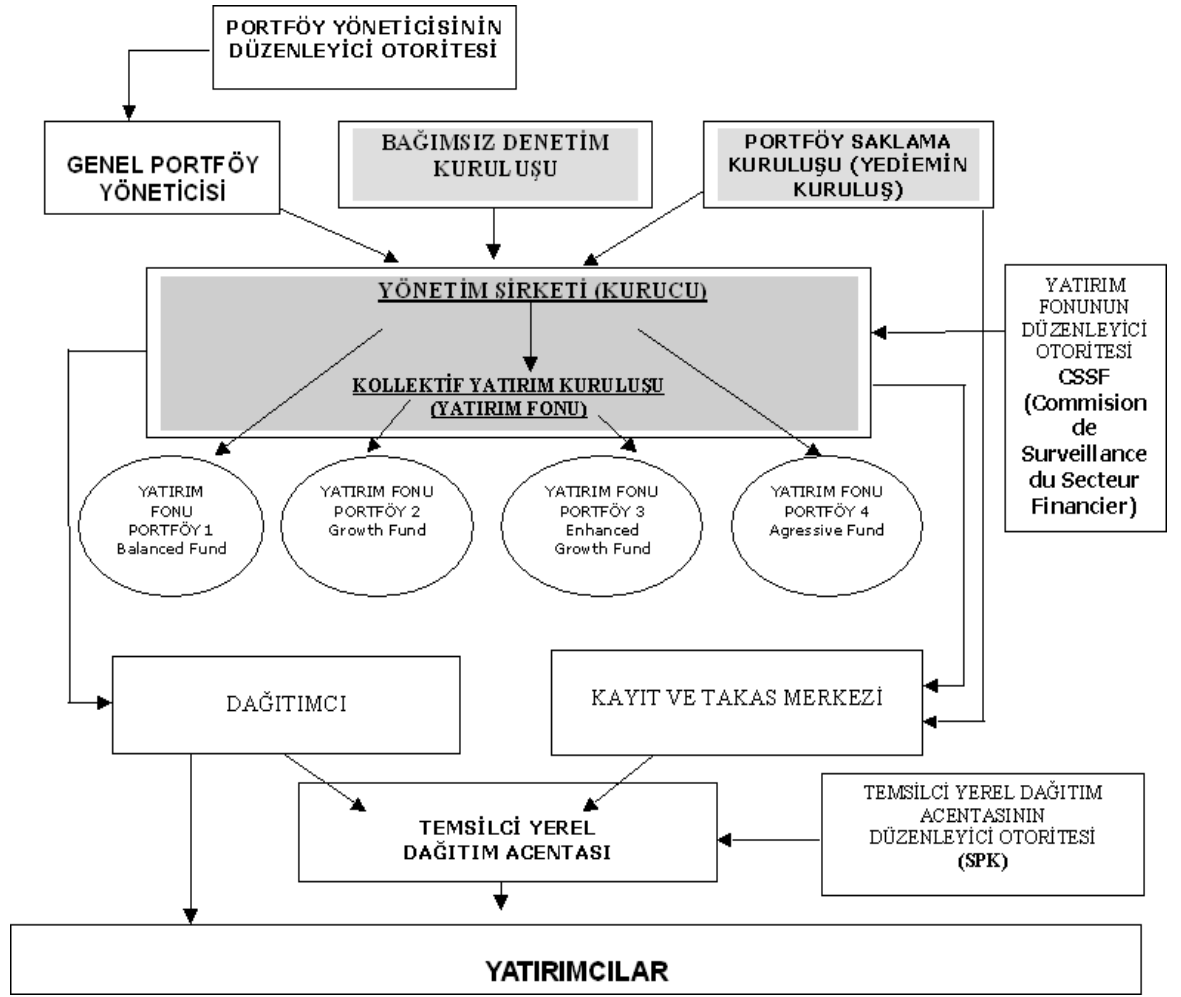
Yabancı yatırım fonlarının şematik olarak işleyişi Şekil 1.2'de yer almaktadır. Kurucu, belli sayıda fonu kurup portföy yöneticileriyle anlaşmaktadır. Portföy yöneticileri de kurucuya karşı sorumlu oldukları gibi düzenleyici otoritesine de bağlıdır. Fon kurucusunun bünyesinde portföy yöneticisinin dışında Bağımsız Denetim Kuruluşu ve Portföy Saklama Kuruluşu da bulunur. Portföy saklama kuruluşu fonun kurulduğu ülkedeki Kayıt ve Takas Merkezine karşı sorumludur. Kurucu fonlarını tasarruf sahiplerine ulaştırırken Dağıtımci ile Kayıt ve Takas Merkezini kullanır. Bu oluşumun en tepesinde de fonun kurulduğu ülkenin Yatırım Fonları Düzenleyici otoritesi mevcuttur. Fon kurulduğu ülkenin dışında ihraç edilirse Temsilci Yerel Dağıtım Acentesi ile anlaşma yapılır. Bu acentelik de Temsilci Yerel

---

<sup>11</sup> Kılıç, **op.cit.**, s.6.

Dağıtım Acente Düzenleyici Otoritesine tabidir. Yerli ve yabancı yatırım fonlarının işleyişlerinde görüldüğü gibi aralarında düzenleyici kuruluşlara karşı sorumluluk, dağıtım süreçlerinin farklı işlemesi, yabancı yatırım fonlarının ülkemizde ihraç edildiği sürece dağıtım acentesinin SPK'ya tabi olması gibi birçok farklılık göze çarpmaktadır<sup>12</sup>.

**Şekil 1.2:** Yabancı Yatırım Fonlarının İşleyişi



**Kaynak:** SPK, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=129&submenuheader=0>, 06.05.2010.

SPK tarafından belirlenmiş esaslara uyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları Kurul'dan

<sup>12</sup> SPK, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=129&submenuheader=0>, 06.05.2010.

izin almak koşuluyla yatırım fonu kurup yönetebilirler<sup>13</sup>.

Bir yatırım fonunun organizasyonu, yönetim kurulu ve bir finansal danışmandan oluşur. Finansal danışman, bir aracı kurumun alt birimi, bir sigorta şirketi, bir portföy yönetim şirketi veya bir banka olabilir. Finansal danışmanın görevi, portföy kurmak ve onu profesyonel bir şekilde yönetmektir. Danışman bu hizmeti karşılığında finansal danışmanlık ücreti almaktadır. Kurucu, kendi adına fonla ilgili işlemleri yürütmek üzere her bir fon için en az üç kişiden oluşan bir fon kurulu ve en az bir denetçi atar. Fon kurulu üyeliklerine ve denetçiliğine dışarıdan atama yapılabilir. Fon kurulu üyelerinin ve denetçilerinin yüksek öğrenim görmüş, sermaye piyasası alanında en az beş yıllık tecrübeye sahip bulunmaları gerekir. Bu kişinin faaliyet izinlerinden en az birinin sürekli ya da geçici olarak kaldırılmamış olması gereklidir. Ayrıca üyelerin ve denetçilerin borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda sorumluluğu olmamalıdır<sup>14</sup>.

### **1.3.YATIRIM FONLARINA HAKİM OLAN TEMEL İLKELER**

Yatırım fonlarının temel amaçları menkul kıymet alıp satmak ve bu alım-satımlar arasında oluşan olumlu fark ile bu menkul kıymetlerin kar payları ve faizlerinden gelir sağlamaktır. Buna ilaveten yatırım kapsamında bazı kısıtlamalar içerisinde nakit ve kıymetli madenlere de yatırım yapabilmektedirler. Yatırım fonlarına hakim olan temel ilkeler riskin dağıtılması, inançlı mülkiyet, mal varlığının korunması, profesyonel yönetim, düşük maliyet ve rahatlık olarak sıralanabilir. Bu ilkeler aşağıda detaylı olarak açıklanmaktadır.

#### **1.3.1. Riskin Dağıtılması**

Yatırım fonları, bireylerin riski ve belirsizliği kendi imkanları ile dağıtamayacakları ölçüde dağıtmalarını sağlamaktadır. Kollektif yatırım kurumlarının ana ilkesi “riskin dağıtılması” olarak ifade edilmektedir. Bu tür kurumlar topladıkları paraları belli oranlarda çeşitli menkul kıymetlere yatırarak yatırım politikaları tespit

<sup>13</sup> Türkiye Finans Bankası, (Çevrimiçi) [http://www.turkiyefinans.com.tr/tr/kurumsalbankacilik/menkulkiymetler/yatirim\\_fonu](http://www.turkiyefinans.com.tr/tr/kurumsalbankacilik/menkulkiymetler/yatirim_fonu), 01.02.2010.

<sup>14</sup> Strachman, Bookbinder, **op.cit.**, p.26.

etmektedir. Riskin dağıtılması ilkesi, genel yapısı itibariyle ihtiyaçlardan kaynaklanmaktadır. Spekülasyon sonucu büyük zararların ortaya çıkma olasılığının bulunması, düzgün ve istikrarlı gelir sağlanması yönündeki istekleri ön plana çıkartmaktadır. Böyle durumlarda da riskin dağıtılması ilkesi piyasada bu tür senetlere yatırım yapacak küçük sermayeli gruplar için bir ihtiyaç olmaktadır. Günümüzde riskin dağıtılması için değişik işletmelere, sektörler ve ülkelere yatırım yapılmaktadır. Riskin dağıtılması için yapılan çalışmalarda "aşırı derecede dağıtım"a gitmemek de gözden uzak tutulmaması gereken bir ilkedir<sup>15</sup>.

Yatırım fonları çerçevesinde, çok sayıda kişiden (yatırımcıdan) para toplanarak oldukça yüksek tutarlarda fonlar oluşturulabilmekte ve bu sayede çok daha fazla sayıda yatırım aracına (örneğin tahvil ve bonolara) yatırım yapılarak, hisse senedi fiyatlarındaki herhangi bir düşüş anında bundan en az derecede etkilenme imkanına sahip olunmaktadır<sup>16</sup>.

### 1.3.2. İnançlı Mülkiyet

Yatırım fonları inanca mülkiyet esasına dayanır. İnançlı mülkiyet esasında fona inanca olarak fon kurucusu sahiptir. Tasarruf sahipleri ise fonla ilgili işlemleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Bu yetki devri fon içtüzüğü ile olur. Kurucu, fonu bu sözleşme (içtüzük) çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek/yönetmek zorundadır. Bu ilke, fon mal varlığının kime ait olduğunu ortaya koymaktadır. Bu açıdan bakıldığında, fon varlıklarının kime ait olacağı konusunda biri müşterek mülkiyet, diğeri inanca mülkiyet olmak üzere iki alternatif bulunmaktadır. Müşterek mülkiyet esasının benimsenmesi durumunda, fon malvarlığı katılma belgesi sahiplerinin müşterek mülkiyetinde olmakta, ancak müşterek mülkiyetin taksimi ortaklar tarafından belirli bir zaman sınırlaması olmaksızın istenebildiğinden, bu durum yatırım fonunun sürekliliği prensibi ile bağdaşmamaktadır. Ayrıca, müşterek mülkiyette katılma belgesi sahipleri ile fon yöneticisi arasındaki ilişkiler vekâlet akdi hükümlerine tabi olacağından, vekâlet verenin vekile talimat verebilmesi ve onun istenildiği an azledilmesi durumu ortaya çıkmaktadır. Oysa, yatırım fonlarında katılma belgesi sahipleri hiç bir şekilde

<sup>15</sup> Vural Günel, **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri: Araçlar-Kurumlar**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 1997, s.282.

<sup>16</sup> Gremillion, **op.cit.**, p.35.

yönetime katılmamakta ve fon yöneticisine talimat verememektedir<sup>17</sup>.

İnançlı mülkiyet esasında fona sahip olan fon yöneticisidir. Tasarruf sahipleri işlemlerinin bir kısmını katılma belgesi olarak inançlı yöneticinin mülkiyetine vermektedir. Bu intikal bir inanç sözleşmesi ile sağlanmaktadır. Bu sözleşme yatırım fonlarında fon içtüzüğü çerçevesinde şekillenmektedir. Yönetici sözleşme çerçevesinde katılma belgeleri karşılığında aldığı paraların sahibi olmaktadır. Ancak, bahsi geçen paraları sözleşme çerçevesinde kullanmak zorundadır<sup>18</sup>. Bu sebeplerle, yatırım fonları Türkiye’de inançlı mülkiyet esasına dayandırılmaktadır.

### **1.3.3.Mal Varlığının Korunması**

Yatırım fonu bir “mal varlığı” olup belli değerleri işletmek amacıyla kurucu tarafından kurulup yönetilen, kurucunun tüzel kişiliğinde dahil olan “fon mal varlığı”, kurucunun malvarlığından ayrı tutulmaktadır. Kurucu; fonu, kendisine inanarak paralarını teslim eden katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil etmekte, yönetmekte veya yönetimini denetlemektedir<sup>19</sup>.

Fon, tüzel kişilik sahibi olmamakla beraber fonun mal varlığı kurucudan ayrıdır. Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca, fon malvarlığı rehin edilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü kişiler tarafından haczedilemez. Anlaşılacağı üzere fon malvarlığının korunması kanun ile güvence altına alınmıştır<sup>20</sup>.

### **1.3.4. Profesyonel Yönetim**

Profesyonel yönetim, adından da anlaşılacağı üzere, portföyün uzman kişilerce günün koşullarına göre yönetilmesini ifade etmektedir. Yönetici, piyasadaki gelişmelerin sonucuna göre pozisyon almak durumundadır. Yönetici, yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetmek, fon portföyü ile ilgili alım satım kararlarında objektif bilgi ve belgelere dayanmak ve sözleşme ile belirlenen yatırım ilkelerine

---

<sup>17</sup> Kılıç, **op.cit.**, s.21.

<sup>18</sup> Günal, **op.cit.**, s.358.

<sup>19</sup> Strachman, Bookbinder, **op.cit.**, p.35.

<sup>20</sup> SPK, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253&submenuheader=0>,03.06.2010.

uymak, fon portföyünde hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık satmamak, herhangi bir şekilde kendisine ve üçüncü kişilere çıkar sağlamak amacıyla fon portföyünde bulunan varlıkların alım-satımını yapmamak, fon portföyünün önceden saptanmış belirli bir getiri sağlayacağına dair yazılı veya sözlü bir garanti vermemek zorundadır. Ayrıca, yatırım fonlarının portföy değerinin %10'undan fazlasının bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmaması, yatırım fonunun tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olmaması, fon portföyüne kurucuya ve yöneticiye ait hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetlerin dahil edilmemesi gibi sınırlamalar da bulunmaktadır<sup>21</sup>.

Menkul kıymet piyasaları nitelikleri itibariyle belirli bir bilgi birikimini gerektiren teknik piyasalar olup, bu piyasada oluşan gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekir. Doğal olarak bireylerin bu şekilde takibi düzenli olarak yapmaları ve bu piyasalarda oluşan gelişmelerin menkul kıymet fiyatlarına etkilerini tahmin edip ona göre zamanında tavır alabilmeleri zordur. Yatırım fonları ise çok fazla sayıda kişiden para toplamak suretiyle yüksek miktarlarda portföyler oluşturduklarından, gerekli donanım ve menkul kıymet piyasalarıyla ilgili yetişmiş elemanlara sahip olabilirler. Bu sayede piyasalarda gözlemlenen hareketlerin ne anlama geldiğini sürekli bir şekilde takip ederek gerekli işlemleri (alım/satım gibi) gerçekleştirirler.

### **1.3.5. Düşük Maliyet ve Rahatlık**

Yatırımcılar almış oldukları profesyonel yönetim hizmetleri karşılığında yatırım fonlarına bir komisyon veya ücret ödemektedirler. Ödenen bu komisyonlar üç sebepten dolayı nispeten düşük olmaktadır. Birinci neden, ölçek ekonomileri ile ilgilidir. Ölçek ekonomisi, fon portföyünün artması ile birlikte birim başına maliyetin düşmesi olarak tanımlanmaktadır. Yatırım fonları, belirli bir gidere katlanarak elde ettikleri bilgileri bu portföyün tamamı için kullandıklarından, birim başına maliyet nispeten düşük olmaktadır. İkinci neden, yatırım fonlarının portföyünde bulunan varlıkların hem sayıca hem de tutar olarak büyük olmasından ve alım-satım işlemlerinde bireysel yatırımcılara göre daha düşük komisyon ödemelerinden kaynaklanmaktadır. Üçüncü neden ise, çok sayıda ve türde yatırım fonu varlığının rekabeti de beraberinde getirmesidir. Bu şekilde yatırımcıların profesyonel yönetim

---

<sup>21</sup> Kılıç, **op.cit.**, s. 21.

hizmetlerinden daha düşük maliyetten yararlanmalarına imkan sağlanmaktadır<sup>22</sup>.

Yatırım fonları katılma belgelerinin telefon, otomatik para çekme makineleri (ATM cihazları) ve internet aracılığı ile doğrudan fonun kurucusundan veya yetkili acentelerden alınıp satılabilme imkanının olması yatırımcılara büyük rahatlık sağlamaktadır. Ayrıca, yatırımcılar aylık ve yıllık mali tablolar, vergi bilgileri, 24 saat telefon hizmeti ve bilgisayarla fona ve kendi hesap bilgilerine ulaşabilme gibi hizmetlerden de faydalanabilmektedir.

## 1.4. YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI

Yatırım fonları, çeşitli açılardan ele alınarak farklı sınıflandırmalara tabi tutulabilir. En çok kullanılan yöntem, pay sayısının değişebilirliği ile portföy yapıları ve yatırım hedefleri kriterlerine göre yapılan sınıflandırmadır<sup>23</sup>.

### 1.4.1. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonları, pay sayısının değişebilirliği kriterine göre açık uçlu (open-ended) ve kapalı uçlu (closed ended) yatırım fonları olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

**Açık uçlu yatırım fonları;** pay sayısı sabit olmayan, talebin seviyesine göre pay sayısı artırılabilen veya azaltılabilen fonlar olarak tanımlanmaktadır. Açık uçlu yatırım fonlarının katılma belgeleri için ikincil bir piyasa söz konusu değildir. Yatırımcı fondan pay almak veya fondaki paylarını satmak isterse, fon yönetimi ile ilişki kurmak zorundadır.

Açık uçlu yatırım fonları, ihraç ettikleri katılma belgelerini yatırımcının talebi halinde geri alan ve yeniden satan, buna bağlı olarak da tedavüldeki pay sayısı sürekli olarak değişen yatırım fonlarıdır. Dolayısıyla, fon portföyünde bir miktar nakit

<sup>22</sup> Gürel Korunalp, **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Basın Yayın Dağıtım, 1.bs., İstanbul, 2001, s.38.

<sup>23</sup> Kılıç, **op.cit.**, s.9.

veya hemen nakde dönüştürülebilecek varlıklar bulunması gerekmektedir. Bu fonlarda payların fiyatları, portföydeki kıymetlerin değerlerine ve toplam pay sayısına göre belirlenmektedir. Bu nedenle, fiyatları arz ve taleple kontrol etmek olanaklı olmamaktadır. Fiyatlar belirlenirken bir önceki günün öğleden sonraki piyasa değeri kullanılmakta ve fiyatlar, menkul kıymetlerin piyasa değerlerine bağlı olarak bulunan net varlık değerinin pay sayısına bölünmesiyle hesaplanmaktadır<sup>24</sup>.

Açık uçlu yatırım fonlarının iki temel özelliğinden biri likit olmaları ve diğeri pay fiyatının belirlenme yöntemleridir. Bu fonlar hemen hemen en likit karaktere sahip menkul kıymetler arasında yer alırlar. Yatırımcı menkul kıymetlerini istediği an paraya çevirebilme olanağına sahip olmakla birlikte, likiditesi düşük getirisi yüksek menkul kıymetler kadar da getiri elde edebilme imkanına sahiptir. Bunun yanı sıra, fonun pay fiyatı fon portföyündeki menkul kıymetlerin değerleri ile pay sayısına bağlı olmaktadır. Bu fiyatın piyasayla her zaman aynı değişmeyi göstermesi gerekmemekte bu da yatırımcıya ilave bir avantaj sağlamaktadır<sup>25</sup>.

**Kapalı uçlu yatırım fonları;** ihraç ettikleri katılım belgelerini yatırımcının talebi halinde geri almayan buna bağlı olarak da tedavüldeki pay sayısı sabit olan yatırım fonları olarak tanımlanmaktadır<sup>26</sup>. Bu fonlarda fon belirli bir sermaye ile kurulmakta ve daha sonra sermaye değişmemektedir. Katılma belgelerinin tamamı satıldığı halde fona katılmak isteyenler varsa, yeni bir sermaye ile yeni bir fon kurulmaktadır.

Kapalı uçlu fonlar, yeni pay ihraç etmediklerinden aktifleri (varlıkları) açık uçlu fonlara göre genellikle daha istikrarlı, ancak daha risklidir. Katılma belgeleri borsada ve borsa dışında alınıp satılabilmektedir. Kapalı uçlu yatırım fonlarının pay bedelleri piyasadaki arz ve talebe göre belirlenmektedir<sup>27</sup>.

Kapalı uçlu yatırım fonlarına yönelik talep daha fazla olmaktadır. Ancak, genelde kapalı uçlu yatırım fonlarının piyasada fiyatları net varlık değerlerinden az

---

<sup>24</sup> Gürman Tevfik, **Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları**, Türkiye İş Bankası Yayınları, İstanbul,1995, s.5.

<sup>25</sup> Bakdur, **op.cit.**,s.35.

<sup>26</sup> Kılıç, **op.cit.**, s.10.

<sup>27</sup> Selim Soydemir, “Kurumsal Yatırımcı Olarak Yatırım Fonları ve Ortaklıkları”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 85, 1993, s.11-19.

olmaktadır. Kapalı uçlu yatırım fonlarının ilk satış fiyatları ise, çeşitli ihraç giderlerini kapsayacak biçimde net varlık değerlerinden yüksek olmaktadır. Bu durumdan yararlanmak için genellikle kapalı uçlu yatırım fonlarının paylarına kısa satış yapılmaktadır. Eğer piyasadaki fiyat düşerse, kısa satış yapanlar piyasadan anlaşma yaptıkları fiyattan daha ucuza pay almak suretiyle kar elde etmektedir. Açık uçlu yatırım fonları ile kapalı uçlu yatırım fonları arasındaki bir diğer fark da, açık uçlu fonların inançlı mülkiyet esasına göre, kapalı uçlu fonların ise, şirket esasına göre kurulmasıdır<sup>28</sup>.

Açık uçlu ve kapalı uçlu yatırım fonları sınıflandırmasına dahil edilmeyen bir diğer üçüncü fon türünden de söz etmek mümkündür. Burada, katılma senetleri karşılığında elde edilen fonlar, üçüncü bir kişiye emanet edilerek menkul kıymetlere yatırılmaktadır. Bu tür fonlarda aktif bir portföy yönetimi söz konusu olmamakta, portföy belirli bir süre elde tutulduktan sonra likidite edilmektedir<sup>29</sup>.

#### **1.4.2. Portföy Yapılarına ve Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları**

Yatırım fonları portföyüne aldıkları varlıkların türlerine göre; hisse senedi fonları, tahvil fonları, para piyasası fonları ve karma fonlar olmak üzere dört ana grupta sınıflandırılmaktadır<sup>30</sup>.

**Hisse senedi fonlar;** portföylerinin tamamı veya büyük bir kısmı yerli ve/veya yabancı şirketlerin hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarıdır. Bu fonlar genel olarak tahvil ve para piyasası fonlarından daha fazla risk içermekte, ancak bunlara oranla daha yüksek getiri sağlamaktadır<sup>31</sup>.

**Tahvil fonları;** portföylerinin tamamını veya büyük bir kısmını tahvil ve bono gibi sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan fonlardır. Bu fonlar, para piyasası fonlarından daha yüksek, hisse senedi fonlarından ise daha düşük riske

---

<sup>28</sup> Kırman, **op.cit.**, s.20.

<sup>29</sup> Soydemir, **op.cit.**, s.15.

<sup>30</sup> (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/investor/pubs/inwsmf.htm>, 29.09.2009.

<sup>31</sup> Argun Karacabey, **A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**, Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları, No: 21, Ankara,1995, s.52.

sahiptir. Tahvil fonları; şirket tahvillerine yatırım yapan fonlar, yabancı tahvillere yatırım yapan fonlar, devlet borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlar ve belediye borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlar gibi alt ayrımlara tabi tutulmaktadır. Tahvil yatırım fonu portföyünde yer alan tahvillerin, nitelikleri de kendi aralarında kredi dereceleri yüksek kaliteli şirket tahvil fonları, düşük kredi dereceli riskli ancak yüksek getirili tahvil fonları, devlet tahvili fonları, uluslararası tahvil fonları ve vergiden muaf fonlar olmak üzere değişebilir<sup>32</sup>.

**Para piyasası fonları;** para piyasası araçlarına yatırım yapan fonlardır. Bu tip fonlar özellikle belirsizliğin yüksek olduğu enflasyonist dönemlerde rağbet görmektedir. Çünkü bu fonların yatırım yaptıkları menkul kıymetler kısa vadeli ve yüksek kaliteli menkul kıymetlerdir. Fon sınıfları arasında en düşük riske sahip fonlar bunlardır. ABD’de para piyasası yatırım fonlarının belirli bir kalitede ve kısa vadeli menkul kıymetlere yatırım yapmaları kanuni bir zorunluluktur. Bu fonlarda yatırımcının zarar etme olasılığı mevcut olmakla birlikte oldukça düşüktür<sup>33</sup>.

**Karma fonlar** ise hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler, para piyasası araçları ve türev araçlarından oluşan portföylere yatırım yapan fonlardır. Bu fonlar dahilinde söz konusu araçlardan bir kaçına veya tamamına yatırım yapılabilmektedir. Bu fonlar portföyelerine aldıkları farklı türlerdeki menkul kıymetlerin ağırlıklarını sabit tutarak yüksek getiri elde etmeyi amaçlamaktadır. Karma fonların diğer bir türü olan denge fonları ise, hisse senetlerine ve tahvillere yatırım yapmakta ve başlangıçtaki yatırımları koruma, sermaye kazancı ve getiri elde etme amacı gütmektedir.

---

<sup>32</sup> Özge Yalçın Okat, **Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları**, Seçkin Yayıncılık, İstanbul, 2009, s.54.

<sup>33</sup> Karacabey, **op.cit**, s.52.

### 1.4.3. Yatırım Fonları Kurumu'na Göre Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması

Yatırım Fonları Kurumu'na (ICI-Investmet Company Institute) göre fonlar, aşağıdaki şekilde sınıflandırmaktadır<sup>34</sup>.

**Hızlı büyüme fonları;** bu fonların amacı maksimum sermaye kazancı elde etmektir. Bazı hızlı büyüme fonları yeni kurulan şirketleri, yeni ortaya çıkan sektörlerdeki firmaları, piyasa şartlarından dolayı zor duruma düşmüş şirket veya sektörleri tercih etmektedir. Bununla birlikte, bu fonlarda opsiyon satmak ve kısa vadeli alım-satım yapmak gibi teknikler de kullanılmaktadır.

**Dengeli fonlar;** yatırımcının anaparasını korumak, belirli bir cari getiri sağlamak ve hem anaparayı hem de getiriye uzun vadede artırmak gibi üç temel hedefi bulunan fonlardır. Bu fonlarda genellikle imtiyazlı hisse senetleri ve tahvillerden oluşan karma bir portföy yönetilmektedir.

**Şirket tahvil fonları;** daha fazla risk alarak daha fazla getiri elde etmeyi amaçlayan fonlardır. Portföyün büyük kısmı şirket tahvillerine, geri kalan kısmı ise hazine bonusu veya federal kuruluşlarca çıkarılan tahvillere yatırılmaktadır.

**Esnek yatırım fonları;** piyasa beklentilerine göre portföyün tamamını hisse senetleri, tahvil veya para piyasası enstrümanlarına yatıran fonlardır. Bu fonlarının yönetilmesinde portföy yöneticisinin tahmin yeteneği, bilgisi ve becerisi oldukça önemli olmaktadır.

**Milli ipotek birliği fonları;** GNMA (Government National Mortgage Association) veya Ginnie Mae Fonları, Devlet Milli İpotek Birliği (GNMA) tarafından garanti kapsamına alınmış ipotek senetlerine yatırım yapan fonlardır.

**Global fonlar;** dünya genelindeki şirketlerin ve hükümetlerin borçlanma senetlerine yatırım yapan fonlardır. Global fonlar portföy çeşitlendirmeye imkan

---

<sup>34</sup> M. Kim, R. Shukla, M. Thomas, "Mutual Fund Objective Misclassification", **Journal of Economics and Business**, Vol. 52, 2000, pp.69-75.

verirken, aynı zamanda kur riskini de beraberinde getirmektedir.

**Büyüme fonları;** mali yapısı güçlü şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan fonlardır. Büyüme fonlarının amacı kâr payı akışından çok sermaye kazancı sağlamaktır.

**Büyüme ve gelir fonları;** hisse senedi değeri artan ve kâr payı ödemeleri düzenli olarak yapılan şirketlerin adi hisse senetlerine yatırım yapan fonlardır. Büyüme ve gelir fonlarının amacı; uzun vadede sermaye büyümesi ve istikrarlı getiri artışı sağlamaktır.

**Yüksek getirili tahvil fonları;** portföylerinin büyük bölümünü düşük dereceli tahvillere yatırdıklarından, daha fazla risk alan fonlardır.

**Tahvil gelir fonları;** hem şirket, hem de devlet tahvillerinden oluşan karma bir portföy yönetilen fonlardır.

**Hisse senedi gelir fonları;** kar payı ödemelerinin yüksek olduğu şirketlere yatırım yaparak yüksek getiri elde etmeyi amaçlayan fonlardır.

**Karma gelir fonları;** kar payı ödemesi yapan hisse senetleri ve borçlanma senetlerine yatırım yapan fonlardır.

**Uluslararası fonlar;** ülke dışında ikamet eden şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan fonlardır. Bir fonun bu kategoride ele alınabilmesi için, portföyün 2/3'ünün sürekli olarak bu şekilde tutulması gerekmektedir.

**Uzun vadeli belediye tahvil fonları;** eyalet ve belediyeler tarafından okul, yol, hastane ve benzeri kamu projelerinin finansmanı için çıkarılan tahvillere yatırım yapan fonlardır.

**Kısa vadeli belediye fonları;** bu fonlar, aynı zamanda vergiden muaf para piyasası fonları olarak da bilinmektedir. Kısa vadeli belediye fonlarına ait menkul kıymetler, likidite ve çek yazılma imtiyazları, bu fonları diğer fonlardan farklı kılan

özellikler olmaktadır.

**Eyalet belediye fonları;** bu fonların, fona ait portföylerin sadece eyalet tahvillerini içermesi dışında diğer uzun vadeli belediye fonlarından bir farkı bulunmamaktadır.

**Para piyasası fonları;** sadece kısa vadeli para piyasası enstrümanlarına yatırım yapan fonlardır. Para piyasası fonları satış komisyonu alınmadan satılmakta olup, bu fonlarda yer alan menkul kıymetlerin ortalama vadesi maksimum 90 gündür.

**ABD hükümeti gelir fonları;** çeşitli hükümet tahvillerine yatırım yapan fonlardır. Bu tahvillere örnek olarak ABD Hazine Tahvilleri, Federal Garantili İpoteğe Dayalı Kıymetleri ve diğer devlet senetleri gösterilebilmektedir<sup>35</sup>.

**Opsiyon ve gelir fonları;** milli menkul kıymet borsalarında satım opsiyonları alıp satarak, kar payı ödeyen şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparak yüksek cari kazanç hedefleyen fonlardır.

**Kıymetli maden veya altın fonları;** portföyün 2/3'ünden fazlasını altın, gümüş veya diğer kıymetli madenlere yatıran fonlardır.

**Ayarlanabilir oranlı hükümet ipotek fonları;** faiz oranlarındaki yükselmelerden korunmak amacıyla oluşturulmuş olan bu fonların portföylerindeki kıymetlerin çoğu federal kurumlar tarafından garantilenmektedir. Burada, faiz oranları değişkendir. Ancak, bu değişkenlik piyasa faiz oranlarına göre değil, altı aylık veya yıllık olarak ipoteğe göre ayarlanmaktadır.

**Çevrilebilir tahvil fonları;** hisse senedine çevrilebilir tahvillerden oluşan portföylerin yönetildiği fonlardır.

---

<sup>35</sup> C.R. Blake, E.J. Elton, M.J. Gruber, "The Performance of Bond Mutual Funds", **Journal of Business**, Vol. 66, 1993, p.170.

#### 1.4.4. Kuruluşu ve Kuruluş Sermayesinin Temini Bakımından Yatırım Fonları

Yatırım fonları kuruluşu ve kuruluş sermayesinin temini bakımından güvenilir kişinin avansı ve katılma belgelerinin önceden satılması şeklinde sınıflandırılabilir<sup>36</sup>.

**Güvenilir kişinin avansı;** bu fonlarda, kurucu şirket yatırım fonunun kurulması için önce bankaya bir avans koymakta, katılma belgelerini halka sattıkça koyduğu avansı geri almaktadır. Burada avans sistemi Sermaye Piyasası Kanunu tarafından belirlenmektedir. Bu sistem yatırımcılar açısından bir güven yaratmaktadır.

**Katılma belgelerinin önceden satılması;** bu sistemde kurucu avans vermemekte, fon kurulmadan katılma belgeleri satılmakta ve yatırım fonu portföyü bu şekilde oluşturulmaktadır.

#### 1.4.5. Kâr Payı Dağıtımı Bakımından Yatırım Fonları

Yatırım fonlarını kâr payı dağıtımı bakımından kâr payı dağıtan ve kâr payı dağıtmayan yatırım fonları şeklinde sınıflandırmak mümkündür<sup>37</sup>.

Kâr payı dağıtan yatırım fonlarında, fonu yöneten kuruluş yılsonunda değer artışı, kâr payı ve faiz tutarlarını dikkate alarak yatırım fonlarında kârı hesaplamakta ve içtüzüğe göre bu kârın belirli bir kısmını kâr payı olarak dağıtmaktadır. Dolayısıyla, katılma belgelerinin değeri de bu oran kadar düşmektedir.

Kâr payı dağıtmayan fonlarda kupon ödemeleri ve kâr payları, fona ilave edilerek bu parayla yeni menkul kıymetler satın alınmaktadır. Bu fonların dezavantajı, gelir ihtiyacının karşılanması için bir kısım fonun satılmasını gerektirmesidir.

---

<sup>36</sup> Okat, **op.cit.**, s.60.

<sup>37</sup> Kim, Shukla, Thomas, **op.cit.**, p.50.

## 1.5. YATIRIM FONLARININ AVANTAJLARI

Yatırım fonlarının sağladığı avantajları mikro ve makro boyutlarda ele alınmalıdır. Yatırım fonları kollektif yatırım kuruluşu olarak gerek katılımcılara (pay sahiplerine), gerek kuruculara ve gerekse de ülke ekonomisine önemli katkılar sağlamaktadır. Bu katkıları aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür.

### 1.5.1.Yatırım Fonlarının Tasarrufçu Açısından Avantajları

Yatırım fonlarının her geçen gün daha fazla yatırımcı tarafından tercih edilmesinin nedenleri aşağıda belirtilmiştir<sup>38</sup>.

-Tasarrufçunun ortaya koyduğu sermayesi (tasarrufu), profesyonel ve güvenilir yöneticiler tarafından yönetilmektedir.

-Yatırım fonu portföyüne alınabilecek menkul kıymetlerin sabit getirili, dövize endeksli ve hisse senedi gibi araçlarla çeşitlendirilmesi nedeniyle riskin en aza indirilmesi mümkün olmaktadır.

-Menkul kıymetlerin değerlemesi ve kontrolü ile kupon, faiz ve temettü tahsili fon yönetimince yapılacağından vade takibi, tahsil etme gibi zaman ve kaynak kullanımını gerektiren işlemlerden korunmaktadır.

-Küçük tasarruflarla temin edilemeyecek kazanç potansiyeli yüksek menkul kıymetlere yatırım yapılmasına olanak sağlamaktadır.

-Fon portföyündeki değer artışlarının portföy değerine günlük olarak yansıtılması nedeniyle işlemlerle gelir ile birlikte gerek ihtiyacı kadar gerekse tamamını istendiği anda paraya çevrilmektedir<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Massimo Massa, "Why So Many Mutual Funds? Mutual Funds, Market Segmentation and Financial Performance", **Working Paper**, May 2005, pp.10-17.

<sup>39</sup> C. Akçay, "Kriz Dönemlerinde Yatırım Fonları", I. Uluslararası Yatırım Konferansı, Ekim 2001, (Çevrimiçi) <http://www.kyd.org.>, 11.12.2010.

-Portföye büyük tutarlı alım satımlar nedeniyle zaman ve para tasarrufu sağlamaktadır.

-Bazı yatırım fonları, katılma belgesi üzerinden çek yazabilme imkânı sağlamaktadırlar. Fon içtüzüklerinde hüküm bulunmak kaydıyla, kurucular tarafından bir banka nezdinde, katılma belgesi sahipleri adına katılma belgeleri karşılığında ödeme yapılmak üzere açtırılacak hesaplar üzerine çek keşide etme imkânı sağlanabilir.

### **1.5.2.Yatırım Fonlarının Kurucu Açısından Avantajları**

Yatırım fonları, fon kurucuları açısından aşağıdaki faydaları sağlar<sup>40</sup>;

-Kurucular, rekabet ortamı içinde çalıştıklarından tasarruf sahiplerine yatırım fonları aracılığıyla yeni bir hizmet sunmaktadırlar.

-Fonun yönetim ve temsili ile fona tahsis ettikleri eleman ve donanım karşılığı, portföy büyüklüğü üzerinden hesaplanan bir yönetim ücretini, fon bünyesinden yönetim ücreti olarak almaktadır<sup>41</sup>.

-Halka arzına aracılık ettikleri menkul kıymetleri, mevzuatın izin verdiği limitler içinde kurucusu oldukları fonlara satabilmektedirler.

-İştiraklerince çıkarılan menkul kıymetlere mevzuat çerçevesinde fonlar aracılığıyla yatırım yapabilmektedirler.

-Hisse senedi ağırlıklı A tipi fonlarda bulunan senetlerle, borsada gerektiğinde pazar düzenleyiciliği görevini üstlenmektedirler.

---

<sup>40</sup> Bülent Özütürk, "Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı", **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi Araştırma Raporu**, Mart 2005, s.64-70.

<sup>41</sup> (Çevrimiçi), <http://www.tkyd.org.tr>, 14.06.2009.

### 1.5.3.Yatırım Fonlarının Ekonomi Açısından Avantajları

Gelişmiş mali piyasa yatırım fonları; yeni kurulan kamu kuruluşlarının ve belediyelerin finansmanında önemli roller oynamakta, hazine bonoları ve tahvillere yatırım yaparak kamu açığının finansmanına yardımcı olmaktadır. Bu fonların portföylerinde bulunan ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile konut ipoteği piyasasında yeni kaynaklar yaratmakta ve portföylerinde yüksek getirili bono, tahvil ve finansman bonusu bulundurarak kurumların borçlanma maliyetini düşürmektedirler<sup>42</sup>.

Yatırım fonları, ülkemizde yaşanan yüksek kamu borçlanma ihtiyacının özel sektör yatırımları üzerindeki dışlama (crowding out) etkisini azaltmakta ve özel sektör borçlanma maliyetlerini düşürücü etkiler yaratmaktadır. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren yatırım fonları, uzun vadeli kaynak yapılarının da etkisiyle özellikle teknoloji, bio-teknoloji, bilişim gibi hızla büyüyen sektörlerde faaliyet gösteren firmalara kaynak aktararak uzun vadeli ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır<sup>43</sup>.

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 piyasalara kazandırdığı derinlik ve likidite etkisiyle düşen piyasada bile müşteri bulabilirler. Uzun vadeli kaynaklarından dolayı finansal piyasalarda volatilitiyi azaltıcı bir etkiye sahiptirler.

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<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> Akçay, **loc.cit.**

<sup>43</sup> Özütürk, **op.cit.**, s75.

<sup>44</sup> (Çevrimiçi) [http://www.tkyd.org.tr/T/yatirim\\_fonlari\\_k.aspx](http://www.tkyd.org.tr/T/yatirim_fonlari_k.aspx) ,18.02.2009.

Ülkemiz gibi gelişmekte olan mali piyasalarda ise yatırım fonları şu faydaları sağlamaktadır<sup>45</sup>;

-Hisse senetlerine yatırım yaparak özel sektöre kaynak aktarımında aracılık fonksiyonunu yerine getirmektedirler.

-Kamu borçlanma araçlarına yatırım yapmak suretiyle bütçe açıklarının finansmanına katkıda bulunmaktadırlar.

-Borsanın derinleşmesine ve işlem hacminin artmasına yardımcı olmaktadırlar.

-Portföy yönetim faaliyetinin gelişmesine katkıda bulunmaktadırlar.

-Küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin menkul kıymet yatırımlarına dönüşmesini sağlamaktadırlar.

## 1.6. YATIRIM FONLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

Fon katılma belgesi kâr payları Gelir Vergisi Kanunu'nun 75/1 maddesine göre menkul sermaye iradı sayılmaktadır. Ancak söz konusu kanuna, 14/08/1999 tarih ve 23786 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren 4444 sayılı kanun ile eklenen geçici madde 45 uyarınca; 01/01/1999 - 31/12/2005 tarihleri arasında elde edilen ve stopaj yoluyla vergilendirilmiş bulunan menkul kıymetler yatırım fonlarının katılma belgelerine ödenen kâr payları için yıllık beyanname verilmeyecek ve diğer gelirler nedeniyle beyanname verilmesi halinde bu gelir beyannameye dahil edilmeyecektir<sup>46</sup>. Gelir vergi kanununda yapılan yeni düzenlemeler ile vergi muafiyeti tam ve dar mükellef gerçek kişiler için 31.12.2006'ya kadar uzatılmıştır.

A ve B tipi yatırım fonları kâr payları, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 4369

<sup>45</sup> Vahdettin Ertaş, Kürşat Tuncel, Bahadır Teker, **Yatırım Fonları (Türkiye Uygulaması)**, Ankara, Yayın No:103, 1997, s.17-18.

<sup>46</sup> Gelir Vergisi Kanunu, Md.75/1, Md.45,(Çevrimiçi)  
<http://www.hukuki.net/kanun/193.14.text.asp#link83>, 09.08.2010.

sayılı kanun ile değişik 25. maddesinde belirtilen %30 oranlı kurumlar vergisine tabidir<sup>47</sup>. Bunun yanı sıra; Vergi Usul Kanunu'nun 279 sayılı maddesine göre, "menkul kıymet değerlemesinde hisse senetleri ile fon portföyünün en az %51'i Türkiye'de kurulu bulunan şirketlerin hisse senetlerinden oluşan yatırım fonu katılma belgeleri alış bedeliyle, bunlar dışında kalan her türlü menkul kıymet borsa rayicisiyle değerlendirilir" şeklinde bir açıklama mevcuttur<sup>48</sup>. Bu madde ile bilanço gününde, portföyü en az %51 hisse senedinden oluşturulmuş yatırım fonu katılma belgelerini aktifinde tutan kuruluşlara vergi erteleme imkânı sağlanmaktadır. Tam mükellef tüzel kişi; yatırım fonu alım satım işlemlerinden elde ettiği kârlar üzerinden vergi yükümlülüğünden kaçınamaz, ancak tüzel kişi söz konusu yatırım fonu katılma belgelerini bilanço gününde aktifinde muhafaza ederse bu durumda katılma belgelerini alış bedeli ile değerleyebilme olanağına sahip olmaktadır<sup>49</sup>.

1 Ekim 2006 tarihinden itibaren yatırım fonlarından elde edilen gelir vergilendirmesi, Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 67. maddesi hükümleri kapsamında değiştirilmiştir. Bu yeni bir vergilendirme ve hesaplama sistemi değil, tamamen hesaplanan verginin tahsil edilme şeklinde bir değişikliktir. Bu uygulamada; yatırımcının fon katılma belgesini satması ile elde ettiği gelir üzerinden %10'luk vergi kesintisi (stopaj) yapılacaktır. Bir yıldan fazla süreyle elde tutulduktan sonra satılan, portföylerinde sürekli olarak en az %51 hisse senedi taşıyan yatırım fonlarına ait katılma belgelerinden sağlanan kazanç üzerinden stopaj yapılmayacaktır<sup>50</sup>. Vergi Kanunu'nda yapılan değişiklik ile yatırım fonlarının içeriden vergilendirilmesi kaldırılmış, dışarıdan vergilenme sistemine geçilmiştir. Buna göre fon yatırımcısı fon katılma belgesini elinde tuttuğu sürece bir kesinti yapılmayacak, satış anında elde ettiği gelire %10 oranında stopaj uygulanacaktır. Dolayısıyla fon yatırımcısı, elindeki fon katılma belgelerini satana kadar oluşacak vergiyi erteleyebilecektir. 01.10.2006 tarihinden önce portföylerinde yatırım fonu olan müşterilerde, alış maliyeti olarak 2006 Eylül ayının son işlem günü oluşan kapanış fiyatı dikkate alınacaktır. Müşterinin yatırım fonu satış işlemlerinde, satış bedeli üzerinden İlk Giren İlk Çıkar (FIFO yöntemi) esaslı ile vergi matrahı hesaplanacak ve işlemi gerçekleştirdiği anda

<sup>47</sup> Kurumlar Vergisi Kanunu, Md.25, (Çevrimiçi)

<http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/935.html>, 09.08.2010.

<sup>48</sup> Vergi Usul Kanunu, Md.279, (Çevrimiçi)

<http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/1045.html>, 21.05.2009.

<sup>49</sup> Akel, op.cit., s.14-15.

<sup>50</sup> Gelir Vergisi Kanunu, Md.67,(Çevrimiçi)

<http://www.hukuki.net/kanun/193.14.text.asp#link83>, 09.08.2010.

elde ettiği alım-satım geliri üzerinden %10 oranında Gelir Vergisi Stopajı alınacaktır. Yatırım fonu portföyü üzerinden yapılan vergilendirmenin sona ermesi ve müşteri bazında vergilendirilmeye geçilmesi ile mevcut uygulamaya göre toplamda ödenmiş olan vergi tutarında bir değişiklik olmamış, sadece müşterinin vergi ödemesi yatırım fonunun kurucuya geri satış tarihine ertelenmiştir. Kurumlar için ise kesilen % 10'luk stopaj, kurumlar vergisinden mahsup edilebilir<sup>51</sup>.

## 1.7. YATIRIM FONLARININ BİRLEŞTİRİLMESİ, SONLANDIRILMASI VE TASFİYESİ

Yatırım fonlarının birleştirilmesinde aynı kurucunun kurduğu fonlar kurucunun veya kurulca gerekli görülen durumlarda kurulun talebi üzerine birleştirilebilir. Bu amaçla kurucunun yönetimindeki ve birleşime konu olacak fonlardan, bünyesinde birleşilecek fon dışında kalan fonlara ilişkin iç tüzük maddesi değişikliği için SPK'ya başvurulur. Kuruldan alınan uygun görüş ile iç tüzük değişikliği, kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve Türk Ticaret Sicil gazetesinde ilan ettirilir. Ayrıca, yatırımcıların bilgilendirilmesi amacıyla söz konusu değişiklikler ve değişikliklerin gerekçeleri Türkiye çapında yayın yapan en az iki adet günlük gazetenin Türkiye baskısında ilan edilir<sup>52</sup>. Kurucu, bünyesinde, birleşecek fonun fon tutarına ve pay sayısına ilişkin iç tüzük maddesi değişikliği ve birleşme sonucu çıkarılacak katılma belgelerinin yatırımcılara dağıtımını için kurula bir dilekçe ve tebliğde belirtilen diğer belgeler ile başvurur. Bünyesinde birleşilecek fon dışındaki fonların iç tüzük değişikliklerinin ticaret siciline tescili tarihinden itibaren, söz konusu fonların katılma belgelerinin satımı durdurulur. Kurul gerekli incelemeleri yaptıktan sonra, birleşme sonucu çıkarılacak katılma belgeleri kurul kaydına alınır. Birleşme ile ilgili ilanlarda birleşme tarihi ve değiştirme oranının hesaplanma yöntemi ve süresi belirtilir<sup>53</sup>.

Kurucunun iflası veya tasfiyesi halinde SPK, fonu uygun göreceği başka bir kuruluşa tasfiye amacıyla devreder. Saklayıcı kurumun iflası halinde, kurucu fon varlığını kurulca uygun görülecek başka bir kuruluşa devreder. Bundan başka fon, iç

<sup>51</sup> (Çevrimiçi) <http://www.gpy.com.tr/yatirim-fonlari-yonetimi/vergilendirme.html>, 01.08.2010.

<sup>52</sup> Bakdur, **op.cit.**, s.75.

<sup>53</sup> Tunaer, **op.cit.**, s.27-28.

tüzüğünde öngörölmüş süre söz konusu ise bu sürenin sona ermesiyle, fon süresiz ise kurucunun kurulun uygun görüşünü aldıktan sonra altı ay öncesinden feshi ihbar etmesi ya da kurucunun fon kurma koşullarını kaybetmesi halinde fon sona erer. Fon mal varlığı, fon içtüzüğündeki ilkelere göre tasfiye edilir ve tasfiye bakiyesi katılma belgesi sahiplerine payları oranında dağıtılır. Fesih anından itibaren hiçbir katılma belgesi ihraç edilemez ve geri alınamaz<sup>54</sup>.

---

<sup>54</sup> Okat, **op.cit.**, s.95.

## İKİNCİ BÖLÜM

### HEDGE FONLAR

Serbest fonlar olarak da nitelendirebileceğimiz hedge fonlar küreselleşme ile birlikte tek bir piyasaya bağlı olmadan dünya genelinde her an aktif bir borsada 24 saat işlem yapabilmeleri, girdikleri pozisyonlarla ve yatırım yaptıkları karmaşık finansal enstrümanlar ile yüksek getiriler sağlamaları nedenleri ile tercih edilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelere yapılan hedge fon yatırımları durağan durumda olmayan ve piyasalarında kırılganlığın yüksek olduğu bu ülkelerin dinamiklerine çok büyük zararlar verebilmektedir. Bu bölümde dünya yatırım piyasasındaki payı sürekli olarak artan hedge fonların tanımı, organizasyonu, işleyişi, tarihi, özellikleri ve türleri hakkında teorik bilgilere yer verilerek hedge fonlar ile klasik fonlar arasındaki benzerlik ve farklılıklar ortaya konulacaktır.

#### 2.1.HEDGE FONLARIN TANIMI, ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ

Bu kısımda son on yıl içerisinde hızlı bir şekilde büyüyen hedge fonların tanımı, tarihsel gelişimi, hedge fon endüstrisinin büyüklüğü, özellikleri, diğer fonlar ile benzerlikleri ve farklılıkları, avantaj ve dezavantajlarına değinilecektir.

##### 2.1.1. Hedge Fonların Tanımı

Hedge fonlar, varlıklı kişilerden ve büyük kuruluşlardan toplanan fonları getiri sağlamaya ve sermayeyi değerlendirme amacına yönelik olarak oluşturulmuş finansal varlık alım satımında kullanan özel yatırım fonlarıdır. Diğer yatırım araçlarının tersine hedge fonlar, bir göstergede endeksle karşılaştırılan getiri sağlamak yerine, kesin ve sürekli getiri sağlamaya odaklanmıştır. Başka bir ifadeyle, sektör göstergelerine veya endeksin performansına bakmaksızın kesin getiri arayışı içerisinde olan hedge fonlar bu amacını gerçekleştirebilmek için atılgan stratejiler benimsemektedirler. Risk ve getiri profilini yükseltmek için açığa satış, türev ürünlerin alım satımı ve kaldıraç (borçlanma) kullanmak gibi pozisyonlar almaktadırlar. Bu özellikleri ile hedge fonlar oldukça özel, değişken ve açık uçlu bir

yatırım ortaklığı olarak da tanımlanabilmektedirler<sup>1</sup>.

"Hedge", kelime anlamı olarak, riske karşı korunma anlamına gelse de, temel olarak hedge fonların sadece riske karşı korunma amacına hizmet ettiklerini söylemek mümkün değildir. Hedge fon yöneticilerinin bu fonlar için yaptığı tanımlama; özel olarak kurulan, profesyonel yatırım yöneticileri tarafından yönetilen, halka yaygınlaştırılmamış ve bir araya toplanmış bir yatırım aracıdır<sup>2</sup>.

Hedge fonların en belirgin ve diğer fonlardan ayrıldığı özelliği, herhangi bir yasal sınırlamaya tabi olmamasıdır. Bunlardan en belirgin olan örnek ise diğer yatırım fonları açığa satış veya borçlanabilme özelliğine sahip değil iken hedge fonların üzerinde bu tip bir sınırlama olmamasıdır<sup>3</sup>.

Hedge fonlar orijinalinde geniş kitleler için düzenlenmemiş yatırım araçlarıdır. Bunun yerine, hedge fonların hisse senetlerini satın alınmadan önce kalifiyeli bir yatırımcıya sahip olunmalıdır. Bu gereklilik, genel yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun hedge fonlara yatırım yapmasını engelleyen bir unsurdur<sup>4</sup>.

Her zaman yüksek oranda getiri amaçlayan hedge fonların en büyük tercihi volatilitesi yüksek ve gelişmekte olan ülkelerin piyasalarıdır. Hedge fonlar tarafından uygulanan yatırım stratejileri ve bu stratejilerin oluşturduğu alt stratejiler gelişmekte olan piyasalarda yüksek oranda risk oluşturmakla beraber yüksek getiri amacıyla yapılan piyasa hareketleri bu ülkelerin finansal yapı ve sistemlerini bozmaktadır.

## 2.1.2.Hedge Fonların Tarihçesi

Büyük oranda kar getiren, çeşitli türev araçları ile karmaşık bir yapıya sahip olduğu düşünülen hedge fonların tarihsel gelişiminin yakın zamanlarda olması

---

<sup>1</sup> Mark D. Wolfinger, **Create Your Own Hedge Fund : Increase Profits and Reduce Risk with ETF's and Options**, 2.bs., Wiley, New Jersey, 2005, p. 22.

<sup>2</sup> Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (KYD), **Global Piyasalardan: Hedge Fonlar**, KYD Aylık Bülten, Kasım 2003.

<sup>3</sup> Serkan Çankaya, "Dünyada ve Türkiye'de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği", (Çevirmiş) [http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan\\_Cankaya\\_Dunyada\\_Turkiyede\\_Hedge\\_Fonlar\\_MFY81.pdf](http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan_Cankaya_Dunyada_Turkiyede_Hedge_Fonlar_MFY81.pdf) ,17. 09.2009, s.2.

<sup>4</sup> Nurgül Chambers, " Hedge Fonlar",**Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, C.1, Sayı:1, Haziran 2008, s.5.

beklense de yapılan araştırımlara göre hedge fonların teorik olarak ilk uygulanışı 2500 yıl öncesine uzanmaktadır. Hedge fonların teorik olarak ilk uygulanışı ünlü matematikçi ve filozof Thales tarafından yapılmıştır<sup>5</sup>.

Thales'in yaşadığı bölgedeki insanlar zeytin işi ile uğraşmaktadırlar. Thales elindeki bazı bilgiler ve tecrübelerle bir sonraki hasat döneminde zeytinde bir ürün bolluğu yaşayacağını öngörmüştür. O dönemdeki insanlar zeytin ile birçok ürün işlemektedir. Zeytinyağı yapımında zeytinin ezilmesi amacıyla kullanılan aletler için bu aletlerin sahipleri ile gelecek hasat dönemindeki kullanım hakkı ile ilgili anlaşma yapmıştır. Gelecek hasat dönem için tüm aletlerin kullanım hakkı Thales tarafından elde edilmiştir. Thales tarafından bakıldığında ürün bolluğu yaşanılarak getiri beklentisi varken, kullanım hakkını veren alet sahipleri ise ürünlerin azalması durumunda işlerin az olması ile karşı karşıya kalmamak için bu riski Thales' e satmışlardır. Riski satın alan Thales hasat zamanı haklı çıkmıştır. Hasat zamanı geldiğinde aşırı bir zeytin bolluğu olmakla beraber tüm zeytin üreticileri zeytin ezmek için hakları satın alınan aletlere büyük oranlarda ihtiyaç duymuşlardır. Thales kullanım hakkını daha yüksek bir fiyata zeytin üreticilerine satarak yüksek getiri sağlamıştır. Thales yüksek orandaki hasat öngörüsü ile kendi stratejisini belirleyerek ezicilerin kullanım hakkını ve yatırım yaparak riski satın almıştır. Kullanım hakkını satan zeytin ezicileri ise kısa dönemde kazanacakları parada riski Thales' e satarak sabit getirilerini garanti altına almışlardır. Thales' in uyguladığı bu strateji doğru çıkmıştır. Yüksek orandaki hasat ezicilere olan talebi arttırmış, yatırım yapılan eziciler yüksek kar ile üreticilere satılmıştır<sup>6</sup>.

Yakın tarihte ilk modern hedge fon 1949 yılında Alfred Winslow Jones tarafından kurulmuştur. Bu fon menkul kıymetlere yatırım yapmış ve aynı zamanda portföyünü riske karşı korumak amacıyla açığa satış yapıp borçlanmıştır. Gelirleri bytmek için borçlanmadan kaçınmayan Jones' un yatırım yaklaşımı, piyasa riskini ortadan kaldırmak için ise hisse senetlerinin açığa satışını içermekteydi. Açığa satıştaki amaç ise kısa pozisyonda piyasa riskinden korunmaktı. Jones' un kurduğu

---

<sup>5</sup> (evirmii) <http://tr.wikipedia.org/wiki/Thales>, 01.07.2009.

<sup>6</sup> Nuray Terzi, **Hedge Fonları & Küresel Finansal Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, 1.bs., Beta Yayınları, İstanbul, 2009, s. 13.

bu fon uygulamada her ne kadar yer bulduysa da bir ekonomi dergisinde yayınlanıncaya kadar sermaye piyasasında pek dikkat çekmemiştir. Dergide Jones'un kurduğu bu fondan bahsedilerek yüksek getiri sağlanabileceği vurgusu yapılmıştır. US Securities and Exchange Commission (SEC) tarafından geçmiş tarihlere yönelik ekonomik araştırmalarda dergide çıkan bu makalenin okuyucular tarafından ilgi ile karşılandığı sonucuna ulaşılmıştır. Zira bu yazı ile birlikte iki yıl içinde hedge fonların sayısı 1' den 140'a ulaşmıştır.

Hedge fonların ortaya çıkış sürecinde yer alan bir başka isim ise Michael Steinhardt' tır. 1967 yılında; Michael Steinhardt, Fine, Berkowitz & Şirketi ve sekiz çalışan ve 7.7 milyon dolar başlangıç sermayesi ile yatırımına başlamıştır. Steinhardt, kariyerine bir hisse senedi toplayıcısı olarak başlamış ve sonra fonları yön değiştirerek multi-strateji fonlarına dönüşmüştür<sup>7</sup>.

Sayıları her geçen gün artan hedge fonlar ilk ciddi darbeyi 1970'lerin başlarındaki fiyat düşüşlerinin olduğu dönemde almıştır. Bu dönemde birçok hedge fon tasfiye edilmiş ve 1980'lerin başına kadar hedge fonlara talep olmamıştır. Özellikle 1980'li yıllardan itibaren, hedging ve spekülasyon için çok sayıda finansal araç geliştirilmiştir. Borsalarda işlem gören standart future ve opsiyon sözleşmelerinin yanı sıra, bazı banka ve aracı kurumlar borsa dışı pek çok araç geliştirmişlerdir. Bu kontratların bazıları çok basit ve likiditesi yüksek, bazıları ise daha karmaşık ve sığ bir pazara sahiptir. Türev araçlar (derivatives) terimi, borsada işlem gören çok likit araçların yanında, likit olmayan tüm finansal araçları kapsayacak şekilde kullanılmıştır. İşte, bu tür karmaşık özelliklere sahip yatırım araçlarından biri de "hedge fonlar"dır<sup>8</sup>.

1990'lar geldiğinde ise hedge fonlara olan ilgi tekrar canlanmıştır. 1998 yılı sonunda hedge fon sayısı 3500 adete ve toplam varlık büyüklüğü 1 trilyon dolara ulaşmıştı. Bu tarihte yatırım fonlarının büyüklüğü 5 trilyon dolar seviyesinde ve hedge fonlar, yatırım fonları sektörünün %20'si kadar bir büyüklüğe ulaşmıştır<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Filippo Stefanini, **Investment Strategies of Hedge Funds**, 1. bs., Wiley, New Jersey, 2006, p.10.

<sup>8</sup> Terzi, **op.cit.**, s.14.

<sup>9</sup> Report of The President's Working Group on Financial Markets, "Hedge Funds", Leverage and The Lessons of Long-Term Capital Management, April 1999, pp.2,3.

Hedge fon sektörünün gelişiminde, 1998 yılının ikinci yarısında yaşanan LTCM (Long Term Capital Management) olayının da önemli bir rolü vardır. LTCM, kurucuları arasında iki Nobel ödüllü finans profesörünün (Robert Merton ve Myron S. Scholes) de bulunduğu bir hedge fondur. 1998 yılının başında, LTCM, düşük kredi notuna ve yüksek kredi notuna sahip tahvil getirileri arasındaki risk priminin azalacağı beklentisi ve modellerine aşırı güven duymaları nedeniyle, yüksek kaldıraçlı pozisyonlar almıştır. Diğer bir deyişle, 4 milyar \$ özsermaye ile 100 milyar \$'lık aktife yatırım yapmış, daha sonra bu aktifleri, varsayımsal tutarı 1 trilyon \$'ın üzerinde olan türev ürün işlemleri için karşılık olarak kullanmıştır<sup>10</sup>.

LTCM' nin uzun ve kısa pozisyonları yüksek derecede ilişkili (korelasyonu yüksek) olduğu için, teorik olarak, net riskin düşük olduğu ifade edilmekteydi. Fakat, Ağustos 1998'de, Rusya'nın parasını devalüe etmesi, yurtiçi borçlarını ödeyememesi ve ticari bankalar tarafından yabancı kreditorlere yapılacak ödemelerde 90 günlük tek taraflı moratoryum ilan etmesi, finansal piyasalarda tedirginliğe yol açmıştır. Yatırımcıların riski yüksek-likiditesi düşük varlıkları satıp, riski düşük-likiditesi yüksek varlıklara geçmesi, LTCM' nin üzerine işlem yaptığı risk primlerinin daha da artmasına yol açmıştır. Örneğin, gelişmekte olan ülke borçları ile Kuzey Amerika Devlet Tahvilleri arasındaki risk primi, Temmuz 1998'de %6 iken, Eylül 1998'de %17'ye yükselmiştir. Rusya krizi nedeniyle LTCM, hızla sıkıntıya düşmüş ve özsermayesinin çoğunu kaybetmiştir. LTCM' nin yükümlülüklerini yerine getirememesi ve kalan varlıklarını düşük fiyatlardan satması, finansal piyasalara daha büyük zarar verebileceği ve sistemik bir krize yol açabileceği korkusuyla, FRBNY' nin (Federal Reserve Bank of New York) öncülüğünde, 14 banka ve menkul kıymet firmasından oluşan bir konsorsiyum, LTCM' ye 3,5 milyar \$'lık fon aktarmıştır. LTCM olayı, hedge fon sektörünün gelişimini olumsuz etkilemiş, fakat bu etki kısa sürmüş ve hedge fon sektörünün uzun dönemli büyüme trendi devam etmiştir<sup>11</sup>.

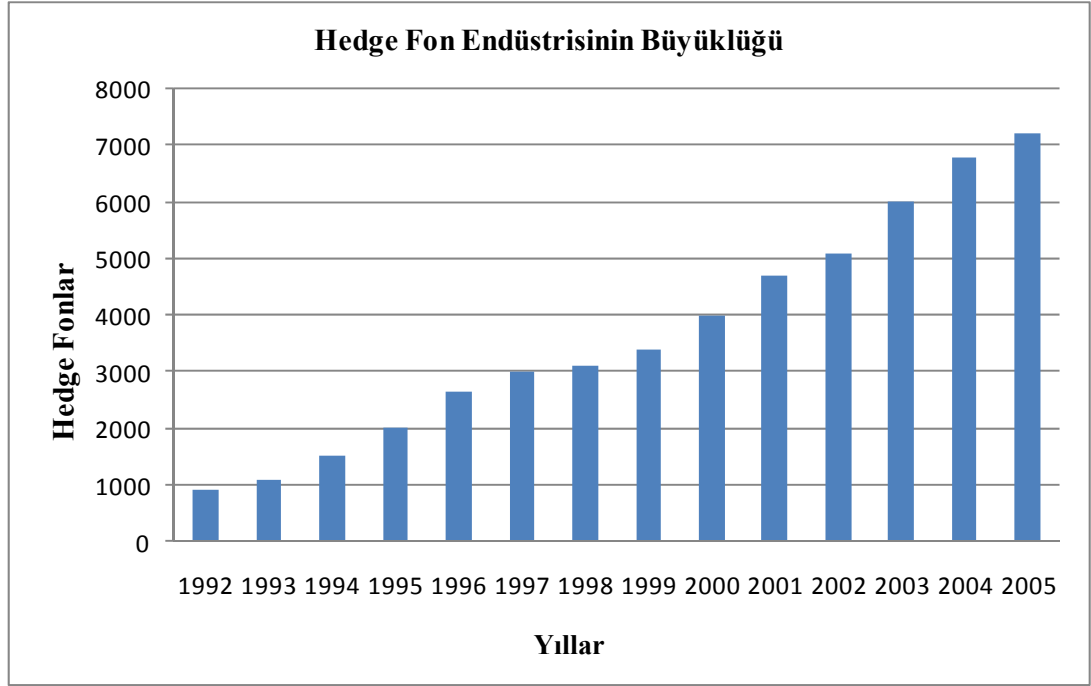
Hedge fonlara olan ilginin artmasından sonra hedge fon endüstrisinin büyüklüğü beklentilerin çok üzerine çıkmıştır. Çünkü hedge fon endüstrisi büyük bir özel sektör merkezli ve özel sınırlı ortaklıklardan oluşmaktadır. Ayrıca şeffaf olmayan yapısı nedeniyle hedge fon endüstrisinin büyüme süreci kesin izler

<sup>10</sup> Adem Anbar, "Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri", **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, C.8, Sayı:27, 2009, s.122.

<sup>11</sup> Stuart A. McCrary, **Hedge Fund Course**, 1. bs., USA, Wiley, 2005, p.50.

bırakmamıştır<sup>12</sup>. Grafik 2.1'deki veriler dikkate alındığında, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki hedge fon endüstrisinin büyüklüğü yıllar itibariyle görülmektedir.

**Grafik 2.1:** Hedge Fon Endüstrisinin Büyüklüğü (Adet)



**Kaynak:** Mark J.P. Anson, **Handbook of Alternative Assets**, 1.bs., Wiley, New Jersey, 2006, s.39.

Kısaca özetlemek gerekirse, 1990 yılından 2006 yılına kadar, hedge fon sektörü, yönetilen aktif tutarı bakımından 38 kat ve hedge fonların sayısı bakımından 15 kat büyümüştür. 1990 yılında dünyada 610 adet hedge fon ve bunların yönettiği varlıkların toplamı da 38.9 milyar dolar iken 2006 yılına gelindiğinde 9 bin 462 hedge fon 1.5 trilyon doları yönetmekteydi. 2008'de ise 2 trilyon doları bulan hedge fon yatırımları 2009 yılı başında 1.4 trilyon dolara kadar düşmüştür. 1990 yılından beri hedge fonlardan ilk defa bu kadar büyük bir para çıkışı olmuştur. Kriz ortamından dolayı birçok yatırımcı hedge fonun kalitesine, büyüklüğüne, başarısına bakmasızın paralarını geri çekmiştir. Çekilen miktar 155 milyar dolar kadardır. 2010 Temmuz itibariyle ise 10 bin adet aktif hedge fonun yönettiği varlık tutarı 2 trilyon doları geçmiştir. 2012 yılında 3.5 trilyon USD olacağı tahmin edilmektedir.

<sup>12</sup> Anson, **op.cit.**, s.41.

Hedge fonların sayılarındaki gerçekleşen bu artışa rağmen, piyasaya giriş çıkışların genel manada yatırım sektöründe görülenden daha fazla olduğu, her yıl mevcut hedge fonlarının içinde bulunan yılın özelliğine ve fonun ana stratejisine bağlı olarak tahminen %85-95' inin sektörde varlığını sürdürebildiği, mevcut fonların %30' unun sektörde 3 yılı ve %40'ının da sektörde 5 yılı dolduramadıkları görülmektedir<sup>13</sup>.

Hedge fonların gösterdiği hızlı gelişimin ana nedenleri, geleneksel yatırımcılardan beklenen getirinin düşük olması ve buna karşın görece olarak geleneksel yatırımlardan daha fazla getiri sağlayan alternatif yatırım stratejilerinin yarattığı esnekliğin finans çevrelerinde giderek daha fazla kabul görmeye başlamasıdır<sup>14</sup>.

### 2.1.3. Hedge Fonların Yapısal Özellikleri

Hedge fonların en temel özellikleri, her türlü yatırım stratejisini ve yatırım enstrümanını kullanabilmeleridir. Bu açıdan fonlara yatırılan büyük tasarrufları istedikleri şekilde değerlendirebilirler, türev ürünleri kullanabilirler, açığa satış yapabilirler, arbitraj fırsatlarını kullanabilirler, kredili işlemler yapabilirler ve zor durumdaki hisselerle rahatça yatırım yapabilirler. Genel olarak hedge fonlar, bir ortaklık yapısında, klasik yatırım fonu yapısında ya da bir özel şirket yapısında kurulabilirler<sup>15</sup>.

Hedge fonların temel amacı sadece yüksek kar elde etmektir. Başka bir ifadeyle, hedge fonlar sektör göstergelerine veya endeksin performansına aldırımsız kesin getiriye sağlayabilmek için agresif stratejiler uygularlar. Risk ve getiri profilini yükseltmek için açığa satış, türev ürünlerin alım satımı ve kaldıraç (borçlanma) kullanmak gibi pozisyonlar alırlar.<sup>16</sup> Günümüzde hedge fonlar; hisse senetlerinin yanında, sabit getirili menkul kıymetlere, değiştirilebilir menkul kıymetlere (convertible securities), dövizle (currency), borsalarda işlem gören veya işlem görmeyen future kontratlarına, tezgah üstü piyasalarda işlem gören türev

<sup>13</sup> John Kambhu, Til Schuermann, Kevin J. Strieth, "Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk", **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**, No:291, July 2007.

<sup>14</sup> "Hedge Fund and Their Implication For Their Financial Stability", **European Central Bank, Occasional Paper Series**, No: 34, August 2005, p.29.

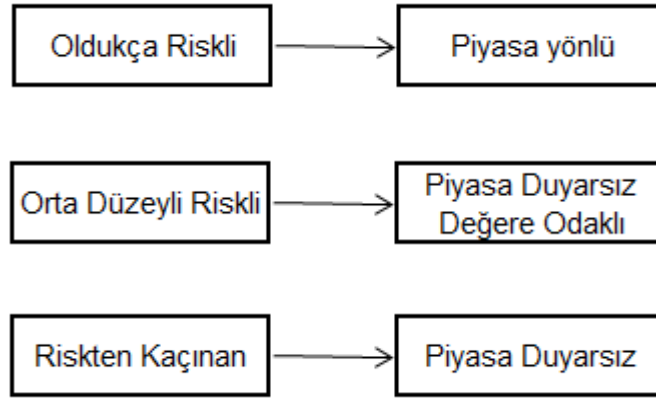
<sup>15</sup> (Çevrimiçi) <http://www.ingilizcefinans.com/?id=581&kid=3&sfl=3> ,10.04.2010.

<sup>16</sup> **IFSL Research Hedge Funds 2008**, IFLS, Temmuz 2008.

araçlara, mala dayalı opsiyon sözleşmelerine ve diğer menkul kıymet sayılmayan yatırım araçlarına yatırım yapabilmektedir.

Hedge fonlar belli varlıklara yatırım yapmayı benimsemekle birlikte, genel olarak yatırım yaparken her türlü yatırım stratejisini ve ürünü kullanma özgürlüklerine sahiptirler<sup>17</sup>. Hedge fonlar bir taraftan kesin getiri sözü verirken, diğer taraftan kayıt altında olmama, yatırım pozisyonları, likidite ve aldıkları ücret konularında özgürdürler. Hedge fonlar SEC'e kayıtlı değildir. Yatırımcı sayısını sınırlandırarak ve belirli bir getiri düzeyini karşılamalarını isteyerek yatırımcıları akredite etmek yoluyla kayıt altına alınmaktan kaçınırlar. Hedge fonların reklam vermeleri veya çağrıda bulunmaları yasaktır. Bu yasaklar da hedge fonların gizemini artırmaktadır. Hedge fonlar yatırımcılarına ortalama riskin üzerinde olağanüstü kazançlar sağlama olasılığını sunarlar. Bunu gerçekleştirmek için de büyük riskler göze alırlar<sup>18</sup>. Şekil 2.1'de hedge fonlar aldıkları risklere göre sınıflandırılmaktadır.

**Şekil 2.1:** Hedge fonların aldıkları risklere göre sınıflandırılması



**Kaynak:** Chambers, *op.cit.*, s.7.

Oldukça riskli hedge fonlarda öngörülen durumlara yatırım yapılarak genellikle kaldıraçtan yararlanır. Bu şekilde yüksek getiri sağlanır. Orta düzeyli riskli hedge fonlar, piyasaya duyarsız hedge fonlardır. Bu fonlar uzun süreli stratejilere yatırım yaparak değere odaklanırlar. Riskten kaçınan hedge fonlar ise volatilitesi düşük olan ve istikrarlı getiri sağlayan hedge fonlardır.

<sup>17</sup>(Çevrimiçi) <http://www.kyd.org.tr/data/T/KYDKas%C4%B1m2009Ay%C4%B1kB%C3%BCit%20eni.doc>, 14.02.2009.

<sup>18</sup> Barton Biggs, "Hedge Fonlar Harap", **Newsweek Türkiye**, February 2008, s.41.

Hedge fonların finansal piyasalardaki rollerini anlamak için diğer kurumsal yatırımcılarla benzerliklerin ve farklılıkların bilinmesi önemlidir. Finansal piyasalardaki faaliyetleri ve işlevleri açısından hedge fonlar, diğer kurumsal yatırımcılardan (uluslararası faaliyet gösteren ticari bankalar, yatırım bankaları, yatırım fonları gibi) temelde çok da farklı değildirler. Hedge fon sektörünün gelişmesiyle, geleneksel kurumsal yatırımcıların, hedge fonların en önemli yatırımcıları arasında yer almaya veya hedge fonların uyguladıkları stratejileri kullanmaya başlamaları nedeniyle, hedge fonlar ile diğer kurumsal yatırımcılar arasında sınır çizmek giderek zorlaşmaktadır<sup>19</sup>.

Lhabitant' a göre hedge fonların karakteristik özellikleri şu şekilde sıralanabilir<sup>20</sup>;

**Hedge fonlar etkin bir şekilde yönetilen fonlardır:** Bu nedenle hedge fon danışmanları, aktif yönetimi yoluyla değer arttırmak, beceri tabanlı (skill-based) stratejiler ile geleneksel yatırım paradigmasını kabul etmemek için araştırma gerekliliği duyarlar. Örneğin; verimli pazar hipotezi ya da modern portföy teorisi gibi hedge fon yöneticileri, pazardaki bütün varlıkların fiyatının doğru olarak belirlenmediğine inanırlar. Bu nedenle, verimsizliklerin istismarı için spesifik stratejileri benimsemektedirler.

**Hedge fonlar esnek yatırım politikalarına sahiptir:** Esnek yatırım politikasında büyük yönetim riski hedeflenmektedir. Bu politikada hedge fon yöneticisinin pazar şartlarına adapte olmasına izin verilmekte böylece kârın ve riskin kontrolü sürdürülmektedir. Bir hedge fonu olmazsa olmaz yapan, tüm izin verilen araçları ya da eşzamanlı olarak kullanılabilen bütün alım satım stratejilerini sürdürebilmesine izin verilmesidir. Fakat hedge fon yöneticisi, dar bir odaklanma nedeniyle kendi talimatıyla, fiyatların düşmekte olduğu bir pazarda batan bir sektöre ya da yatırım grubuna yatırım yapmak zorunda kalabilmektedir.

---

<sup>19</sup> Monica Billio, Mila Getmansky, Liorana Pelizzon, "Crises and Hedge Fund Risk", September 7, 2009, p.5

<sup>20</sup> François-Serge Lhabitant, **Handbook of Hedge Funds**, 1.bs., Wiley, Chichester, 2006, pp. 25-35.

**Hedge fonlar sıra dışı yasal yapıları kullanırlar:** Hedge fonlar legal formların çeşitliliği içindedirler. Ancak, yasal düzenlemelerden kaçınarak ve finansal araçları kullanarak vergi yükümlülüklerini minimize ederler. Bu fonlar sık sık limited şirketler ya da komandit şirketler şeklindedir ve vergi avantajı açısından elverişli yasalara sahip ülkelerde offshore yatırım şirketleri kurmuşlardır.

**Hedge fonlar sınırlı likidite sunarlar:** Geleneksel yatırım fonlarının niteliği, uygun durumlarda günlük katılım ve ödeme şansı sunmasıdır. Ancak hedge fonlar için aynı durum söz konusu değildir. Çünkü bir hedge fon yatırımından vazgeçmek için belirli bir sürenin geçmesini bekleme zorunluluğu vardır.

**Hedge fonlar mükemmel getiri hedefi ve performans ücreti sunar:** Geleneksel fon yöneticilerinin bir tek yönetim ücreti masrafı olmasına rağmen, hedge fon yöneticileri hem teşvik primi, hem de yönetim ücreti talep ederler. Yönetim ücreti genellikle fon yöneticisinin yönetimindeki varlıkların bir yüzdesi olarak, yıllık ya da üç aylık ödemeler şeklinde belirlenmiştir. İşletim giderlerini karşılamak için yıllık % 1-3 oranında pay isterler. Teşvik ödemeleriyle ise; fon yöneticilerinin maksimum kazanç kazanmaları için özendirme amaçlanmaktadır. Bu da yıllık gerçekleşen performansın % 15-25'i oranındadır.

**Hedge fon yöneticileri birer çalışan değil iş ortağıdır:** Bir hedge fon yöneticisi, genellikle diğer yatırımcılar ile risklerin kârını ve zararını da paylaşır. Çünkü yönetmiş olduğu varlıklarda kayda değer bir kişisel paya sahiptir. Kişisel zenginlik taahhüdü, ister istemez motivasyonun iyi bir göstergesi olmasına karşın istenmeyen yan etkileri de mevcuttur. Örneğin, bir fon yöneticisi kariyerinin başlangıcında küçük bir zarar gerçekleştirebilir. Çünkü, riski arttırmak onu cezbetmiş olabilir. Bu kötü duruma bilmeden düşmesine rağmen geri hareket edebilir ve geleneksel bir fon yöneticisi gibi kaybını hızlıca geri kazanabilir. Bir diğer ekstrem örnek; başarılı bir fon yöneticisi kariyerinin sonunda çok geniş bir taahhüde sahip olabilir ama risk almaktan kaçınabilir. Böyle olsa bile fon yöneticisinin hakkı genellikle iyi bir şekilde ödenmektedir.

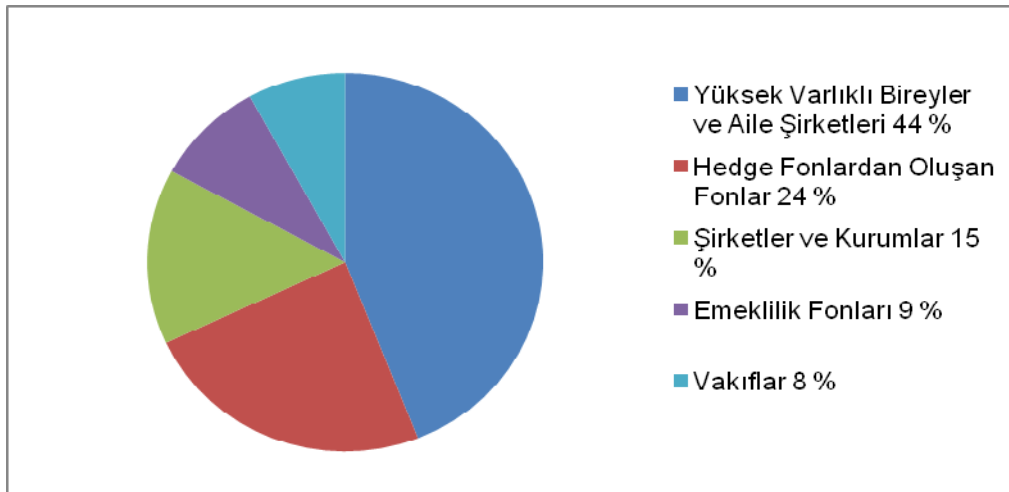
**Hedge fon stratejileri ölçülebilir değildir:** Hedge fonlar, yüksek miktarlarda paranın absorbe edilmesinde sınırlı bir yeteneğe sahiptirler ve bir fon yöneticisi fonunu kapatmayı tercih edebilir (fonuna sağlayacağı yeni bir katılımı

amaçladığı büyüklüğe ulaşmak için). Bu da hedge fonların ortaya çıkışı ve yok olma süreçlerinin iz bırakmamasının sebeplerindedir.

**Hedge fonlar sınırlı bir şeffaflığa sahiptirler:** Şeffaflık hedge fon dünyasında tartışmalı bir konudur. Çünkü birçok hedge fon özel bir grup için kurularak özel kanallardan satılır ve birçoğu da ülke dışında (offshore) satılabilir. Bu durumda denetleme ve düzenleme yapmak isteyen kuruluşlar daha kısıtlı hareket etmek zorunda kalabilirler<sup>21</sup>.

**Hedge fonlar spesifik yatırımcıları amaçlar:** Grafik 2.2'de görüldüğü gibi Amerika'daki hedge fonların en büyük yatırımcı kitlesi %44 oranında yüksek gelirli bireyler ve ailelerdir. Fakat hedge fon endüstrisinin son yıllardaki büyümesi temel olarak kurumsal yatırımcıların da hedge fonlara yatırım yapması ile açıklanmaktadır. Emeklilik planları, vakıflar gibi kurumsal yatırımcılar; portföylerinin geleneksel yatırım araçlarından oluşan kısmını mutlak getiri sağlayacak alternatif yatırım araçlarına kaydırarak giderek daha fazla oranda hedge fonlara yatırım yapmaya başlamışlardır. Bununla birlikte kurumsal yatırımcılar giderek daha fazla oranda hedge fonlardan kurulu fonlara (FOHFs) yatırım yapmaktadırlar. Bu fonların da 2005 yılı sonu itibariyle hedge fon sektöründeki payı %24'tür<sup>22</sup>.

**Grafik 2.2:** US Hedge Fonların Tahmini Dağılımı (2005 Yılı Sonu)



**Kaynak:** Lhabitant, *op.cit.*, p.35.

<sup>21</sup> Anita K. Krug, **The Hedge Fund Transparency Act of 2009**, BerkeleyLaw University of California, 2009, p.17.

<sup>22</sup> Lhabitant, *op.cit.*, p.36.

## 2.1.4. Hedge Fonların Geleneksel Yatırım Fonları ile Karşılaştırılması

Hedge fonların bazı açılardan yatırım fonlarına benzediği düşünülebilir. Her iki fon türünde de yatırım fonlarının bir havuzda toplanması, yatırımcıların yöneticiye güvenerek paralarını teslim etmeleri ve halka arz edilmiş finansal varlıklara yatırım yapmaları benzerlikler arasında sayılabilir.

Bununla birlikte hedge fonlar ile yatırım fonları arasında önemli farklar vardır. Hedge fonlar hemen hemen bütün yapılandırılmış ürünleri kullanabilirler. Kaldırıcı yüksek türev ürünlerle ilgili pozisyon alabilirler. Hedge fonda yatırımcı, fon yöneticisine genellikle diğer fon çeşitlerinde kullanılmayan yatırım tekniklerini kullanması konusunda izin verir. Başka bir deyişle, yatırımcı kesin getiri sağlayan stratejilerin peşinden koşmaları için hedge fonlara özgürlük tanımıştır<sup>23</sup>.

Hedge fonların başarısı elde ettikleri pozitif getiri ile ölçülür. Geleneksel yatırım fonlarının başarısı ise belirlenmiş bir göstereyle karşılaştırıldığında elde edilen getiriye bağlıdır. Bir hedge fon yöneticisinin kazancı yönetim ve performans ücretlerine bağlıdır. Başka bir deyişle başarı ne kadar yüksekse kazanç da o kadar yüksek olur<sup>24</sup>.

Klasik fonlarda getiri yöneticinin yatırım yaptığı piyasanın performansı, yöneticinin kullandığı stratejinin performansı ve yöneticinin becerisi olmak üzere 3 faktöre bağlıdır. Bir hedge fon yöneticisi için getirinin kaynağı, strateji ve beceridir. Zira hedge fon yöneticisi, yatırımlarında uzun ya da kısa pozisyon alabilir. Uzun pozisyon menkul kıymetin fiyatı yükseldiğinde para getiren pozisyonudur<sup>25</sup>. Kısa pozisyon da fiyatlar düşmesi ile getiri elde etmek için alınan pozisyonudur. Açığa satış bir hedge fon yöneticisine düşen piyasalarda da para kaybettirebilir. Bir hedge fon yöneticisinin yükselen bir piyasada para kazanması piyasanın yükselmesinden

---

<sup>23</sup> Terzi, **op.cit.**, s.27.

<sup>24</sup> **Pricewaterhousecoopers Report**, "The Regulation, Taxation and Distribution of Hedge Funds Around the Globe", July 2007, p.3.

<sup>25</sup> Stefanini, **op.cit.**, p.130.

ziyade, uzun pozisyon yatırım kararı almasından kaynaklanmaktadır<sup>26</sup>.

Hedge fonları yatırım fonlarından ayıran önemli özelliklerden biri de hedge fonların ücret yapısıdır. Hedge fonlar daima hem sabit bir ücret hem de yönetim ücreti alırlar. Sabit ücret genellikle yönetilen varlıkların %1 ve %2'si arasındadır. Yönetim ücreti ise gösterilen performansın %20 ve %25'i arasındadır. Hedge fonlar düzenleme dışı olduklarından verilen bu ücret aralıkları üzerinde olabilmektedir<sup>27</sup>.

Hedge fonlar, temelde piyasa faaliyetleri açısından diğer finans kurumlarından farklı değildirler. Sigorta şirketleri, yatırım fonları gibi geleneksel fonlara yatırım yapan kurumsal yatırımcılar hedge fonların önemli yatırımcıları arasındadırlar. Ancak hedge fonların temel karakteristiği, genellikle riski azaltması ve alım-satım faaliyetlerinde istikrarı diğer piyasa katılımcılarından daha fazla teşvik etmesidir<sup>28</sup>.

Hedge fonların, herkese açık olmaması nedeniyle yasal sınırlamaları daha esnektir. Kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve diğer bildirim yükümlülükleri konusunda daha düşük yaptırımlara tabi olmaları nedeniyle hedge fonlar hakkında düzenli ve toplu verilere erişmek oldukça zordur. Yukarıda hedge fonlar ve klasik fonların karşılaştırılmasına ilişkin yapılan açıklamalar Tablo 2.1'de özetlenmektedir.

---

<sup>26</sup> Active Academy Araştırma Merkezi, "Hedge Fonlarda Rekor Büyüme", **Activeline Gazetesi**, No.67., s 12.

<sup>27</sup> Wolfinger, **op.cit.**,p.35.

<sup>28</sup> Philip Coggan, **Guide to Hedge Funds**, New York, Bloomberg Pres, 2008.

**Tablo 2.1:** Hedge Fonlar ve Klasik Fonların Karşılaştırılması

<b>HEDGE FONLAR</b>	<b>KLASİK FONLAR</b>
Hem kısa hem de uzun yatırım şeklinde olabilir.	Sadece uzun yatırım söz konusudur.
Kaldıraç kullanılır.	Kaldıraç kullanılmaz.
Yüksek performans, performansa dayalı ücret ücret söz konusudur.	Düşük performans, %'ye dayalı performans bulunmaktadır.
Fon yönetici ile ortak yatırımı içerir.	Fon yönetici ile ortaklık içermez.
Future ve diğer türevler kullanılabilir.	Türev kullanımı hedge fonlara göre sınırlıdır.
Geniş bir yatırım alanı mevcuttur.	Sınırlı yatırım alanı mevcuttur.
Büyük nakitlere sahip olunabilir.	Yatırımda kalmak için nakit gereklidir.
Mutlak kar hedeflenir.	Nispi gelir hedeflenir.
Yatırımcı girişi düzenlenmiş ve kendisi daha az düzenlemeye sahiptir.	Hedge fonlara göre daha fazla düzenleme ve denetim mevcuttur.

**Kaynak;** Terzi,**op.cit.**, s.24.

## 2.1.5. Hedge Fonların Avantaj ve Dezavantajları

Hedge fonlar yatırımcı açısından bakıldığında yüksek getiri ve risk primlerinin paylaşılması ile etkili bir finansal araçtır. Fondaki paranın yatırıma yönelmesi ile gerek piyasalara likidite sağlar, gerekse küresel olarak oluşturulan portföyde çeşitlilik yaratır. Hedge fonlara yatırım yapmanın 4 ana nedeni ve avantajı bulunmaktadır. Buna göre hedge fonların yatırımcılara avantajları yüksek performans, çeşitlendirme, hedge etme imkanı, piyasalara erişim kolaylığı sağlamaları, düşük regülasyon ve yüksek esneklik sağlamalarıdır<sup>29</sup>.

Hedge fonlar; çeşitli enstrümanları kullanarak riski düşürmeleri, her koşula uyum sağlamadaki hızları, çeşitlendirme sağlamaları, mutlak getiriye arttırmaları, yöneticilerinin tecrübeli ve en uygun yönetim stratejilerine sahip olmaları nedeniyle yatırımcılar tarafından tercih edilmektedirler<sup>30</sup>.

Hedge fonların faydalarını aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz<sup>31</sup>;

- Hedge fonlar, mali piyasaların hareket yönünden bağımsız olarak pozitif getiri sağlayabilirler.
- Dengeli bir portföydeki hedge fonların kapsamı, bütün bir portföyün riskini ve volatilitesini azaltarak daha istikrarlı getiri sunabilir.
- Çoğu birbiriyle ilişkisiz olan ve büyük çeşitlilik gösteren hedge fon yatırım stratejileri, yatırımcılara amaçlarına göre değişik alternatifler sağlar.
- Yapılan akademik çalışmalar, hedge fonların yatırımcılarına değişik yatırım stratejileriyle, diğer yatırım fonlarından daha yüksek getiriye ve daha düşük toplam riske sahip olduğunu göstermektedir.

<sup>29</sup> Maria Strömquist, "Hedge Funds and The Financial Crisis of 2008", **Economic Commentaries**, No:3, New York, 2009, p.10.

<sup>30</sup> Makro Maslakovic, "Hedge Funds City Business Series", **International Financial Services**, May 2007, p.5.

<sup>31</sup> Ekin Fikirhoca, " Alternatif Yatırım Araçları", Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Sayı:41, Ocak 2006, s. 8-17.

- Bireysel yatırımcılar getiri kaybına uğramamak için piyasaya ne zaman girip yine piyasadan ne zaman çıkmaları konusunda profesyonel bilgiye ihtiyaç duyarlar. Hedge fonlar, uzman yöneticileri sayesinde bu ihtiyaca cevap vererek uzun dönemde yatırım riskini azaltırlar<sup>32</sup>.

Gelişmekte olan ülkelere yapılan hedge fon yatırımları (sıcak para) o ülkenin finansal dinamiklerine zarar vermektedirler. Çünkü stabil durumda olmayan bu ülkelerin piyasalarında kırılma çok yüksektir<sup>33</sup>. Gelişmekte olan ülkelerde maliye ya da para politikalarının etkinliğinin azalmasında hedge fonların rolü büyüktür. Bu fonların oldukça yüksek hareket kabiliyetleri, para politikasından sorumlu olan Merkez Bankalarını tedirgin etmektedir. Bugün sıcak para adını verdiğimiz yatırımların büyük bir bölümünü hedge fonlar oluşturmaktadır. Bu yüzden malî piyasalarında büyük miktarda hedge fon bulunan ülkeler, ister istemez muhtemel çıkışlara karşı kasalarında yüksek düzeyde döviz rezervi tutmak zorundadırlar. Batı piyasalarının ciddi anlamda istikrara kavuşması ve getirilerin düşmesi, fon sayısının patlamasına sebep olmaktadır. Batılı zenginlerin, riskli ama getirisi çok yüksek bu fonlara akın etmesiyle hedge fonların hem büyüklükleri hem de kontrol ettikleri miktarlar artmaya başlamıştır<sup>34</sup>. Bu da ortaya yeni bir sorun çıkarmıştır. Rekabetin artmasıyla birlikte fon toplamak giderek zorlaşmış ve hedge fonları yöneten büyük oyuncular, yüksek getiri vaadini karşılayabilmek için spekülasyondan manipülasyona kaymaya başlamıştır. Yapılan çalışmalara göre hedge fonların dezavantajları aşırı ücretlendirme, yüksek kredili işlemler, şeffaflığın az olması, düşük likidite ve kapasite sınırlamaları olarak ifade edebiliriz.

Hedge fonların zararlarını aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz;

- Hedge fon yöneticilerinin zeki, eğitilmiş ve profesyonel yatırımcılar olmaları her ne kadar piyasa risklerini ve kayıplarını en iyi şekilde telafi etmelerini sağlasa da, bu durum aynı zamanda daha fazla riskli yatırımlara yönelmelerine de

---

<sup>32</sup> Tuba Ertugay Yıldız, "Hedge Fonların İşleyişi", **Yeterlilik Etüdü**, SPK Yayınları, İstanbul, Haziran 2004, s.43.

<sup>33</sup> Terzi, **op.cit.**, s.29.

<sup>34</sup> Chambers, **op.cit.**, s.11.

neden olabilmektedir. Nitekim 1998 yılında ABD'de Rusya krizinden hemen sonra LTCM (Long-Term Capital Management) isimli hedge fon 4.6 milyar dolar kaybetmiştir. Amerikan Merkez Bankası FED bu fonu kurtarmak için piyasaya 3,65 milyar dolar sürmek zorunda kalmıştır. Daha sonra 2000 yılında söz konusu fon tasfiye edilmiştir<sup>35</sup>.

- Hedge fon yöneticilerine normal ücret ve komisyon ödemelerinin yanısıra performanslarına göre yapılan ek ödemeler bazen yatırımın getirisine oranla çok yüksek tutarlara ulaşabilmekte ve bu da yatırımın maliyetini artırmaktadır. Ayrıca hedge fon yöneticileri daha fazla ek ödeme alabilmek amacıyla daha riskli yatırımlara yönelebilmektedirler<sup>36</sup>.
- Yüksek tutarlı hedge fon yatırımlarındaki değişiklikler özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarındaki istikrarı bozabilmekte ve yerel maliye ya da para politikalarının etkinliğinin azalmasına neden olabilmektedir.
- Hedge fonların artan popülaritesi ve gittikçe büyüyen tutarlardaki paraların bu fonlar tarafından yönetilmesi suç konusu fiillerin hedge fonlar aracılığıyla işlenmesini cazip hale getirmektedir.
- Hedge fonlar, mevzuat yükümlülükleri açısından esnek yapılara sahip olduklarından zaman zaman yolsuzluklara konu olabilmektedirler. Etkin bir biçimde denetlenemedikleri için de çoğunlukla bu yolsuzluklar zamanında tespit edilememekte ve bu nedenle yatırımcılara zarar verebilmektedir<sup>37</sup>.
- Hedge fonlar genellikle kaldıraç etkisinden azami ölçüde yararlanabilmek için sermayelerine oranla yüksek tutarlarda borçlanarak yatırım yapmaktadırlar. Bu durumda, fonun ana sermayesine oranla taşıdığı borç yükü arttığı için olası piyasa dalgalanmaları fonun iflasına ve dolayısıyla yatırımcıların ciddi zararlarla karşı karşıya kalmalarına yol açabilmektedir.

---

<sup>35</sup> Magnum Funds, "What is a Hedge Funds", (Çevrimiçi) <http://www.magnum.com/About.aspx?RowID=9>, 14.07.2009.

<sup>36</sup> Krug, **op.cit.**, p.34.

<sup>37</sup> Joseph G. Nicholas, **Hedge Fund of Funds Investing**, 2.bs., Bloomberg Press, Oxford, 2004, p.199.

## 2.2. HEDGE FONLARIN ORGANİZASYONU VE İŞLEYİŞİ

Bu kısımda hedge fonların kuruluş şekli ve yapısı, hedge fon yatırımcıları ve yatırım danışmanları, büyüklükleri, hareket ve davranışları, hedge fonlarda likidite ve kaldıraç tekniği ile hedge fonlarla ilgili yasal düzenlemeler üzerinde durulacaktır.

### 2.2.1. Hedge Fonların Kuruluş Şekli ve Yapısı

Hedge fon, yalnızca belirli yatırımcılar için oluşturulan bir tür sermaye havuzudur. Hedge fonların yasal statüsü limited ortaklık şeklindedir. Ana ortak genellikle portföy yöneticisidir ve büyük olasılıkla yatırılan fonlar içinde en büyük paya sahiptir. Yerel hedge fonlar genellikle ABD vergi kanunlarına tabi yatırımcıları çekmek amacıyla komandit ortaklık olarak kurulmayı tercih etmektedirler. Zira komandit ortaklıklar aşamalı vergiye tabi olmayıp, vergi tek bir aşamada (yatırımcının gelirini elde ettiği aşamada) kesilmektedir. Bununla birlikte komandit ortaklıklar doğru bir şekilde organize edildiklerinde Yatırım Şirketleri Kanunu'ndan muaf olmaktadır<sup>38</sup>.

Hedge fon yapısında yer alan taraflar Şekil 2.2'de görülmektedir. Bunlar yöneticiler (yatırım danışmanı), idareciler, birincil aracı kurumlar ve emanetçi kurumdur<sup>39</sup>. Fon yöneticisi veya yatırım danışmanı, fonun aynı zamanda sponsoru, yöneticisi ve organizatörüdür. İdareciler; varlıkların değerlemesine bağlı olarak fonların net aktif değerlerini hesaplamak, kayıtların tutulması ve muhasebe, yasal danışmanlık, raporlama ve yatırımcı işlemlerinin kaydı ve takibi gibi çeşitli görevleri sunmaktadırlar. Fonun net aktif değerinin hesaplanması, kritik bir önem taşımaktadır, çünkü hedge fonun performansı ve yatırım yöneticisinin ücreti net aktif değerine göre hesaplanmaktadır. Offshore hedge fonlar genellikle idarecileri kullanırken, onshore fonlar ise operasyonel destek için birincil aracı kurumlarla çalışmaktadırlar. Birincil aracılar (prime brokers), hedge fonlara aracılık ve diğer profesyonel hizmetleri sunan bankalar ve menkul kıymet firmalarıdır. Birincil aracılık işlemleri aracılar tarafından yapılan finansman, işlemlerin takası ve kapatılması, emanet hizmetleri, risk yönetimi ve operasyonel destek olanaklarını içermektedir<sup>40</sup>. Birincil aracılar, gelirlerinin önemli

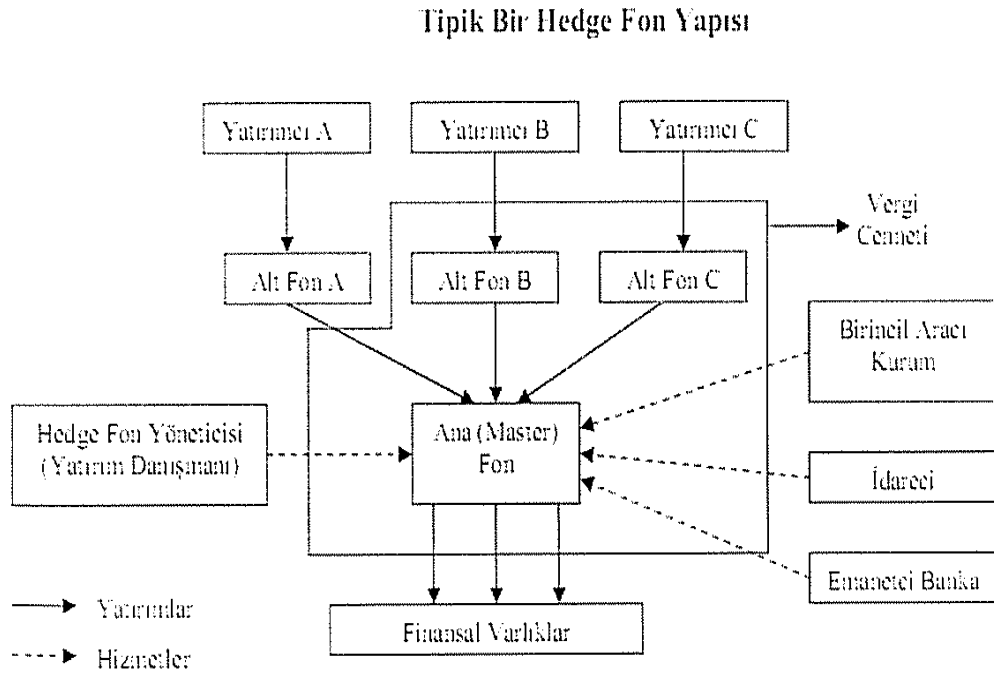
<sup>38</sup> Daniel A. Strachman, **The Fundamentals of Hedge Fund Management**, 1.bs., Wiley, New Jersey, 2007, p.51.

<sup>39</sup> Robert Jaeger, **All About Hedge Funds**, New York: Mc Graw Hill, 2003, p.69.

<sup>40</sup> Nicholas, **op.cit.**, p.235.

bir kısmını işlem komisyonlarından, teminatlı nakit ödünç verilmesi ve açığa satış işlemini gerçekleştirmek için hisse senedi veya tahvil ödünç verilmesi gibi işlemlerden elde etmektedirler. Emanetçi kurum ise menkul kıymetler ve mevduatlar gibi hedge fonların varlıklarının güvenli bir şekilde saklanması görevini yerine getirmektedirler<sup>41</sup>.

**Şekil 2.2:** Hedge Fonun Yapısı



**Kaynak:** Yıldız, *op.cit.*, s.14.

Fon yöneticileri pek çok idari faaliyetleri dışarıdan bir kurum vasıtası ile gerçekleştirmelerine rağmen bu faaliyetleri yıllar içinde artış göstermiştir. Bazı hedge fonlar muhasebe, yatırım danışmanlığı gibi kurumsal hizmetleri kendileri sağlarken bazıları ise bu hizmetleri dışarıdan anlaştıkları hizmet sağlayıcı firmalardan temin etmektedirler. Hedge fonlarda baş broker sayısı hizmet türüne göre değişiklik gösterebilmektedir. Çünkü baş brokerların sağladığı hizmetler fonlarda çeşitlik gösterebilir<sup>42</sup>. Tablo 2.2'de baş brokerların hedge fonlara sağladığı bazı hizmetler yer almaktadır.

<sup>41</sup> Lhabitant, *op.cit.*, p.53.

<sup>42</sup> Terzi, *op.cit.*, s. 60.

**Tablo 2.2:** Baş Brokerların Hedge Fonlara Sağladığı Bazı Hizmetler

HİZMET TÜRLERİ	%
Menkul Kıymet Ölçümleri	70
Nakit Ödünçler	55
Trade uygulaması	50
Tasfiye ve düzenlemeler	45
Fon yönetimi	40
Emanet	40
Risk Yönetimi	30
Sermaye girişi	25
Kredi	20

**Kaynak:** Terzi,op.cit., s.63.

Baş broker aynı zamanda araştırma, raporlama ve danışmanlık hizmetleri de sunmaktadır. Avrupa'da Londra, baş brokerlık anlamında en geniş hizmet verilen şehirdir. Yatırım bankalarının yönetim merkezleri Londra'da bulunmaktadır. Morgan Stanley ve Goldman Sachs en büyük baş brokerlardandır.

## 2.2.2.Hedge Fon Yatırımcıları ve Yatırım Danışmanları

Sahip oldukları varlıkları yönetilmesi için hedge fonlara yatıran bireysel ve kurumsal yatırımcılar aşağıda sıralanmıştır<sup>43</sup>.

- Yatırım zamanında kişi \$ 1 milyon veya üzerinde paraya sahip olmalıdır.
- Kişi son iki yılda her yıl için \$ 200.000'ı aşkın gelire sahip olmalı veya son iki yıldaki geliri \$300.000 olmalıdır. Ayrıca gelecek yılda da aynı düzeyde gelir sağlayacağına ilişkin gerçekçi bir beklenti içerisinde olması gerekir.
- Eğer söz konusu olan bir organizasyon, şirket veya başka bir kurum veya kuruluş olursa; organizasyonun varlık toplamı \$ 5 milyon'u aşmalıdır.
- Üniversitelere yapılan bağışlar gibi toplu sermaye içeren varlıklar hedge fon yatırımcıları olarak nitelendirilebilir.
- Emeklilik şirketleri topladıkları fonları hedge fonlara yatırım yaparak değerlendirebilirler.
- Bazı hedge fonlar bir diğer hedge fona yatırım yaparlar. Bu fonlar " fonun fonu" olarak adlandırılmaktadırlar.

Hedge fon yatırım danışmanı, fonun sponsoru olarak fonu kurar, organize eder, bir yatırım stratejisi geliştirir, fonu pazarlar, hedge fonun yöneticisi olarak fonu yönetir. Hedge fon yatırım danışmanları genellikle trader, analist veya portföy yöneticisi olarak çalıştıkları büyük finans kurumu veya bankalardan kendi işlerini kurmak için ayrılmış profesyonellerdir.

Fonun idarecisi fonun yasal muhatabıdır. Fonun kayda alınması, paylarının çıkarılması, yasal ve vergisel işlemleri, birim payına düşen net varlık değerinin ve performans priminin bulunması, hesapların takibi, raporlama, fona katılma ve fondan çıkışa ilişkin formların hazırlanması ve bağımsız denetimin yaptırılmasından fonun

---

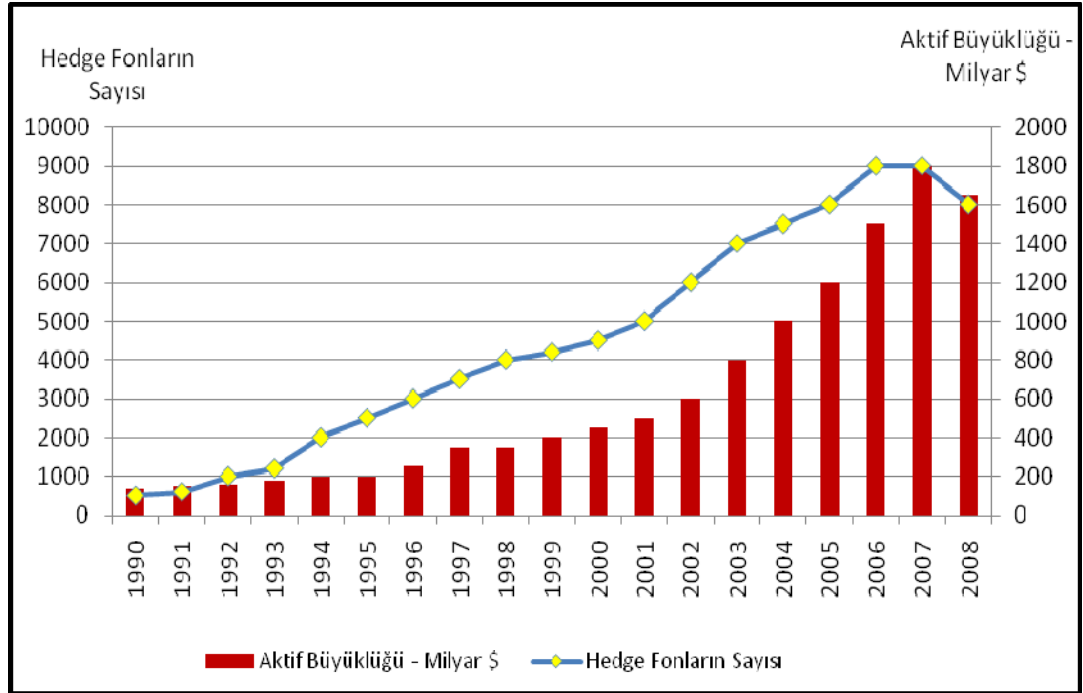
<sup>43</sup> Sevinç Akbulut, "Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri", **SPK Araştırma Raporu**, Ankara, 2008, s.9-10.

idarecisi sorumludur. Yatırımcının korunması için idareci, yatırım yöneticisinden ve prime broker' dan bağımsız olmaktadır<sup>44</sup>.

### 2.2.3. Hedge Fonların Büyüklükleri

Dünya Bankası'na göre, hedge fonlar bir ülke ve bunların yönetimleri altındaki aktif tutarı da söz konusu ülkenin gayri safı milli hasılası olarak düşünüldüğünde hedge fonlar, dünyada sekizinci büyük ülke konumunda bulunmaktadır. Hedge fonların kaldıraçlı pozisyonları dikkate alındığında hedge fon sektörünün potansiyel etkisi daha da büyümektedir<sup>45</sup>. Hedge fonların 1990-2008 yılları arasındaki yıllık varlık değerleri Grafik 2.3'de yer almaktadır.

**Grafik 2.3:** Hedge Fonların Yıllık Varlık Değerleri



**Kaynak:** Anbar, *op.cit.*, s.120.

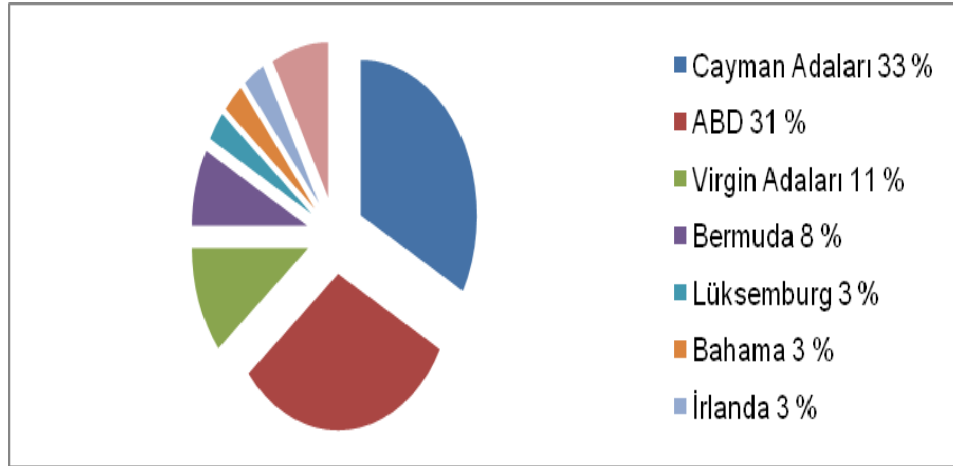
<sup>44</sup> Taliye Yeşilürdü, "Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar", **Yeterlilik Etüdü**, Ankara, Temmuz 1998, s.40.

<sup>45</sup> Yaman Törüner, " Hedge Funds Dedikleri", Milliyet, (Çevrimiçi) [www.arkitera.com/h375041-hedge-funds-dedikleri.html](http://www.arkitera.com/h375041-hedge-funds-dedikleri.html), 15.04.2009.

Hedge fonların bağılı olduğu yer ve yatırımlar açısından Amerika Birleşik Devletleri önemli bir yere sahiptir. Fakat ABD piyasası olgunlaştıkça Avrupa, hedge fon şirketleri için bir alternatif olarak ortaya çıkmaya başlamıştır. ABD'li fonların halen hedge fon sektöründeki global varlıkların yaklaşık üçte birini kontrol etmesine karşın, Avrupa'nın payı giderek büyümektedir. Londra, Avrupa'da en önemli hedge fon yönetim merkezlerinden biridir<sup>46</sup>.

Hedge fonlar; yasal düzenlemelerin getirdiği kısıtlamalardan kaçınmak, elde edilen getiriler üzerinden hiç vergi ödememek veya çok az vergi ödemek için, genellikle Cayman Adaları, Virgin Adaları, Bahamalar, Panama, Hollanda Antilleri, Bermuda gibi vergi cenneti ülkelerde (offshore) kurulmaktadır. Fonların %33'ü Cayman Adaları'nda, %31'i ABD'de ve %11'i İngiliz Virgin Adaları'nda kurulmuştur. Hedge fonların ikametgahlarına göre dağılımı Grafik 2.4'de verilmektedir.

**Grafik 2.4:** Hedge Fonların İkametgahlarına Göre Dağılımı



**Kaynak:** Anbar, **op.cit.**,s. 124.

Online bilgi satış hizmeti sunan TASS veri bankasına göre, ABD ikametgahlı hedge fonların payı, son on yıldır giderek azalmaktadır. Yatırımcıların talebi ve katı yasal düzenlemeler olmaması nedeniyle, Avrupa'da Lüksembourg, İrlanda, Fransa, İtalya ve Almanya gibi onshore finansal merkezlerde de yeni hedge fonlar kurulmaya başlanmıştır. Avrupa Birliği (AB) ülkelerinde ikametgah eden AB hedge fonlarının %40'ı Lüksembourg'da ve %30'u ise İrlanda'da kurulmuştur. Bu iki merkezin tercih

<sup>46</sup> Gref N. Gregoriou, **Funds of Hedge Funds**, 1.bs., Elsevier' s Science, Newyork, 2006, p.189.

edilmesinin nedenlerinden biri, hedge fonların İrlanda ve Lüksembourg hisse senedi borsalarına kote olabilmesi ve bu nedenle AB dışında ya da kote olmayan menkul kıymetlere yatırım yapması yasaklanmış yatırımcıların söz konusu fonlara yatırım yapabilme imkanının bulunmasıdır.

Hedge fon yöneticileri genel olarak on-shore merkezlerde bulunmaktadır. ABD, 2007 yılı itibariyle yönetilen fonların yöneticilerinin önemli bir kısmını toplayan ülke olmuştur<sup>47</sup>. Bunun nedeni hedge fon yatırımlarının büyük bir kısmının bu ülkede olmasıdır. Hedge fon yöneticilerinin yerleşimine göre yıllar itibariyle dağılımı Tablo 2.3'de yer almaktadır.

**Tablo 2.3:** Hedge Fon Yöneticilerinin Yerleşimi, 2002-2007

%	ABD	AVRUPA	ASYA	DİĞER
2002	81,6	12,3	4,9	1,2
2003	76,8	16,1	5,5	1,5
2004	72,1	20,6	5,5	1,8
2005	66,6	22,7	7,8	2,8
2006	66	24	7	3
2007	66	24	7	3

**Kaynak:** Active Academy Araştırma Merkezi, "Hedge Fonlarda Rekor Büyüme", **Activeline Gazetesi**, No. 67.

<sup>47</sup> Anbar, **op.cit.**, s.125.

Geleneksel yatırım fonlarından farklı olarak hedge fon sektöründe büyüklük, bir başarı ölçüsü değildir. Çünkü hedge fon stratejileri temelde yöneticinin yeteneklerine ve yatırım fırsatlarına bağlıdır. Bu nedenle hedge fon yöneticisi, hedeflediği büyüklüğe ulaştığında fonu yeni yatırımcılara kapatabilir. Fon büyüklüğünün belirli bir seviyede tutulması, yöneticilerin daha yüksek performans elde etmelerine ve dolayısıyla daha yüksek performans ücreti almalarına olanak sağlayabilir. Ayrıca fon yöneticisi, karlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek için gerektiğinde kaldıraç oranını arttırabilir. Fakat sermayeyi aktif olarak planlı bir şekilde dağıtabilen çok stratejili fonlarda, büyüklük bir avantaj olabilir<sup>48</sup>.

Fon büyüklüğü ile fon getirisi arasındaki bağlantıya ilişkin kesin bir bilgi olmamasına karşın, küçük fonların büyük fonlara göre daha düşük performans sergilediklerine dair bazı işaretler bulunmaktadır. Orta büyüklükteki fonlar ise performans açısından küçük ve büyük fonların gerisinde kalmaktadır. Ayrıca, getiri ile büyüklük arasındaki ilişki, hedge fonun stratejisine ve yöneticinin yeteneğine bağlı olarak da değişebilmektedir<sup>49</sup>.

Büyüklük fon stratejilerinde bir avantaj olabilirken, aynı zamanda dezavantaj da olabilmektedir. Bazı piyasa üyeleri, yönetilen varlık tutarı 50-100 milyon \$'ın altında olan bir hedge fonu işletmenin ekonomik olmadığını, sadece büyük fonların ölçek ekonomisinden yararlanabileceğini ve bu nedenle, hedge fon sektörünün büyük olasılıkla zaman içerisinde giderek yoğunlaşacağını ifade etmektedirler. Fakat, geleneksel finansal kurumlar tarafından yönetilen varlıkların tutarı, hedge fonlar tarafından yönetilen varlıkların tutarından önemli ölçüde büyük olmaya devam edecektir.

Uygulamada, çoğu hedge fonun yönettikleri aktif büyüklüğü 100 milyon \$'ın altındadır. 1980'li yıllarda, birkaç milyon dolar değerinde varlığı yöneten büyük hedge fonları, günümüzde, milyarlarca dolar değerinde varlığı yönetir duruma gelmişlerdir. Örneğin, 2004 yılsonu itibarıyla TASS veri bankasında, aktif büyüklüğü 1 milyar \$'ı geçen hedge fon sayısı 65'e ulaşmıştır. 2002 yılı sonunda, 8 milyar \$'lık aktif büyüklüğü ile en büyük hedge fon Moore Capital iken, 2005 yılı sonunda, 31 hedge fon bu tutardan daha fazla varlığı yönetir duruma gelmiştir. Aktif büyüklüğü 10,2

---

<sup>48</sup> Yıldız, **op.cit.**,s 45.

<sup>49</sup> Adam Harnes, **Trouble With Hedge Funds**, York University, 2002, pp.156-176.

milyar \$'a çıkan Moore Capital ise ilk 10 arasına bile girememiştir. En büyük 100 hedge fonun varlıklarının tüm hedge fonlar tarafından yönetilen varlıklar içerisindeki payı, 2000 yılında %54 iken, bu oran 2005 yılında %65'e çıkmıştır. 2007 yılı sonunda, en büyük 100 hedge fonun toplam aktif büyüklüğü 1,3 trilyon \$'a ve tüm hedge fonlar tarafından yönetilen varlıklar içindeki payı ise %75'e yükselmiştir<sup>50</sup>. Tablo 2.4'de 2007 yılı itibariyle en büyük 10 hedge fon aktif büyüklükleriyle sıralanmıştır.

**Tablo 2.4:** En Büyük 10 Hedge Fon ve Aktif Büyüklükleri ( 2007)

HEDGE FON	VARLIK TUTARI
JPMorgan Asset Management	44,7 Milyar USD
BridgeWater Associates	36 Milyar USD
Farrallon Capital Management	36 Milyar USD
Renaissance Tech. Corp.	33,3 Milyar USD
Och-Ziff Capital Management	33,2 Milyar USD
D.E. Shaw Group	33,2 Milyar USD
Goldman Sachs Asset Management	29,2 Milyar USD
Paulson & Co,	29 Milyar USD
Barclays Global Investors	26,2 Milyar USD
GLG Partners	23,9 Milyar USD

**Kaynak:** Terzi, *op.cit.*, s.49.

<sup>50</sup> Michael R.King, Philipp Marier, "Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate", **Bank of Canada Discussion Paper**, January 2008, p.4.

## 2.2.4. Hedge Fonların Fonu

Çeşitli hedge fonlara yatırım yapılmasına dayanan bir uygulamadır. Böylece bir hedge fonun başarısızlığı toplam fon portföyünü çok fazla etkilemeyecektir. Bu yöntemde, hedge fonlar ve diğer yatırım araçlarının bileşiminden oluşan bir portföy söz konusudur. Farklı stratejilerin harmanlanması ve varlıkların sınıflandırılması (asset classes) ile uzun vadede diğer fonlara nazaran daha dengeli, daha sağlam (stabil) getiri elde edilmesi amaçlanır. Getiri, risk ve volatilité karma stratejiler sayesinde kontrol edilebilir. Anaparanın muhafazası önemli bir husustur<sup>51</sup>.

Hedge fonların fonu, özel hedge fonları ve yatırım sepetindeki diğer araçları kullanmaktadır. Bu fon sahipleri hedge fonların ve özel hisse fonlarının ortaklarından oluşmaktadır. Hedge fonların fonu, varlıkları coğrafi dağılıma ve yatırım stillerine göre dağıtma imkanı sağlamaktadır. Ayrıca yatırımcılara daha geniş aralıkta hedge fona yatırım yapmayı sunmaktadır.

Hedge fonların fonu genelde kayıt altında olup bireysel yatırımcılara da satılabilirler. Bu fonlara katılmak için herhangi bir tutar sınırı bulunmayıp bireysel katılımcılar 1 milyon \$'ın altında sisteme girebilirler. Bundan dolayı hedge fonların fonunda sistemdeki katılımcı sayısı da daha fazladır. Bu fonlarda yatırımcı iki kez komisyon ödemektedir. Birinci komisyon hedge fonlardan kesilen komisyon ikinci ise hedge fonların fonu yöneticisi tarafından alınan komisyondur. Hedge fonların fonu, doğrudan hedge fon alması hukuki veya vergisel açıdan mümkün olmayan bireysel ve kurumsal yatırımcılar için fırsatlar sunmaktadır. Hedge fonların fonu "nitelikli yatırımcılara" satılırlar. Bu fonlar da hedge fonlardaki gibi fon yönetim ücreti (%0.65 civarlarında) ve fon performansı üzerinden teşvik primi (genelde performansın %20'si) alırlar<sup>52</sup>.

---

<sup>51</sup> Gregoriou, **op.cit.**, p.156.

<sup>52</sup> Dr. Philipp Cottier, **Hedge Funds and Managed Futures**, Paul Haupt Publishers, İsviçre, 1997, p.18.

Hedge fonların fonunun sunduğu bazı avantajlar aşağıda belirtilmiştir<sup>53</sup>.

- Hedge fon fonlarının taşıdığı risk, normal bir hedge fonun taşıdığı riske göre nispeten daha düşüktür.
- Geleneksel yatırım fonlarına göre piyasa koşullarından bağımsız olarak nispeten daha istikrarlı getiri sağlarlar.
- Başarılı ve yetenekli yöneticileri bünyelerinde bulunduran bu fonlar, yöneticilerinin yetenekleri ve hedging stratejilerine olan hakimiyetleri sayesinde çoğu piyasa koşullarında istikrarlı bir kazanç imkanı sunarlar.
- Hedge fon fonları, minimum yatırım miktarı nedeniyle tek başına hedge fonlara girme imkanı olmayan yatırımcıların önde gelen hedge fonlara girebilmelerine olanak verirler.
- Hedge fon fonlarının yönetim riski daha azdır.

**Tablo 2.5:** Küresel Piyasalardaki En Büyük Hedge Fonların Fonu ve Varlık Tutarları, 2007.

FON ADI	TOPLAM VARLIK
1 UBS Global Asset Management A&Q	57,5 Milyar USD
2. Union Bancaire Privee	53,4 Milyar USD
3. HSBC Alternative Investments	41,6 Milyar USD
4. Permal Investment Management	38,1 Milyar USD
5. GAM Multi-Manager	33,1 Milyar USD

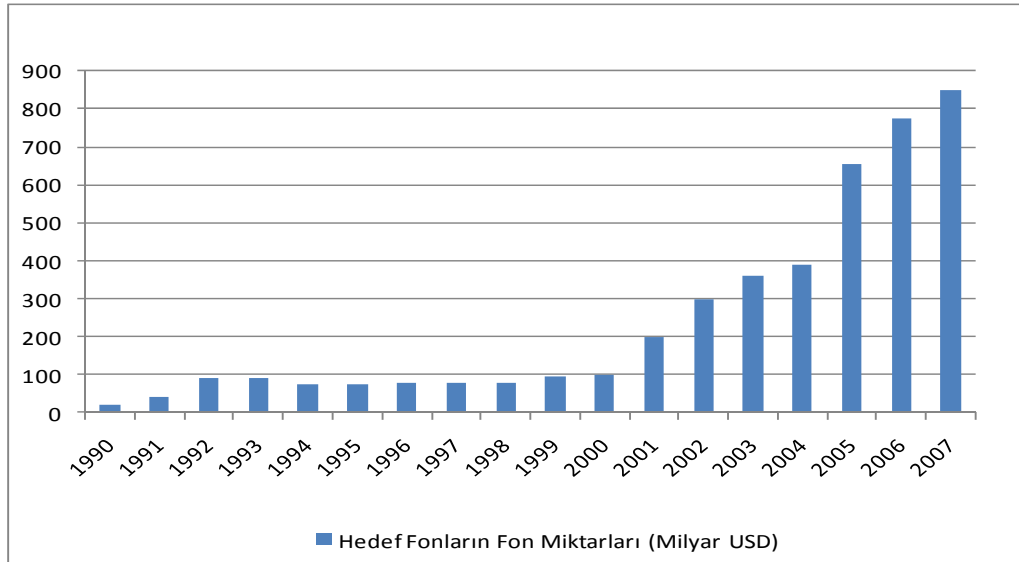
**Kaynak:** IFSL Research Hedge Funds, Temmuz 2007.

<sup>53</sup> Rene M. Stulz, "Hedge Funds: Past, Present, and Future", **Journal of Economic Perspectives**, C.21, No:2, New York, 2007, p.20.

1990 yılının başında hedge fonların fonu 2 milyar \$ iken 2007 itibariyle 773 Milyar \$'a ulaşmıştır. Tablo 2.5'de 2007 yılı itibariyle küresel piyasalardaki en büyük hedge fonların fonu ve varlık tutarları yer almaktadır.

Hedge fonların fonu miktar olarak ise 1990-2007 yılları arasında Grafik 2.5'de yer almaktadır. Tablodan da görüldüğü üzere fon miktarı hedge fonların sıçrama yaptığı 1990 yılına göre 2000 yılında 42 kat, 2007 yılsonu itibariyle yaklaşık 390 kat artmıştır<sup>54</sup>.

**Grafik 2.5:** Hedge Fonların Fonu Miktarları (Milyar USD)



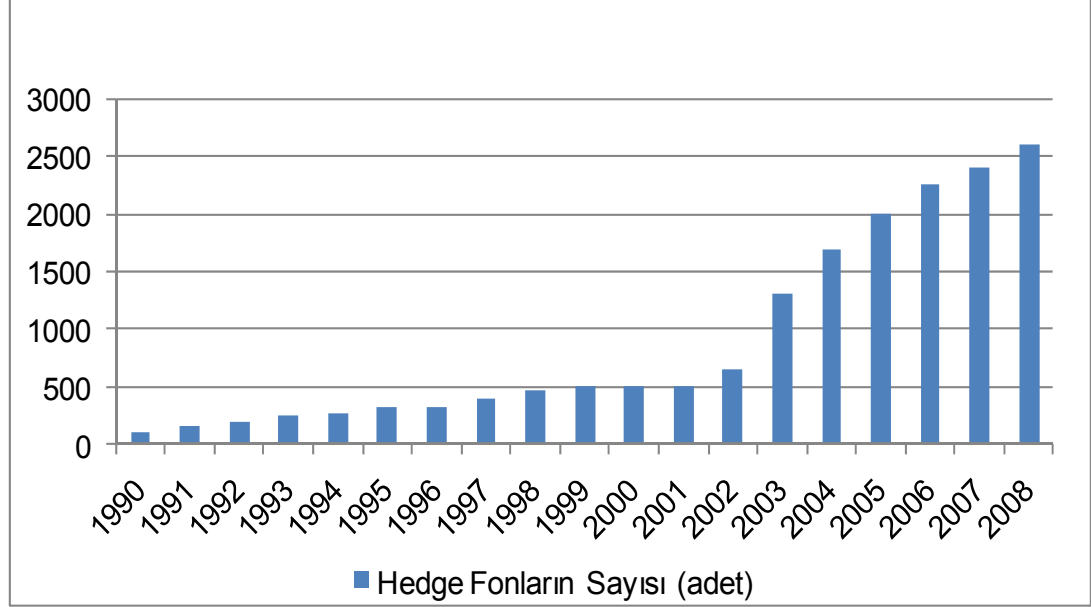
**Kaynak:** Magnum Funds, (Çevrimiçi) ,<http://magnum.com/hedgefunds/about/hedgefunds.asp>, 15.12.2009.

Hedge fonların fonu sayısı 2007 itibariyle 2382 olarak kayıtlara geçmiştir. 1990'lı yıllardan beri hızlı bir artış gösteren fonların fonu 2001 yılında 550'ye ulaşmış ve 2007 yılına kadar yaklaşık 4 kat artmıştır. 2008 yılında başlayan ve hala sürmekte olan küresel finans kriziyle likidite kalma davranışı gösteren yatırımcılar 2008 tarihinde itibaren hedge fonların fonu sayısının azalmasına neden olduğu beklenmektedir<sup>55</sup>. Grafik 2.6' da ise 1990'dan sonra hedge fonların fonu sayısı gösterilmektedir.

<sup>54</sup> Terzi, **op.cit.**, s. 64.

<sup>55</sup> James R. Hedges, "Size vs. Performance in the Hedge Fund Industry", The Capco Institute, **Journal of Financial Transformation**, 2007.

**Grafik 2. 6:** Hedge Fonların Fonu Sayısı (Adet)



**Kaynak:** Magnum Funds,(Çevrimiçi) <http://magnum.com/hedgefunds/aboutthehedgefunds.asp>., 15.12.2009.

### 2.2.5. Hedge Fonlar ve Kaldıraç Tekniği

Hedge fonlar genellikle kaldıraç etkisinden azami ölçüde yararlanabilmek için sermayelerine oranla yüksek tutarlarda borçlanarak yatırım yapmaktadırlar. Bu durumda fonun ana sermayesine oranla taşıdığı borç yükü arttığı için olası piyasa dalgalanmaları fonun iflasına dolayısıyla yatırımcıların ciddi zararlarla karşı karşıya kalmalarına yol açabilmektedirler<sup>56</sup>.

Hedge fonların dikkatleri çeken özelliklerinden birisi kaldıraç derecesiyle ilgili farklı oranların kullanılmasıdır. Kaldıraç derecesi, toplam varlıkların özsermayeye oranı olarak ifade edilebileceği gibi borçların toplam varlıklara oranı şeklinde de kullanılabilir. Kaldıraç kullanmanın amacı, yatırılan tutarı artırmadan yatırımın değerini veya getirisini artırma imkanıdır. Hedge fonlar; geri satın alma sözleşmelerini, açığa satışı ve türev ürünleri yaygın olarak kullandıkları için yüksek kaldıraç oranlarına sahip olabilmektedirler. Geleneksel yatırım fonlarının kullanabilecekleri kaldıraç oranı sınırlı iken, hedge fonlarda herhangi bir sınırlama

<sup>56</sup> Billio, Getmansky, Pelizzon, *op.cit.*, p.10.

söz konusu değildir ve bazı hedge fonlar, net aktif değerinin 10 katına kadar kaldıraç kullanabilmektedirler<sup>57</sup>.

Kaldıraç oranları, hedge fonların kullandıkları yatırım stratejilerine ve hedge fonların büyüklüğüne bağlı olarak değişmektedir. Son yıllarda, hedge fonların kaldıraç oranları giderek düşmektedir. Bunun nedeni, yüksek getiri için hedge fonların üzerinde aşırı kaldıraç kullanma baskısının azalması ve portföylerini çeşitlendirmek amacıyla hedge fonlara yatırım yapan yatırımcıların, aşırı kaldıraç kullanan hedge fonlara yatırım yapmaktan kaçınma eğiliminde olmalarıdır<sup>58</sup>.

**Tablo 2.6:** Hedge Fonların Fayda-Maliyet Analizi

	<b>FAYDA</b>	<b>MALİYET</b>
<b>HEDEF</b>	Mutlak getiri hedefi vardır. Düşen piyasa koşullarında iyi performans fırsatı söz konusudur.	Yükselen piyasalarda kötü performans olasılığı mevcuttur.
<b>STRATEJİ</b>	Fon yöneticisinin tam özgürlüğü vardır.	Yönetici bazlı riskler yüksektir.
<b>KÜLTÜREL STİLİ</b>	Küçük organizasyonlar, değişime hızla tepki verebilirler.	Sonuçlar bir ya da iki kişiye bağlıdır.
<b>ÜCRETLENDİRME</b>	Performans ücreti teşviktir.	Performans ücreti daha fazla riski almaya yöneltilir.
<b>LİKİDİTE</b>	Fon yöneticisi günlük nakit akışlarıyla uğraşmak zorunda kalmaz.	Bazı bireysel yatırımcılar günlük olarak yatırımlara ulaşmak istemektedirler.

**Kaynak:** Terzi, *op.cit.*, s.69.

<sup>57</sup> Lhabitant, *op.cit.*, p. 98.

<sup>58</sup> Stefanini, *op.cit.*, p. 102.

Hedge fonlarda fayda-maliyet analizi yapıldığında karşılaştırma genelde 5 kriter üzerinden yapılır. Tablo 2.6'da görüldüğü üzere hedge fonlarda hedef, strateji, kültürel stil, fon yöneticisinin ücretlendirilmesi ve likidite açısından değerlendirme yapılmaktadır. Hedge fonlarda hedef mutlak getiridir. Mutlak getiri fon yöneticilerinde stres yaratmakla beraber özellikle yükselen piyasalarda fon yöneticileri bazen kötü performansla karşılaşılabilirler. Diğer taraftan fonda uygulanacak stratejide bağımlı olan kişiler fazla sayıda olmayıp sonuçlar bir ya da iki kişiye bağlıdır. Performans ücretlerinin getiri oranına göre değişmesi fon yöneticilerinin yatırım hareketlerinde agresif ve yüksek risk alan bir yapıda olmalarını sağlamaktadır. Fon yöneticisi günlük nakit akışla uğraşmak zorunda olmasa da bazı yatırımcılar günlük olarak yatırımlara ulaşmak istemektedirler<sup>59</sup>.

### 2.2.6. Hedge Fonların Yatırım Hareket ve Davranışları

Hedge fonlar, kullanabilecekleri işlem stratejileri ve finansal enstrümanlar açısından sınırlandırılmamıştır. Hedge fon yöneticilerine, getirileri arttırmak için, kullanabilecekleri yatırım stratejilerine ve yatırım yapabilecekleri varlık türlerine ilişkin genellikle geniş bir takdir yetkisi verilmektedir. Özellikle, hedge fon yöneticileri; uzun ve kısa pozisyonları birleştirebilmekte, yatırımlarını çeşitlendirmek yerine yoğunlaştırabilmekte, kredili işlem yapabilmekte, kaldıraç kullanabilmekte ve likit olmayan varlıklara yatırım yapabilmektedirler. Örneğin, bir hedge fon yöneticisinin, fiyatının yükseleceğini tahmin ettiği bir varlığı ileride daha yüksek fiyattan satarak kar sağlamak için söz konusu varlığı satın almaya veya fiyat düşüşünden kazanç sağlamak için söz konusu varlığı açığa satmaya sınırsız yetkisi bulunmaktadır. Buna karşın, geleneksel yatırım fonlarının hareket alanı oldukça dardır<sup>60</sup>.

Hedge fonlar, aktif yönetim stratejilerine ve yetenek-bazlı stratejilere dayalı olarak artı kazanç sağlamaya çalışmakta ve etkin pazar hipotezi veya modern portföy teorisi gibi geleneksel yatırım paradigmalarını reddetmektedirler. Diğer bir ifadeyle hedge fon yöneticileri, piyasadaki bütün varlıkların doğru olarak

---

<sup>59</sup> McCrary, *op.cit.*, p.75.

<sup>60</sup> Cottier, *op.cit.*, p.60.

fiyatlandırıldığına inanmamakta ve etkin olmayan fiyatlardan kazanç sağlamak için de spesifik stratejiler kullanmaktadırlar. Hedge fonların getirilerini, yatırım yapılan varlık kadar nasıl yatırım yapıldığı da etkilemektedir. Bu nedenle hedge fon yöneticileri farklı ve esnek yatırım tekniklerini ve stratejilerini kullanmaktadırlar. Fakat açığa satış, kredili işlem, kaldıraç kullanma gibi özellikler, sadece hedge fonlara özgü değildir. Örneğin, yatırım fonları da sınırlı ölçüde açığa satış imkanına sahiptir. Bunun dışında, hedge fonların kullandıkları karmaşık stratejileri, ticari ve yatırım bankaları da kullanabilmektedirler<sup>61</sup>.

Hedge fonlar, geleneksel yatırım fonlarından farklı olarak, bütün varlık sınıfına yatırım yapabilmektedirler. Hedge fonlar, hisse senedi ve tahvil gibi geleneksel yatırım araçlarına ek olarak, mali sıkıntı içindeki şirketlerin menkul kıymetlerine, likit olmayan menkul kıymetlere, yabancı paralara, gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetlerine, organize ve tezgah üstü piyasalarda işlem gören türev ürünlere, muhtemel birleşme ve devralmalardan doğabilecek arbitraj imkanlarını değerlendirmek amacıyla devralınan şirketlerin menkul kıymetlerine ve pozitif getiri elde etme imkanı olan her türlü varlığa yatırım yapabilmektedirler<sup>62</sup>.

Hedge fonlar, piyasadaki fırsatlara göre yatırım yaptığı varlık sınıfını, yoğunluğunu veya yatırım stratejilerini kolay ve hızlı bir şekilde değiştirebilmektedirler. Fakat, çoğu hedge fon belirli bir strateji üzerine yoğunlaşmayı tercih etmektedir. Çünkü, hedge fon genellikle belirli bir stratejiyle pazarlandığı için istenildiği anda stratejinin değiştirilmesi yatırımcıların tepkisini çekebilir. Özellikle, çeşitlendirme yapmak veya belirli varlık sınıflarındaki yoğunlaşmayı önlemek için hedge fonlara yatırım yapan kurumsal yatırımcılar, bu tür değişikliklere pek sıcak bakmamaktadırlar.

Hedge fonlar, geleneksel yatırım fonlarına göre fonlara giriş ve çıkışlarda birtakım sınırlamalar içermektedir. Geleneksel yatırım fonlarında bir yatırımcı istediği zaman fona yatırım yapabilmekte ve fondan çıkabilmektedir. Hedge fonlarda ise, sadece belirli dönemlerde fona girmek ve fondan çıkmak mümkündür. Ayrıca,

---

<sup>61</sup> Jaeger, **op.cit.**, p.105.

<sup>62</sup> Wolfinger, **op.cit.**, p.78.

yatırımcıların fona giriş tarihinden itibaren belirli bir süre içerisinde yatırımlarını sonlandırmalarına izin verilmemektedir. Fona giriş koşulları, bir hedge fona hangi tarihlerde girilebileceğini tanımlamaktadır<sup>63</sup>. Kapalı sonlu bir fona giriş, sadece fonun ilk ihraç döneminde mümkündür. Açık sonlu fonlar ise belirli aralıklarla (genellikle çeyrek veya aylık dönemler itibarıyla) yeni giriş imkanı sunmaktadırlar. Bu giriş dönemleri dışında, açık sonlu fonlara girmek mümkün değildir. Fondan çıkma koşulları, yatırımcıların hangi şartlarla ve hangi tarihlerde fondan çıkabileceklerini tanımlamaktadır. Hedge fonlar arasında değişmekle birlikte, genellikle, çeyrek dönemler bazında yatırımcıların fondan çıkmalarına izin verilmektedir. Ayrıca, yatırımcıların fondan çıkabilmeleri için fondan çıkma isteklerini belirli bir süre öncesinden (genellikle 30 ila 90 gün arasında değişmektedir) fona bildirmeleri gerekmektedir, yatırımcıya ödemenin yapılması ise belirli bir süre sonra gerçekleşmektedir. Hedge fon, yatırımcıların fazladan bir ücret ödeyerek paralarını geri çekmelerine izin verebileceği gibi, piyasa türbülansı gibi istisnai durumlarda sonlandırma süresini uzatma hakkına da sahip olabilir<sup>64</sup>.

Fonda bağlı kalma süresi yatırımcının hedge fona yatırdığı parayı, fona giriş tarihinden itibaren belirli bir süre içerisinde fondan çıkış koşullarına göre çekebilmek için, parasını hedge fonda tutmak zorunda olduğu süredir. Fona ilk girişten itibaren belirli bir süre fonda zorunlu kalma uygulamasının iki temel amacı bulunmaktadır. Birincisi, bu süre hedge fon yöneticisine yatırım stratejisini uygulamak için zaman vermektedir. İkincisi ise, bir yatırımcının sermayesini zamansız geri çekmesinin, diğer yatırımcılar üzerindeki olumsuz etkisini önlemektir. Bağlı kalma süresi, hedge fonlara ve her yatırımcıya göre değişebilmektedir, fakat bu süre, genellikle bir yıldır<sup>65</sup>. Grafik 2.7’de bağlı kalma sürelerine göre hedge fonların dağılımı gösterilmektedir.

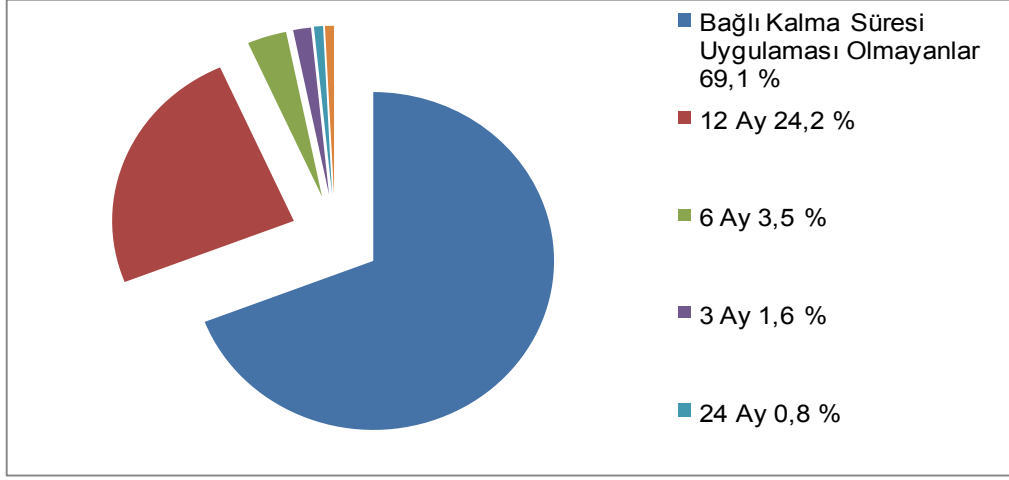
---

<sup>63</sup> Akbulut, **op.cit.**, s.86.

<sup>64</sup> Strachman, **op.cit.**, pp.109-111..

<sup>65</sup> Brandon Becker, Minicozzi Colleen Doherty, **Hedge Funds in Global Financial Markets**, 2.bs., Wiley, New Jersey, 2000, p.85.

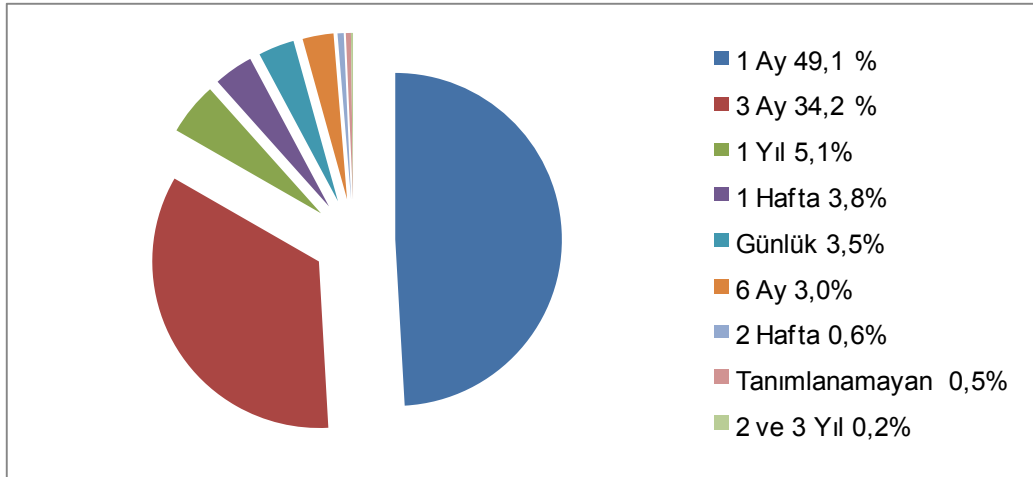
**Grafik 2.7:** Bağlı Kalma Sürelerine Göre Hedge Fonların Dağılımı



**Kaynak:** Anbar, *op.cit.*, s.123.

Hedge fonlar, katı giriş ve sonlandırma sınırlamaları nedeniyle yatırım fonlarından daha az likittirler. Bazı hedge fonlar, haftalık likidite imkanları sunarken bazı fonlar 4 yıla kadar fonda bağlı kalmayı gerektirebilmektedir. Fondan çıkış sürelerine göre hedge fonların dağılımı ise Grafik 2.8'de yer almaktadır.

**Grafik 2.8:** Fondan Çıkış Sürelerine Göre Hedge Fonların Dağılımı



**Kaynak:** Anbar, *op.cit.*, s.115.

Fonun likidite sınırlaması, uygulanan stratejiye bağlı olarak da değişmektedir. Yatırımcı açısından bu likidite sınırlamaları, yatırım yöneticilerinin daha uzun vadeli yatırım yapmalarına ve yatırımcılar tarafından istenen belirli bir

getiriyi elde etmelerine imkan vermektedir. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılar, ortalama piyasa getirisinin üzerinde bir getiri elde etmek amacıyla likiditeden bazı ödünler vermektedirler.

Hedge fonların hayatta kalma oranlarının oldukça düşük olduğu, diğer bir ifadeyle, başarısızlık oranlarının yüksek olduğu görülmektedir. Örneğin, TASS veri bankasındaki hedge fonların, 1994-2003 dönemi boyunca ortalama yıllık kapanma oranı %8,8'dir. ABD'de, 2006 yılı içerisinde toplam 35 milyar \$ tutarında varlığı yöneten 83 hedge fon kapanırken, 2007 yılında toplam 18,8 milyar \$ varlığı yöneten 49 hedge fon kapanmıştır<sup>66</sup>.

Hedge fonların kapanmasının veya başarısızlıklarının %60'ını operasyonel riskler, %40'ını ise piyasa ve yatırım yönetimi riski oluşturmaktadır. Hedge fonlar; birleşmeler, yeniden yapılanmalar veya fonun başarılı olmasına rağmen fon yöneticisi tarafından sonlandırılması gibi nedenlerle de sık sık kapanmaktadır<sup>67</sup>.

**Tablo 2.7:** Hedge Fonların Başarısızlık Oranları

Kümülatif Başarısızlık Oranı	Yönetilen Varlık Tutarı (1995-2002 Yılları)			1994_1998 Yılları Arası
	≤50 milyon \$	50 –150 milyon\$	>150 milyon \$	
1. Yıl	%3.5	%3.8	%2.0	%1.5
2. Yıl	%8.5	%10.2	%2.8	%4.6
3. Yıl	%11.8	%20.4	%2.9	%19.6
4. Yıl	%18.9	%34.5	%3.6	%33
5. Yıl	%23.7	%38.7	%3.6	%42.3
6. Yıl	%27.2	%53	%3.6	-
7. Yıl	%32	%66	%3.6	-

**Kaynak:** "Hedge Fonlarda Rekor Büyüme", **Activeline Gazetesi**, No.67.

<sup>66</sup> Biggs, **op.cit.**, p.44.

<sup>67</sup> King, Marier, **op.cit.**, p.25.

Tablo 2.7'de, büyüklüklerine göre hedge fonların kümülatif başarısızlık oranları görülmektedir. Tablo'da görüldüğü gibi, büyük fonların başarısızlık oranları, küçük ve orta büyüklükteki fonlara göre daha düşük iken, aktif büyüklüğü 50 milyon \$ - 150 milyon \$ arasında olan fonların kümülatif başarısızlık oranı 7. yılda %66'ya kadar çıkmaktadır.

### 2.2.7. Hedge Fonlarda Likidite

Bir hedge fonda yatırımcılar için kilit unsur likiditedir. Yatırımcının yatırdığı fonu istediği zaman geri çekmesi zordur. Başka bir deyişle, hedge fonlar yatırımcılar için yeterince likit değildir. Likidite tarihleri, bir yatırımcının hisse senetlerini paraya çevirmesine (yatırdığı fonu geri almasına) izin verilen yılın belirli zamanlarını ifade eder. Hedge fonların genellikle bir yılın çeyreğini içeren likidite tarihleri vardır. Ancak yıllık likidite tarihleri de zaman zaman görülmektedir. Yatırımcılar paraya çevirme işlemini istediklerini bildirmek durumundadırlar. Bu bildirim de genellikle önceden belirlenmiş olan paraya çevirme tarihinden 30 gün öncedir<sup>68</sup>.

Yatırılmış sermayeyi bağlama veya sermayeyi kilitleme süresi, başlangıç yatırımını belirli bir süre fonda tutma yükümlülüğünü temsil eder. Bu süre yatırımcının parasını çekemeyeceği dönem olup, hedge fona paranın yatırıldığı tarihten başlar. Yatırımcıdan işin başında hedge fona yatırmış olduğu başlangıç tutarını, hisse senetlerini paraya çevirmeden önce belirli bir süre fonda tutması istenir. Sermayeyi bağlama süresi bittikten sonra yatırımcı herhangi bir likidite tarihinde hisse senetlerini paraya çevirmede özgürdür.

Sermaye bağlama süresinin uzunluğu hedge fon yöneticisi için bir tampon görevini görür. Eğer bir hedge fon net varlık değerinde keskin düşüşler yaşayacak kadar şanssızsa, sermaye bağlama süresi yatırımcıyı fonda kalmaya zorlayacak ve yatırımcı bu süre içinde fondan çıkamayacaktır. Bu da fon yöneticisinin yararına olacaktır. Bir hedge fonun uzun süreli sermaye bağlama süresi elde etmesi ve fona giren para tutarını artırma yeteneği fonun kalitesine ve piyasadaki imajına bağlıdır. Çoğunlukla sermaye bağlama süresi bir yıl iken, bazı hedge fonlar yatırımcılarından üç yıllık sermaye bağlama süresi almayı başarmışlardır<sup>69</sup>.

<sup>68</sup> Chambers, **op.cit.**, s.13.

<sup>69</sup> Cottier, **op.cit.**, s.78.

## 2.2.8. Türkiye’de Hedge Fonlara İlişkin Yasal Düzenlemeler

Ülkemizde hedge fonlar yatırım fonları türleri arasında yer almaktadır. Yatırım fonları ise Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenleme ve denetlemeye tabidirler. Hedge fonlar SPK tarafından çıkarılan tebliğlere göre kurulur ve yönetilirler.

Hedge fonlar 22.09.2006 tarihinde SPK’nın yayınladığı tebliğle ülkemizde resmi olarak kayıtlara geçmiştir. Bu tebliğe göre hedge fonlar katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar "SERBEST YATIRIM FONLARI" olarak adlandırılmıştır. Nitelikli yatırımcı ise yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler olarak tanımlanır.

Serbest fonların iç kontrol sistemi fonun faaliyetlerinin verimliliğinin ve etkinliğinin, finansal ve idari konulara ait bilgilerin güvenilirliğinin ve zamanında elde edilebilirliğinin sağlanmasını; fon faaliyetlerinin ilgili mevzuata, fon içtüzüğüne, tanıma uygun yürütülmesini; hata, hile ve usulsüzlüklerin önlenmesini ve tespitini; muhasebe kayıtlarının doğru ve eksiksiz olmasını ve finansal bilgilerin doğru ve güvenilir olarak zamanında hazırlanmasını temin etmek amacıyla uygulanan esas ve usullerden oluşmaktadır<sup>70</sup>.

İç kontrol esas ve usulleri<sup>71</sup>;

a) Fon faaliyetlerinin kanuni düzenlemelere, kurucunun amaç ve konusuna, fon içtüzüğüne ve tanımına uygun olarak yapılmasını,

<sup>70</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul, 22.09.2006 Serbest Fon Mevzuatı, (Çevrimiçi),[http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat\\_index.html](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html) , 21.06.2010.

<sup>71</sup> SPK, "Menkul Kıymetlerde Serbest Yatırım Fonlarının Risk Sistemlerine İlişkin İlkeler" Sermaye Piyasası Mevzuatı, 28.09 2007 ve 35/1012 sayılı karar.

b) Fon adına yapılan işlemlerin genel ve özel yetkilere dayalı olarak gerçekleştirilmesini, sözleşmelere uygun olarak yapılmasını, fon işlemleri için gerekli belgelerin düzenlenmesini,

c) Fonun muhasebe, belge ve kayıt düzeninin etkin bir şekilde işlemlerini,

d) Usulsüzlüklerden ve hatalardan kaynaklanan risklerin asgariye indirilebilmesi için risklerin tanımlanmasını ve gerekli önlemlerin alınmasını,

e) Fon personelinin kendi adına yaptıkları işlemlerin fon ile çıkar çatışmasına yol açacak nitelikte olup olmadığının tespitini,

f) Fondan yapılan harcamaların belgeye dayalı ve piyasa rayicine uygun olup olmadığının tespitini,

g) Fon portföyünün değerlemesinin, fonun birim pay değerinin belirlenmesinin, fon portföy oranlarının ilgili mevzuata, fon içtüzüğü ve tanımına uygunluğunun kontrolünü, sağlayacak şekilde oluşturulur.

Fonun iç kontrol sistemine ilişkin tüm esas ve usuller yazılı hale getirilmek zorundadır. Fonun faaliyetlerinin iç kontrol esas ve usullerine uygun olarak işleyişi, fon denetçileri tarafından denetlenir. Fon denetçisi, fonun mali durumunu zayıflatacak veya olağandışı sonuçlar doğuracak herhangi bir durumun varlığını tespit etmesi halinde hazırlayacağı denetim raporunu en kısa sürede kurucunun yönetim kuruluna sunar ve aynı gün bir örneğini Sermaye Piyasası Kuruluna gönderir. Tespitleri ve denetleme sonuçlarını ihtiva eden raporlar yılda en az bir kere kurucunun yönetim kuruluna ve Fon Kuruluna intikal ettirilir. Bu raporların en az 5 yıl süre ile kurucu nezdinde saklanması zorunludur. Ayrıca özel fonların ve serbest yatırım fonlarının katılma payları borsada işlem göremezler. Özel fonların katılma paylarından fona geri dönenler ancak başlangıçta içtüzükte belirlenen kişi ve kuruluşlara satılabilir.

## 2.3. HEDGE FON TÜRLERİ

Hedge fonları genel olarak hisse senedi odaklı hedge fonlar, arbitraj fonları ve hisse senedi odaklı olmayan hedge fonlar olmak üzere üç ana başlık altında sınıflandırabiliriz.

### 2.3.1. Hisse Senedi Odaklı Hedge Fonlar

Hisse senedi odaklı hedge fonları kendi içerisinde piyasaya duyarsız fonlar, alım satım fonları, belirli durumlara yönelen fonlar ve aktivist hedge fonlar olarak ayıralabiliriz<sup>72</sup>.

**Piyasaya duyarsız fonlar (hisse senedi hedge fonlar);** sermaye piyasası veya para piyasası gibi geleneksel piyasalarla bir korelasyon olmaksızın getiri sağlamayı hedefleyen fonlardır. Bu tür fonlar nereye ve neye yatırım yaptıklarından çok elde ettikleri gelirlere göre değerlendirilirler. Bu fonların temel dayanağı, düşük fiyatlanmış hisse senetlerini alıp aşırı fiyatlanmış hisse senetlerini satarak kar elde etmektir. Fiyatlar arasındaki farklılıklardan yararlanmak amacıyla aynı sektördeki hisse senetleri çift olarak seçilerek piyasa riski olabildiğince azaltılmaya çalışılmaktadır. İki hisse senedi arasında sıkı korelasyon olup olmadığından emin olmak için sık sık hisse senedi çiftlerini test ederler. Çiftlerden biri piyasadaki panik veya sözde haberler nedeniyle gerçek değerinden sapma gösterebilir. Bu durumda yeniden çift ticaretine girilerek kar elde edilebilir. Genellikle çift ticareti belirli bir aralıkta yapılır. Piyasaya duyarsız fonlar aynı zamanda 'sektör uzmanı fonlar' olarak da adlandırılır. Kısa süreli makro ekonomik etkilerin sağladığı avantajlardan yararlanmak amacıyla hisse senedi çiftlerini alıp satan yatırımcılar genellikle aynı sektörden fakat farklı ülkelerden menkul kıymetlerini tercih etmektedirler. Bu şekilde yatırımcılar döviz üzerinden hedge ederek riski azaltmaktadırlar.

**Alım satım fonları;** şirketin ya da piyasanın görünümüne bağlı olarak belirli

---

<sup>72</sup> Edward J. Stavetski, **Managing Hedge Fund Managers Quantitative and Qualitative Performance Measures**, 2.bs., Wiley, New Jersey, 2009, p.84.

bir finansal varlığın alım veya satımını kapsar. Alım satım stratejileri, satın alma (long) ve satma (short) pozisyonlarının kombine edilmiş halidir.

Alım stratejisi hedge fonlarda yaygın olarak kullanılır. Bu strateji bir varlığın fiyat artışlarından kar elde etmeyi amaçlamaktadır. Satım stratejisinde ise satışlardan kar elde etmek için hisse senedinin fiyatının gelecekte düşeceği beklenmektedir. Hedge fonlar bu stratejiyi uygularken genellikle açığa satış yaparlar. Ödünç aldıkları bir hisse senedini piyasa fiyatı üzerinden satarlar. Bir süre sonra piyasada fiyatlar düşerse, sattıkları hisse senedini satmış oldukları fiyattan daha düşük bir fiyatla geri satın alırlar. Karın realize edilmesinden sonra ise ödünç alınan hisse senetlerini geri verirler.

Hedge fonlar alım satım stratejilerinde hisse senetlerinin yanısıra sabit getirili finansal varlıklara da yatırım yaparlar. Yatırımlar ülke ve sektör düzeyinde olabileceği gibi bağımsız finansal varlıklar üzerine de olabilir. Örneğin bir alım satım fonu, piyasaya duyarsız fonlar bölümünde açıklandığı gibi, ikili ticaret yapabilir. Fiyatının yükseleceğini düşündükleri bir hisse senedini satın alıp, fiyatı düşecek olan hisse senedini satarlar. Benzer şekilde geleceği parlak bir sektörde alıma giderken, riski yükselecek bir ülkede satışa geçebilirler. Hedge fonlar kazanç ve kayıplar arasındaki spreadın pozitif olacağını beklerler. Genellikle hedge fonlar potansiyel kazançlarını maksimize etmek için pozisyonlarında kaldıraçtan yararlanırlar.

Alım satım stratejileri piyasaya duyarsız değildirler. Bu stratejiler geleneksel piyasalarla önemli korelasyona sahip olabilirler. Alım satım fonu yöneticilerinin çoğu hisse senedi seçimi yaparken fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı gibi hisse senedi değerlendirme yöntemlerinden de yararlanırlar<sup>73</sup>.

***Belirli durumlara yönelen fonlar (özel durum stratejileri; even driven; special situations strategies);*** yakın zamanda belirli durumlardan etkilenmiş finansal varlıklara yatırım yaparak kar elde etme fırsatı arayan fonlardır. Bu tür fonlar finansal varlıkların geleceğe yönelik fiyat değişikliklerini öngörmeye çalışırlar.

---

<sup>73</sup> McCrary, **op.cit.**, p.90.

Bu fiyat değişiklikleri bir Şirketin faaliyet d6ngüsündeki durumlara veya gelecekteki hisse senedi fiyatlarını etkileyecek haberlere dayanır. Bu durumlar; bir Şirketin borçlarını ödeme güçlüğü içine düşmesi, Şirket birleşmelerinden doğan arbitraj fırsatları(risk arbitrajları), Şirketlerin yeniden yapılanmaları, büyük bir Őirketten ayrılan ve yatırımcıların desteği ile piyasaya giren yeni küçük Şirketlerin potansiyel yükseliş fırsatları, yeni hisse senedi ve tahvil ihracı, kar payı dağıtımını olarak sıralanabilir.

Belirli durumlara yönelen fonlar, haberdeki uyarıyı hemen almayı ve kar elde etmek için habere hızla tepki vermeyi gerektirir. Şirket haberlerinin yanı sıra makro haberler ve makro değişkenlerden kaynaklanan yeni durumlar da bu tür fonların kapsamındadır. Örneğin, bir trader FED' in faiz değişiklikleri karşısında hisse senedinin gideceği yönü ve tutarı tahmin eden bir modele gerek duyabilir<sup>74</sup>.

**Aktivist fonlar;** genellikle yönetim ve karar mekanizmasına katılmak amacıyla Şirketin oldukça büyük bir kısmını satın alırlar. Aktivistler genellikle kısa süreli fiyat ve kar payı kazançları için uzun süreli beklentilerden özveride bulunurlar. Bu fonlar 'yağmacı' olarak da nitelendirilebilir. Küçük fakat bazı sorunları olan bir Şirkette oldukça büyük pozisyon alarak, Şirket sahibini Şirketi yeniden yapılandırmak veya yönetim değişikliklerine gitmek konusunda zorlayabilirler<sup>75</sup>.

### 2.3.2. Arbitraj Fonları/ Risk Arbitrajı

Arbitraj fonları birleşme arbitrajı fonu, finansal güçlük arbitrajı ve istatistiksel arbitraj olmak üzere üçe ayrılmaktadır<sup>76</sup>.

**Birleşme arbitrajları;** genellikle satılan firmalardan çok birleşen firmaların ticaretini kapsar. Burada arbitraj ticaretinin yönü, birleşmeyi isteyen Şirketin birleşilecek hedef Şirketi satın almak için piyasa fiyatının üzerinde veya altında teklifte bulunmasına göre değişir. Eğer birleşmeyi isteyen Şirket hisse senetlerinin piyasa değerinin üzerinde teklif verirse ve eğer trader birleşmenin olacağına

<sup>74</sup> Chambers, **op.cit.**, s.14.

<sup>75</sup> McCrary, **op.cit.**, p.94.

<sup>76</sup> Sam Kirschner, Elton Mayer and Lee Kesler, **The Investor's Guide to Hedge Funds**, 1.bs., Wiley, New Jersey, 2006, pp.69-72.

inaniyorsa, birleşmek isteyen şirkette satışa ve hedef şirkette alıma giderek birleşme tarihindeki spreadden kar elde eder. Eğer trader birleşmenin iptal edileceğini öngörürse birleşmeyi isteyen firmada alış ve hedef firmada satış yapar. Birleşmek isteyen firma hedef şirketin değerinin altında bir teklifte bulunursa tersi durum geçerlidir. Birleşme arbitrajının risk arbitrajı altında kategorize edilmesinin nedeni birleşme spreadinin bir risk unsuru olması ve birleşmenin başarıyla sonuçlanmasının olasılık dahilinde bulunmasıdır.

***Finansal güçlük arbitraj fonu (sermaye yapısı arbitrajı; distressed; capital structure arbitrage);*** yanlış fiyatlandırma sonucu düşük değerlenmiş bir hisse senedinden avantaj sağlayabilen fonlardır. Genellikle hedge fonlar finansal konularda uzman bir ekibe sahiptir. Bu ekip bir firmanın finansal güçlük içine düşme olasılığını değerlendirir. Uzmanlar finansal sıkıntılardan ve bununla ilgili haberlerden kurtulduktan sonra firmanın değerinin ne olacağını belirleme konusunda da oldukça iyidirler. Bu haberlere dayanarak yüksek karlar sağlayabilirler.

Bir diğer yaygın strateji şirketin adi hisse senetleri ile tahvilleri arasındaki değerle ilgilidir. Tahvil sahiplerinin alacakları şirketin iflası durumunda özkaynak sahiplerine göre önceliklidir. Bu durum şirketin borç ve sermayesi arasında piyasada potansiyel yanlış fiyatlamalara neden olabilir. Eğer piyasada firmanın kredibilitesi hakkında kötü haberler dolaşırsa, taşıdıkları risklerin farklı olması nedeniyle hisse senetleri tahvillere göre çok daha olumsuz etkilenir. Bir trader adi hisse senetleri ile tahviller arasındaki değerlendirme farklılıklarından kar sağlayabilir<sup>77</sup>.

***İstatistiksel arbitraj fonları;*** gelişmiş ticaret teknolojilerinin kullanıldığı karmaşık sayısal teknikleri içeren bilgisayar modellerini kapsamaktadırlar. Bu modeller belirli finansal veriler karşılaştığında alım veya satım sinyalleri verir. İstatistiksel arbitraj türev ürünlerin yanlış fiyatlanmasını ve bundan doğan arbitraj fırsatlarını da göstermektedirler.

---

<sup>77</sup> US Securities and Exchange Commission Staff Report, 2003, p.36.

### 2.3.3. Hisse Senedi Odaklı Olmayan Hedge Fonlar

Hisse senedi odaklı olmayan fonları global makro fonu, gelişmekte olan piyasalar fonu, offshore hedge fonlar ve sabit getiri sağlayan fonlar olmak üzere dört şekilde sınıflandırabiliriz<sup>78</sup>.

**Global makro hedge fonlar;** ticareti global makro ekonomik durumlara bağlı olan fonlardır. Bu fonlar genellikle sabit getirili finansal varlıklar, türev ürünler, emtia, döviz ve hisse senedi alıp satarlar. Makro fonlar şirket analizi yapmazlar. Bunun yerine ülke ve sektör analizi yaparlar. Makro hedge fonlar global ekonomideki değişiklikleri tanımlamak ve ekonomik politikadaki olası değişiklikleri tahmin etmek için kendi makro ekonomi uzmanlarından yararlanırlar. Bu uzmanlar tahminlerinde genellikle makro ekonomik verileri kullanırlar. Belirli ülkedeki belirli ekonomik hareketlerden kar elde etmeyi hedeflerler.

**Gelişmekte olan piyasa fonları;** gelişmekte olan piyasalara ve bunların gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yoğunlaşmaktadır. Burada amaç, gelişmekte olan piyasadaki belirli finansal varlıkları pozitif etkileyebilecek ekonomik durumlardan veya piyasadaki yükselişlerden kar elde etmektir. Bu stratejiyi kullanan hedge fonlar gelişmekte olan piyasalardaki ülke borcunu veya şirket finansal varlıklarını satın alırlar. Ekonomik büyümeyle birlikte bunların değerinin artacağına inanırlar.

Gelişmekte olan piyasa fonları makro fonlarla benzerlik taşımaktadırlar. Her iki fon türü de varlıkların değerini saptamak amacıyla içinde bulunulan durumun analizini yapmaktadırlar. Bununla birlikte, daha çok makro politikalara odaklanan makro fonların tersine, gelişmekte olan ülke fonları politikadaki değişiklikler, savaş ve terörizm gibi durumları da analiz ederler. Gelişmekte olan ülke fonları düşük değerlenmiş finansal varlıkları bulur ve bu varlıkları gerçek değerine ulaşınca satarlar. Birçok makro ve gelişmekte olan ülke fonları, ülkelerdeki büyüme ve durgunlukları önceden tahmin ederek geçmişte önemli karlar sağlamışlardır.

Hedge fonlar genellikle vergi avantajından yararlanmak için offshore bölgelerde işlem yapmaktadırlar. Örneğin çoğu hedge fon, portföy yöneticilerinin yaşadığı ülkedeki offshore bölgelerine yerleşmişlerdir. 2004 yılına kadar hedge fonların yarısından çoğu offshore bölgelerde kayıtlıdır. Önde gelen offshore yerleşim

<sup>78</sup> Izzy Nelken, **Hedge Fund& Investment Management**, 1.bs., Oxford: Elsevier, 2006, p.64-70.

bölgeleri Virjinya Adaları ve Bermuda'dır. Offshore bölgeleri dışında kalan yerler içinde en popüler olanı, hedge fonların yaklaşık üçte birinin bulunduğu Amerika'dır. Offshore dışındaki bölgelerde bulunan hedge fonlar kendilerini 'Limited Ortaklık' olarak yapılandırmışlardır. Buna göre portföy yöneticisi baş ortak, yatırımcılar da sınırlı ortaklardır. Bu tür fonlarda baş ortak yatırım kararlarını vermektedir<sup>79</sup>.

**Sabit getirili fonlar;** hisse senedi stratejileri ile paralellik gösterirler. Sabit getirili finansal varlıkların alım satımı esas olarak spreadın değeriyle ilgilidir. Sabit getirili hedge fonlar, mortgage tahvilleri gibi varlığa dayalı finansal varlıklara odaklanarak çeşitli stratejilerle bu varlıkları kullanarak kar elde etmeyi hedeflemektedirler. Ancak mortgage kredisi alanın ödeme gücünü içine düşmesi ve konut fiyatlarının inişe geçmesiyle büyük risklerle karşılaşmaktadırlar.

---

<sup>79</sup> US Securities and Exchange Commission Staff Report, 2003, p.38.

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **TÜRKİYE'DEKİ YERLİ ve YABANCI YATIRIM FONLARI**

Bu bölümde Türkiye'de yatırım fonları sektörünün genel yapısı hakkında bilgi verilecek olup bu doğrultuda Türkiye'de bulunan yerli ve yabancı yatırım fonları ve bunların çalışma şekilleri istatistiki verilerden faydalanarak detaylı ve güncel bilgilerle aktarılmaya çalışılacaktır. Ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde bu fonlara ilişkin yer alan yasal düzenlemeler ortaya konulacaktır.

#### **3.1. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI SEKTÖRÜNÜN GENEL YAPISI**

Ekonomik kalkınmanın ve istikrarın en önemli faktörlerinden biri üretim, diğeri ise üretime bağlı olarak elde edilen gelirin dağılımıdır. Gelişmiş ekonomilerde sürdürülebilir büyüme, üretim ve hizmetlerin düzenli olarak artışı ve gelir dağılımının mümkün olduğunca dengelenmesiyle sağlanmaktadır. Üretim ve hizmet artışı ise yeni yatırımlara ve bu yatırımlar için mevcut olan finansman kaynaklarına bağlıdır. Bir ülkede yatırım sermayesi için gerekli olan kaynağın sağlandığı yer sermaye piyasalarıdır. Gelişmekte olan ekonomilerde para piyasalarını kullanmak yerine, sermaye piyasalarına yönelmek uzun vadeli kaynak temini açısından daha rasyonel bir çözüm olmaktadır.

Türkiye'de sermaye piyasaları, yasal ve kurumsal alt yapının belli ölçüde gelişmesiyle 1980li yılların ikinci yarısından itibaren hareketlenmeye başlamıştır. Ancak, gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarının gelişiminin uzun bir süreçten geçtiği göz önüne alındığında, Türkiye'de de, sermaye piyasalarının yeterli seviyede gelişebilmesi açısından daha uzun bir sürenin geçmesi gerekmektedir<sup>1</sup>.

Türkiye'de büyük şirketlerin çok az bir bölümü halka açıktır. Piyasada işlem

---

<sup>1</sup> Vahdettin Ertaş, Bahadır Teker ve Kürşat Tuncel, **Yatırım Fonları Türkiye Uygulaması**, No:103, Ankara, 1997, s.39.

gören şirketlerin halka açıklık oranı, diğer gelişmekte olan ülkelere oranla çok düşüktür. Menkul kıymet işlem hacminin çok büyük bir bölümü halen kamu borçlanma senetlerinden oluşmaktadır<sup>2</sup>. Tüm bahsedilen bu sorunların çözümü için en önemli faktör, kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesidir. Finansal yapıları gereği orta ve uzun vadeli yatırım stratejisi izleyebilen kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasalarında aşırı fiyat dalgalanmalarını absorbe edebilmekte, buna bağlı olarak da piyasalarda istikrar ve likidite sağlanmaktadır.

Az gelişmiş ülkelerin sık karşılaştığı tasarrufların yetersizliği sorunu Türkiye için de önemli bir problemdir. Bu problemin aşılabilmesi amacıyla 1960lı yıllardan başlayarak Türkiye’de yatırım fonlarının kurulması gündeme gelmiştir. Fakat birkaç başarılı deneme dışında yatırım fonu kurma konusundaki çalışmalar sonuca ulaştırılamamıştır. Yatırım fonu kurulması ile ilgili ilk önemli gelişme, 1981 yılında kabul edilen Sermaye Piyasası Kanunu’nda “Menkul Kıymetler Yatırım Fonu” kavramına yer verilmesidir<sup>3</sup>.

24 Ocak 1980 kararlarıyla Türkiye’de yeni bir dönem aralanmış ve ekonominin her alanında serbestleşmeye dönük politikalar takip edilmeye başlanmıştır. Bu çerçevede 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’nun çıkartılmasının ardından 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuş; ardından 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İ.M.K.B) faaliyete başlamıştır. Yatırım fonları da bu gelişmenin sonucu olarak ortaya çıkan bir enstrüman olmuştur. SPK 1982 yılında yürürlüğe girmesine karşın, ilk fona ait katılma belgesi 1987 yılında İş Bankası tarafından ihraç edilmiştir. SPK’dan önce 1979 yılında sermaye piyasasında aracılık işleri gören Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş. (MEBAN) bünyesinde bir fon kurulmuş ve bu fonun iştirak belgeleri piyasaya sürülerek tedavül edilmiş ve hatta belgelerin değer artışları her ay gazetelerle kamuoyuna duyurulmuştur. Fazlaca başarılı olmayan bu girişimi gerçek anlamda Menkul Kıymet Yatırım Fonu (MKYF) saymaya olanak yoktur. Yatırım fonlarının Türkiye’deki piyasalarda işlem görmesinin gecikmesinde başlıca üç önemli neden vardır. Bunlar<sup>4</sup>;

<sup>2</sup> (Çevrimiçi) <http://www.kyd.org.tr/data/T/faaliyet2004.doc> ,12.03.2010.

<sup>3</sup> Gürman Tevfik, **Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları**, Türkiye İş Bankası Yayınları, İstanbul, 1995, s.10.

<sup>4</sup>(Çevrimiçi),<http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=177&submenuheader=0>, 04.04.2010.

- Menkul kıymetler borsasının gelişmekte olan ülkelere kıyasla Türkiye’de faaliyete geç başlaması nedeniyle menkul değer alım-satımlarının rayiç bedel üzerinden yapılamaması.

-SPK’nın katılma belgelerinin halka arzına dair tebliğinin diğer ülkelere kıyasla gecikmiş olması (Bu tebliğ ancak Aralık- 1986’da, yayımlanmıştır.)

-Vergi sorunlarının bulunması. Kurumlar Vergisinin (KV)’den muaf olan fonlardan elde edilen gelirlerin, Gelir Vergisi (GV) Kanununun 94.maddesine göre %10 stopaja tabi olması nedeniyle fonlara ilginin azalacağı düşüncesiyle katılma belgelerinin Ağustos 1987’ye kadar ihraç edilmemiş olması. Bu tarihte katılma belgelerinin halka arzı başlamıştır.

Türkiye’de finansal piyasalardaki derinliliğin ve çeşitliliğin artırılmasının bir adımı olarak 12.12.1986 tarihinde yayınlanan “Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği”nin ardından 1987 yılında ilk menkul kıymet yatırım fonu faaliyete geçmiştir<sup>5</sup>.

Sermaye piyasasında bağımsız denetim, 2499 sayılı “Sermaye Piyasası Kanunu”nun 16, 22/d ve 22/e maddelerinde ele alınmış olup, bu maddelere istinaden sermaye piyasasında bağımsız denetime ilişkin standart ilke ve kuralları belirleyen Seri:X, No: 16 sayılı “Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ”, 22570 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu tebliğin dördüncü bölümünde yatırım fonlarının ve emeklilik yatırım fonlarının denetimi, bağımsız denetimin geçerliliği, hukuki ve cezai sorumluluklar ve listeden çıkartma gibi hususları ele alınmıştır<sup>6</sup>.

Endüstriye giriş imkânının genişletilmesinin rekabeti arttıracığı düşüncesiyle 1992 yılında yatırım fonu kurma yetkisi bankalar dışındaki kurumlara da verilmiştir. Ancak 1996 yılı sonu itibariyle bakıldığında, toplam yatırım fonlarının %84’ünün bankalar tarafından kurulduğu görülmektedir. Yatırım fonu kurucularının

<sup>5</sup> Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası**, Beta Yayınları, C.1, 2.bs., İstanbul, 1999, s.105.

<sup>6</sup> Yalçın Özge Okat, **Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları**, Seçkin Yayıncılık, İstanbul, 2009, s.69.

ağırlıklı olarak bankalardan kurulu olmasının nedeni 1996'lı yıllarda Türkiye'de sermaye piyasası faaliyetlerinin yetersiz oluşu ve portföy yönetiminde önemli eksikliklerin olması ve piyasa riskinin yüksek olmasından kaynaklanmaktadır<sup>7</sup>.

Son yirmi yıl içinde sınırlar arasındaki sermaye akımları otoriteler tarafından giderek daha az kısıtlanmıştır. Yatırımcılar portföy çeşitlendirmesi yapmak ve riski azaltmak amacıyla portföyelerine, yabancı hisse senetlerini dahil etmeye başlamışlardır. 1970li yıllarda ticari bankalardan büyük çapta borçlar alan gelişmekte olan ülkeler, yabancı sermaye pazarlarının ne tek ne de en iyi para kaynağı olduğunu keşfetmişlerdir. Ekonomik durgunluk ve kriz zamanlarında yabancı borç verenlerin verdikleri borçların hemen geri ödenmesini istemeleri, gelişmekte olan ülkeler için büyük bir risk oluşturmaktadır. Türkiye'de de uygulamada bu eksikler göze çarpmaktadır<sup>8</sup>.

Türkiye'deki yatırım fonlarının yapısı da A.B.D.'deki yatırım fonları ile benzerlik göstermektedir. Yatırım fonları katılma belgesi karşılığı fon toplamakta ve topladığı fonları yönetmektedir. Menkul kıymetler, Takasbank nezdinde saklanmaktadır. Yatırım fonları SPK'nın yanı sıra bağımsız denetim kuruluşlarınca da denetlenmektedir<sup>9</sup>.

Türkiye'de tip ve tür bazında portföy toplamları, dağılımları ve yatırımcı sayıları Tablo 3.1'de görülmektedir. Türkiye' de 2009 yılını 29,6 milyar TL seviyesinde tamamlayan yatırım fonlarının net aktif değeri bu tabloya göre 2010 yılının Ağustos ayında 28,4 milyar TL' ye düşmüştür. Ağustos 2010'da net aktif değer, A Tipi fonlarda 1,1 milyar TL (Aralık 2009 1,1 milyar TL) seviyesinde kalırken, B Tipi fonlar 27,3 milyar TL (Aralık 2009 28,5 milyar TL)'ye gerilemiştir. Ülkemizdeki yatırım fonu sektörünün yapısal özelliklerinden belki de en önemlisi B tipi yatırım fonlarının özellikle de B tipi likit yatırım fonlarının sektördeki ezici payıdır. Tablodan görüldüğü gibi B tipi likit fonların tüm yatırım fonları içindeki oranı Ağustos 2010 döneminde %79'dur. Yatırım fonlarının likit fonlardan oluşan bölümü, bu fonların anında nakde dönüştürülebilmesi nedeniyle son derece sıcak ve başı

<sup>7</sup> Gürel Konuralp, **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Basın Yayın Dağıtım, 1.bs., İstanbul, 2001, s. 102-105.

<sup>8</sup> Sevinç Akbulak, "Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri", **SPK Araştırma Raporu**, 15.04.2008, s.6.

<sup>9</sup> Okat, **op.cit.**, s.75.

boş bir para olarak algılanmaktadır. Bu nedenle, ileri fiyatlandırma uygulanan hisse senedi fonları ile portföylerinde likit fonlara göre daha uzun vadeli bonoları bulunduran diğer B tipi fonlardaki para miktarının artması yatırımcıların piyasalara duyduğu güvenin bir göstergesi olmaktadır. Arzu edilen durum ise likit fonların toplam fonlar içindeki payının olabildiğince düşük olmasıdır.

**Tablo 3.1:** Türkiye’de Tip ve Tür Bazında Portföy Toplamları, Dağılımları, Yatırımcı Sayıları

Fon Grubu	Portföy Değeri (YTL)	Yat. Sayısı	Tahvil (%)	Bono (%)	T.Repo (%)	Hisse (%)	Özel (%)	YMK (%)	BPP (%)	Kamu DBA (%)	Diğer (%)
A Tipi Değişken	202.516.527	14.592	12,73	1,00	22,92	60,41	0,41	0,26	0,00	1,77	0,48
A Tipi Karma	320.783.251	166.200	56,48	1,11	11,33	30,93	0,07	0,00	0,00	0,00	0,09
A Tipi İştirak	138.564.473	3.887	7,26	1,41	8,36	82,97	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Sektör	29.389	75	0,00	0,00	0,00	100,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Hisse	140.093.492	13.624	6,18	0,02	19,78	73,95	0,00	0,00	0,00	0,00	0,08
A Tipi Endeks	257.057.078	15.698	0,66	0,00	6,35	92,80	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20
A Tipi YBMK	852.08	414	0,00	0,00	4,59	28,71	66,70	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>A Tipi Toplam</b>	<b>1.060.162.291</b>	<b>214.490</b>	<b>21,45</b>	<b>0,71</b>	<b>13,06</b>	<b>64,07</b>	<b>0,15</b>	<b>0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,34</b>	<b>0,18</b>
B Tipi Değişken	2.167.499.233	172.093	79,68	2,48	9,17	3,37	0,26	4,16	0,56	0,00	0,31
B Tipi Karma	2.442.807	574	23,79	0,00	2,50	0,00	0,00	73,71	0,00	0,00	0,00
B Tipi Tahvil ve Bono	2.209.008.318	94.237	90,50	1,63	6,12	0,39	0,53	0,01	0,10	0,50	0,23
B Tipi Likit	22.371.714.568	2.860.513	14,83	6,03	67,58	0,00	0,00	0,00	11,45	0,00	0,1
B Tipi YBMK	85.139.924	5.303	1,64	0,00	0,99	0,00	0,00	27,98	0,00	0,63	0,00
B Tipi Altın	411.828.451	29.152	0,00	0,00	1,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	98,78
B Tipi Endeks	55.253.941	1	98,06	1,60	0,34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B Tipi Fon Sepeti	7.372.326	107	0,00	0,00	1,14	7,48	0,00	88,88	0,00	0,00	2,50
<b>B Tipi Toplam</b>	<b>27.310.259.568</b>	<b>3.161.980</b>	<b>26,00</b>	<b>5,27</b>	<b>56,61</b>	<b>0,30</b>	<b>0,07</b>	<b>0,45</b>	<b>0,43</b>	<b>0,04</b>	<b>1,62</b>
<b>Yatırım Fonları Toplam</b>	<b>28.370.421.859</b>	<b>3.376.470</b>	<b>25,83</b>	<b>5,10</b>	<b>54,98</b>	<b>2,68</b>	<b>0,07</b>	<b>0,43</b>	<b>9,08</b>	<b>0,05</b>	<b>1,56</b>

**Kaynak:** (Çevrimiçi) [http://www.fonbul.com/fon\\_grup\\_analiz.asp](http://www.fonbul.com/fon_grup_analiz.asp) ,27.08.2010.

### 3.1.1.Kanuni Düzenlemeler

Kanunda “halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı” şeklinde tanımlanmış olan yatırım fonları, ilk kez 30.07.1981 tarihli ve 17416 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 2499 sayılı SPK ile Türk hukuk sistemine girmiştir. Bu kanun ile SPK 12.12.1986 tarih ve 19310 sayılı Resmi Gazete’de “Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin ihracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği”ni yayımlayarak ilk kapsamlı düzenlemesini yapmış ve söz konusu düzenlemenin ardından 1987 yılında ilk yatırım fonu faaliyete geçmiştir. Aradan geçen süre boyunca gerek SPK’da gerekse adı geçen tebliğde bazı değişiklikler yapılmıştır.

Bu çerçevede 19.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete’de “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ve 06.11.1998 tarih ve 23515 sayılı Resmi Gazete’de de “Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği” yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Son olarak yukarıda belirtilen düzenlemelere ilaveten, 07.03.2001 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan 4632 sayılı “Bireysel Emeklilik, Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu” ile “Emeklilik Yatırım Fonları” kavramı mevzuatta yerini almıştır. Buna göre, Hazine Müsteşarlığının denetimine tabi olarak kurulacak emeklilik şirketleri tarafından emeklilik sözleşmelerine istinaden alınacak katkılar, Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde oluşturulacak emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilecektir.

Yukarıda anılan “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” uyarınca yatırım fonları aşağıda belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan, tüzel kişiliği olmayan mal varlıkları şeklinde ifade edilmektedir. Buna göre; aşağıda belirtilen menkul kıymetler fon portföyüne alınabilmektedir.

-Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri,

-Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı karar hükümleri

çerçevesinde alım satımı yapılabilen yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma araçları ve hisse senetleri,

-Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,

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

-SPK tarafından uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo-ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri. Yatırım fonları sayılan varlıkların tamamını portföyüne alabildiği gibi sadece biri ya da birkaçını da alabilmektedir. İlaveten yine yukarıda anılan tebliğ'e göre; bankalar, sigorta şirketleri, aracı kurumlar, kanunlarında engel bulunmayan Sosyal Sigortalar Kurumu, Emekli Sandığı, Bağkur, Oyak gibi emekli ve yardım sandıkları, 506 sayılı kanunun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş sandıklar, SPK'den izin almak koşuluyla fon kurabilmektedirler. Yatırım fonlarının kuruluşunda kurulabilecek azami fon tutarı bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketlerinde; ((Çıkarılmış Sermaye + Yedek Akçeler + Yeniden Değerleme Fonu) -Zararlar) x 10 şeklinde hesaplanmaktadır. Özel emeklilik ve vakıf gibi diğer kurumlar için saptanan azami tutar ise kurucunun öz varlığı ile sınırlı tutulmaktadır<sup>10</sup>.

### **3.1.2.Başvuru Süreçleri**

Fon kurucusu, fon kurmak için hazırlayacağı fon içtüzüğü taslağı ve Tebliğ'in 16'ncı 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. 506 sayılı Kanun'un geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan vakıfların fon kurmak veya fon tutarını artırmak üzere Kurul'a başvurmaları halinde Vakıflar Genel Müdürlüğü'nün görüşü alınmaktadır.

<sup>10</sup> Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, Md.4-9, (Çevrimiçi)[http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat\\_index.html](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html) , 01.06.2010.

Kurul tarafından uygun görülen fon içtüzüğü, notere onaylatılmasını müteakip Kurul'ca verilen izin belgesi tarihinden itibaren 6 işgünü içinde kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve Türkiye ticaret sicil gazetesi (TSG)'nde ilan olunur. Kurucunun haklı nedenlere dayanarak içtüzük değişikliği için Kurul'a başvurusu üzerine Kurul'ca yapılan incelemeler sonucunda, açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak yatırımcının yanıltılmasına yol açacağı sonucuna varılırsa, gerekçe gösterilerek içtüzük değişikliğine izin verilmez. İchtüzük değişikliğinde tescile mesnet belgenin verilmesinden itibaren 6 işgünü içinde içtüzük değişikliği ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan olunur. Yatırımcıların yatırım yapma kararını etkileyebilecek ve önceden bilgi sahibi olunmasının gerekli olduğu içtüzük değişiklikleri, ayrıca Türkiye çapında yayım yapan günlük en az iki gazetenin Türkiye baskısında ilan ettirilir ve yeni hususların yürürlüğe giriş tarihli 10 iş gününden az olmamak üzere ilanlarda belirtilir. Türkiye çapındaki gazete ilanları hükmü özel fonlar ve serbest (Hedge) yatırım fonları için uygulanmaz. Değişikliklerin yayınlandığı gazetelerin yayımını izleyen 6 işgünü içinde Kurul'a gönderilmesi zorunludur. Fonların kuruluşta asgari fon tutarı 1.000.000 TL'den az olamaz. Bu tutar her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranı dikkate alınarak belirlenir. Garantili yatırım fonlarının ve koruma amaçlı yatırım fonlarının kuruluş ve fon paylarının kayda alınması başvurular ile birlikte değerlendirilerek sonuçlandırılır. Kayda alma belgesi fon içtüzüğünün ticaret siciline tescil edildiğine ilişkin belgenin SPK'ya gönderilmesini müteakip verilir<sup>11</sup>.

### **3.2.TÜRKİYE'DE FAALİYET GÖSTEREN YATIRIM FONU TÜRLERİ**

Türkiye'de A tipi ve B tipi yatırım fonları olmak üzere iki ana başlık altında yatırım fonları ile yabancı yatırım fonları faaliyet göstermektedir. Tür olarak bakıldığında ise genel olarak menkul kıymet yatırım fonları, garanti ve koruma amaçlı yatırım fonları, bireysel emeklilik fonları, yabancı yatırım fonları, serbest fonlar (hedge fonlar) ve borsa yatırım fonları faaliyet göstermektedir<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> (Çevrimiçi) [http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat\\_index.html](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html) , 21.06.2010.

<sup>12</sup> Uluslararası Finans Sempozyumu, "Küresel Dalgalanmalar ve Finans Sektörüne Yansımaları", Aralık, 2008. s.27

**Tablo 3.2: Türkiye'deki Yerli Fonların Doluluk Oranları**

Fon Adı	Toplam Pay Adedi (Bin Adet)	Tedavüldeki Pay Adedi (Bin Adet)	Doluluk Oranı (%)	Yılbaşı Toplam Pay (Bin Adet)	Yılbaşı Tedavüldeki Pay (Bin Adet)	Yılbaşı Oran
Meksa Yat. B Tipi Likit	53.000	52.512	99,08	53.000	44.404	84
İş Bank A Tipi Tekno. End.	500.000	491.625	98,32	500.000	452.230	90
Fortis Yat. Men. Değ. B Tipi Likit	1.000.000	863.073	86,31	1.000.000	929.436	93
İş Bank B Tipi İnternet Likit	150.000	111.639	74,43	150.000	119.948	80
Acar A Tipi Karma	500.000	358.356	71,67	500.000	364.977	73
Yatırım Finansman (B) Tipi Değişken	600.000	387.944	64,66	600.000	493.282	82
İş Bank A Tipi Karma Kum.	4.000.000	2.570.645	64,27	4.000.000	2.345.652	59
Gedik Yat. B Tipi Likit	15.000	8.508	56,72	15.000	8.645	58
İş Bank B Tipi Likit	60.000	32.834	54,72	60.000	35.970	60
Anadolubank B Tipi Likit	3.200.000	1.705.957	53,31	3.200.000	2.143.847	67
Garanti Ban. B Tipi Likit	99.100	52.071	52,54	99.100	54.609	55
Halk Yatırım B Tipi Likit	2.500.000	1.264.453	50,58	2.500.000	1.293.870	52
YKB B Tipi Özel Bank. Büy. Amaçlı Değ.	7.200.000	3.574.000	49,64	7.200.000	2.579.000	36
Ergolsviçre Sig. A Tipi Değ.	500.000	234.640	46,93	500.000	234.530	47
Vakıfbank B Tipi Likit	100.000	46.707	46,71	100.000	47.098	47
Teb B Tipi Likit	425.000	197.111	46,38	425.000	221.245	52
Eczacıbaşı B Tipi Likit	40.000	18.280	45,7	40.000	23.826	60
Garanti Ban. B Tipi Elma Likit	80.000	34.855	43,57	80.000	32.177	40
YKB B Tipi Likit	65.490.718	28.495.778	43,51	65.490.718	29.122.025	44
Gedik Yat. A Tipi Karma	10.000	4.331	43,31	10.000	4.757	48
Yatırım Finansman (B) Tipi Likit	400.000	171.953	42,99	400.000	192.672	48
Global Menkul A Tipi Karma Aktif Strateji	1.000.000	423.576	42,36	1.000.000	400.181	40
Finans Yat.B Tipi Likit	11.000.000	4.580.302	41,64	11.000.000	5.015.931	46
Teb Varlık Yön. Hizm. B Tipi Tahvil/Bono	4.343.945	1.743.899	40,15	4.343.945	58.227	1
Finansbank Refleks B Tipi Değişken	5.000.000	1.970.935	39,42	5.000.000	1.400.499	28
<b>Genel Toplam</b>	<b>1.416.346.627</b>	<b>236.962.108</b>	<b>16,73</b>	<b>1.238.740.627</b>	<b>220.455.877</b>	<b>18</b>

**Kaynak:** (Çevrimiçi) [http://www.fonbul.com/fon\\_grup\\_analiz.asp](http://www.fonbul.com/fon_grup_analiz.asp) ,27.08.2010.

Tablo 3.2'de Türkiye'deki yerli fonların doluluk oranları görülmektedir. Türkiye, Ağustos 2010 sonu itibarıyla 297 adet A ve B tipi yatırım fonu, 28.370.421.859 TL net aktif değeri büyüklüğüne ve 3.376.470 adet yatırımcı sayısına sahip olan bir yatırım fonu sektörüne sahiptir. Bunun yanında Türkiye'de faaliyet gösteren yerli yatırım fonlarının fon doluluk oranlarına bakıldığında toplam pay adedi olarak 1.416.346.627.000 adet, tedavüldeki pay adedi olarak ise 236.962.108.000 pay dolaşımdadır. Bu da doluluk oranı olarak % 16,73'e denk gelmektedir. 2010 Ağustos ayı itibarıyla genel toplamda, toplam pay adedi ve

tedavüldeki pay adedi en yüksek fon YKB B tipi likit fondur. İkinci sırada Finans Yatırım B Tipi Likit fon bulunmaktadır. Bu tablodan da B tipi likit fonların piyasadaki ezici payı açıkça görülmektedir.

**Tablo 3.3: A Tipi Fonların Doluluk Oranları**

Fon Adı	Toplam Pay Adedi (Bin Adet)	Tedavüldeki Pay Adedi (Bin Adet)	Doluluk Oranı (%)	Yılbaşı Toplam Pay (Bin Adet)	Yılbaşı Tedavüldeki Pay (Bin Adet)	Yılbaşı Oran
İş Bank A Tipi Tekno. End.*	500,000	491,625	98.32	500,000	452,230	90
Acar A Tipi Karma*	500,000	358,356	71.67	500,000	364,977	73
İş Bank A Tipi Karma Kum.*	4,000,000	2,570,645	64.27	4,000,000	2,345,652	59
Ergolsviçre Sig. A Tipi Değ.*	500,000	234,640	46.93	500,000	234,530	47
Gedik Yat. A Tipi Karma*	10,000	4,331	43.31	10,000	4,757	48
Global Menkul A Tipi Karma Aktif Strateji*	1,000,000	423,576	42.36	1,000,000	400,181	40
Denizbank A Tipi U100 End.*	300,000	116,069	38.69	300,000	253,570	85
Global Menkul (A) Kar Payı Odaklı Hisse Sen.	265,000	90,193	34.04	265,000	48,064	18
Gedik Yat. A Tipi Hisse*	40,000	13,044	32.61	40,000	16,973	42
Acar A Tipi Değ.*	300,000	97,537	32.51	300,000	101,112	34
Garanti Ban. A Tipi U30 End.*	7,298,706	2,202,394	30.18	7,298,706	2,288,261	31
Yapı Kredi Yat. A Tipi Karma*	300,000	88,784	29.59	300,000	85,441	28
Finansbank A Tipi Hisse*	250,000	73,244	29.30	250,000	52,498	21
YKB A Tipi Hisse*	132,714	37,525	28.28	132,714	46,376	35
Ata Yat A Tipi Değ.*	200,000	56,063	28.28	200,000	11,242	6
Strateji Men A Tipi Değ.*	30,000	8,343	27.81	30,000	7,852	26
Ergolsviçre Sig. Dinamik A Tipi Değ.*	500,000	132,369	26.47	500,000	143,132	29
İş Bank A Tipi Privia Değ.*	2,500,000	627,000	25.08	2,500,000	591,500	24
Ziraat Ban. A Tipi Değ. Başak*	500,000	123,515	24.70	500	87,495	17
İş Bank A Tipi U-Mali End.*	1,500,000	351,488	23.43	1,500,000	330,061	22
Yapı Kredi Yat. A Tipi Koç Şrk. İştirak*	500,000	116,408	23.28	500,000	27,225	5
Halkbank A Tipi Değişken*	300,000	63,297	21.10	300,000	77,355	26
Fortis Yat. Men. Değ. A Tipi Hisse Senedi*	200,000	41,874	20.94	200,000	52,753	26
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi*	500,000	98,927	19.79	500,000	76,837	15
Unicorn Capital İstanbul A Tipi Değişken*	85,000	16,482	19.39	85,000	8,146	10
<b>Genel Toplam</b>	<b>118,149,094</b>	<b>15,039,931</b>	<b>12,73</b>	<b>104,544,094</b>	<b>14,648,444</b>	<b>14</b>

**Kaynak:** (Çevrimiçi) [http://www.fonbul.com/fon\\_grup\\_analiz.asp](http://www.fonbul.com/fon_grup_analiz.asp) ,27.08.2010.

Tablo 3.3'de ise A tipi fonların doluluk oranları görülmektedir. Buna göre bu tip fonlarda 118.149.094.000 toplam pay adedi; 15.039.931.000 tedavüldeki pay adedi ve doluluk oranı olarak da % 12,73 gibi bir değere sahiptir. 2010 Ağustos ayı itibarıyla A tipi fonlar genelinde toplam pay adedi olarak birinci sıradaki fon Garanti Bankası A tipi U30 End. iken tedavüldeki pay adedi en yüksek fon İş Bank A tipi karma kum. fonudur.

Tablo 3.4'de ise B Tipi fonlara ilişkin doluluk oranları yer almaktadır. Tabloya göre B tipi fonlar 1.298.197.533.000 toplam pay adedi; 221.922.178.000 tedavüldeki pay adedi; doluluk oranı olarak da % 17,09 gibi değerler mevcuttur. B Tipi fonların doluluk oranının yüksek olmasının sebebi Grafik 3.1'de de gösterildiği gibi ülkemizde B Tipi likit fonlara (% 96,1) talebin oldukça yüksek olmasından kaynaklanmaktadır.

**Tablo 3.4:** B Tipi Doluluk Oranları

Fon Adı	Toplam Pay Adedi (Bin Adet)	Tedavüldeki Pay Adedi (Bin Adet)	Doluluk Oranı (%)	Yılbaşı Toplam Pay (Bin Adet)	Yılbaşı Tedavüldeki Pay (Bin Adet)	Yılbaşı Oran
Meksa Yat. B Tipi Likit*	53,000	52,512	99.08	53,000	44,404	84
Fortis Yat. Men. Değ. B Tipi Likit*	1,000,000	863,073	86.31	1,000,000	929,436	93
İş Bank B Tipi İnternet Likit*	150,000	111,639	74.43	150,000	119,948	80
Yatırım Finansman (B) Tipi Değişken*	600,000	387,944	64.66	600,000	493,282	82
Gedik Yat. B Tipi Likit*	15,000	8,508	56.72	15,000	8,645	58
İş Bank B Tipi Likit*	60,000	32,834	54.72	60,000	35,970	60
Anadolubank B Tipi Likit*	3,200,000	1,705,957	53.31	3,200,000	2,143,847	67
Garanti Ban. B Tipi Likit*	99,100	52,071	52.54	99,100	54,609	55
Halk Yatırım B Tipi Likit*	2,500,000	1,264,453	50.58	2,500,000	1,293,870	52
YKB B Tipi Özel Bank. Büy. Amaçlı Değ.*	7,200,000	3,574,000	49.64	7,200,000	2,579,000	36
Vakıfbank B Tipi Likit*	100,000	46,707	46.71	100,000	47,098	47
Teb B Tipi Likit*	425,000	197,111	46.38	425,000	221,245	52
Eczacıbaşı B Tipi Likit*	40,000	18,280	45.70	40,000	23,826	60
Garanti Ban. B Tipi Elma Likit*	80,000	34,855	43.57	80,000	32,177	40
YKB B Tipi Likit*	65,490,718	28,495,778	43.51	65,490,718	29,122,025	44
Yatırım Finansman (B) Tipi Likit*	400,000	171,953	42.99	400,000	192,672	48
Finans Yat.B Tipi Likit*	11,000,000	4,580,302	41.64	11,000,000	5,015,931	46
Teb Varlık Yönetimi Hizmeti B Tipi Tahvil/Bono*	4,343,945	1,743,899	40.15	4,343,945	58,227	1
Finansbank Refleks B Tipi Değişken*	5,000,000	1,970,935	39.42	5,000,000	1,400,499	28
ING Bank B Tipi Değ.*	10,000,000	3,908,515	39.09	-	-	-
Global Menkul B Tipi Likit*	1,000,000	390,202	39.02	1,000,000	461,372	46
Finansbank B Tipi Değ.*	5,000,000	1,924,172	38.48	5,000,000	1,861,484	37
YKB B Tipi Altın*	10,000,000	3,645,189	36.45	-	-	-
HSBC Bank B Tipi Likit*	83,081	30,140	36.28	83,081	37,232	45
YKB B Tipi Özel Bankacılık Değişken*	7,300,000	2,631,000	36.04	7,300,000	3,019,000	41
<b>Genel Toplam</b>	<b>1,298,197,533</b>	<b>221,922,178</b>	<b>17,09</b>	<b>1,134,196,533</b>	<b>205,807,433</b>	<b>18</b>

**Kaynak:** (Çevrimiçi) [http://www.fonbul.com/fon\\_grup\\_analiz.asp](http://www.fonbul.com/fon_grup_analiz.asp) ,27.08.2010.

### 3.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Fonları

Tasarruf sahipleri ihraççı şirketlerden, aracı kuruluşlardan ya da menkul kıymet borsalarından menkul kıymet almak suretiyle tasarruflarını değerlendirebilirler. Ancak menkul kıymetlere yatırım yapmak bilgi ve uzmanlık gerektirmektedir. Ayrıca bireysel birikimler genelde yeterli büyüklüğe ulaşamadıklarından bunlarla oluşturulan portföyler de riskli portföylerdir. Bu risk anapara bakımından söz konusu olabileceği gibi portföyün getirisi açısından da söz konusu olabilir. Bu nedenle sermaye piyasasında kolektif yatırım kuruluşları olarak adlandırılan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları oluşturulmuştur<sup>13</sup>.

Menkul kıymet yatırım fonları, bankaların halktan katılma belgesi karşılığı topladıkları paralarla menkul kıymet portföyü işletmek amacıyla oluşturdukları fonlardır. Bir bankanın birden çok fon kurması ve yönetmesi serbesttir. Türkiye’de menkul kıymet yatırım fonunun kurulması ve yönetilmesi hakkı sadece bankalara verilmiştir<sup>14</sup>.

Türkiye’de yatırım fonları portföyü oluşturan varlıklara göre sınıflandırılmaktadır. Sermaye Piyasası Mevzuatı’na göre fonlar genel olarak A ve B tipi fonlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. A tipi fonlar; fon portföyünün en az %25’i Türkiye’de kurulmuş anonim şirketlerin hisse senetlerinden oluşan fonlardır. Bu fonlar önemli bir özelliği vergi avantajı sağlamasıdır. B tipi fonlar ise; A tipi fonlar dışında kalan ve daha çok sabit getirili menkul değerlere yatırım yapan fonlardır. A tipi yatırım fonları, portföylerinde daha fazla hisse senedi bulundurduğundan, B tipi fonlara göre daha risklidir. Bu nedenle A tipi yatırım fonları genelde orta ve yüksek risk seviyelerinde yatırım imkanı sunmaktadır. B tipi yatırım fonları ise daha düşük risk seviyelerinde yatırım imkanı sunmaktadır. Türkiye’de hem yatırımcı sayısı hem de toplam portföy büyüklüğü bakımından B tipi fonlar, A tipi fonlara oranla daha çok tercih edilmektedir<sup>15</sup>. Grafik 3.1’de fon tiplerine göre portföy dağılımları yer

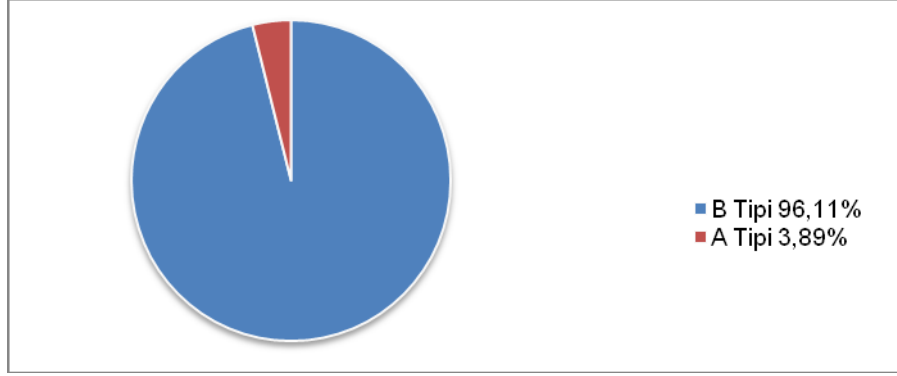
<sup>13</sup> Lee Gremillion ,**Mutual Fund Industry Hand Book: A Comprehensive Guide for Investment Professionals**, Published by John Wiley&Sons.Inc, Hoboken, New Jersey, 2005, p.15.

<sup>14</sup> Bülent Özütürk, “Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi Araştırma Raporu**, Mart 2005, s.56.

<sup>15</sup> Saim Kılıç, **Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 2002, s.16.

almaktadır. Portföy değerlerinin en az % 25'i hisse senetlerinden oluşan A-tipi fonlar ile bu kısıtlamaya tabi olmayan B-tipi fonlar arasındaki dağılıma 2010 Ağustos ayı itibariyle bakıldığında, B-tipi yatırım fonlarının toplam portföy değeri içinde % 96'lık bir ağırlığa sahip olduğu görülmektedir.

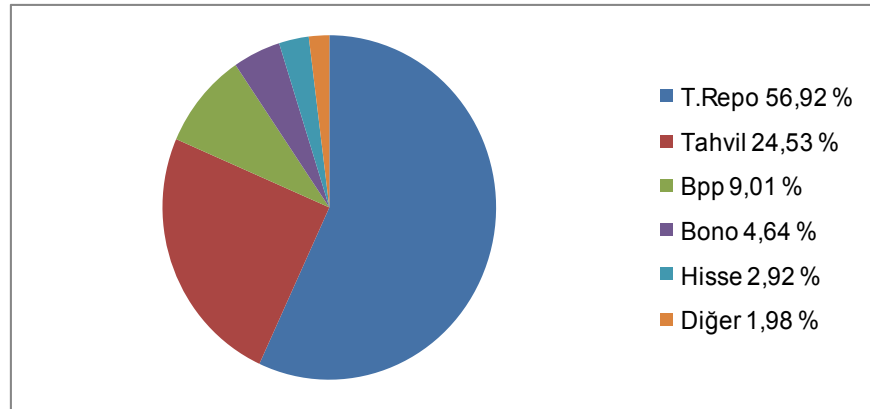
**Grafik 3.1:** Fon Tiplerine Göre Portföy Dağılımları



**Kaynak:** (Çevrimiçi) [http://www.fonbul.com/fon\\_grup\\_analiz.asp](http://www.fonbul.com/fon_grup_analiz.asp) ,27.08.2010.

Tüm fonların portföy dağılımları Ağustos 2010 itibariyle Grafik 3.2'de yer almaktadır. Tabloya göre toplam portföy değerinin %56.9'u ters repo, %24.5'i tahvil, %9'u borsa para piyasası, %4'u bono, %2'si hisse senedi ve %1.9'u diğer yatırım araçlarından oluşmaktadır.

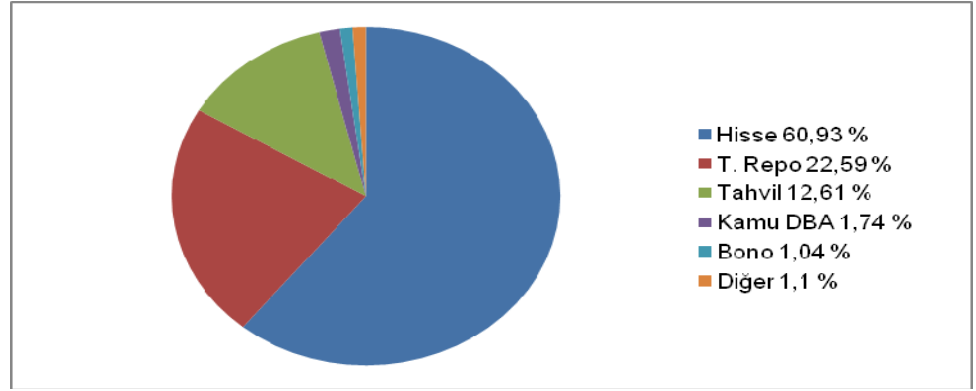
**Grafik 3.2:** Tüm Fonların Portföy Dağılımları



**Kaynak:** (Çevrimiçi) [http://www.fonbul.com/fon\\_grup\\_analiz.asp](http://www.fonbul.com/fon_grup_analiz.asp) ,27.08.2010.

Grafik 3.3'te A tipi fonların Ağustos 2010 itibariyle portföy dağılımları gösterilmektedir. Tabloya göre A tipi fonların %60,9'u hisse senedi, %22,6'sı ters repo, %12,6'i tahvil, %1,7'si kamu, %1'i bono ve %1,1'i diğer yatırım araçlarından oluşmaktadır.

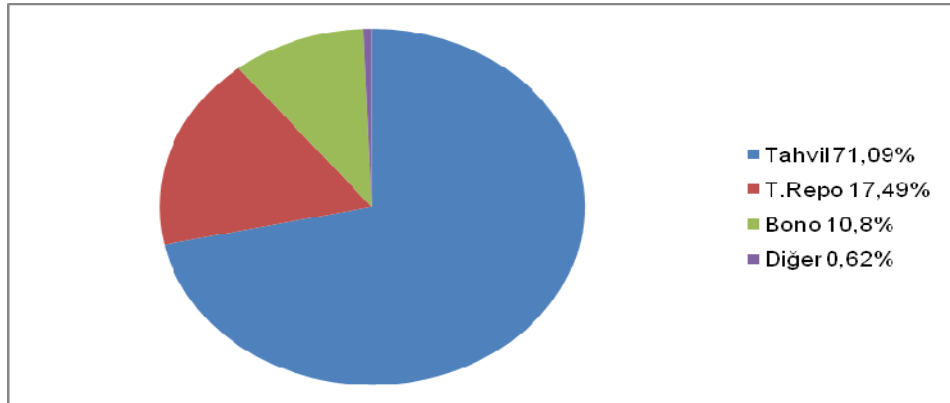
**Grafik 3.3:** A Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları



**Kaynak:** (Çevrimiçi) [http://www.fonbul.com/fon\\_grup\\_analiz.asp](http://www.fonbul.com/fon_grup_analiz.asp) ,27.08.2010.

B tipi yatırım fonlarının portföy dağılımları ise Grafik 3.4'te yer almaktadır. 2010 Ağustos ayı itibariyle B tipi fonların %71'i tahvil, %17,5'i ters repo, %10'u bono ve %0,6'sı diğer yatırım araçlarından oluşmaktadır.

**Grafik 3.4:** B Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları



**Kaynak:** (Çevrimiçi) [http://www.fonbul.com/fon\\_grup\\_analiz.asp](http://www.fonbul.com/fon_grup_analiz.asp) ,27.08.2010.

**Tablo 3.5:** A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Konsolide Portföy Bilgileri (2004- 2010/5)

<b>HS % : Portföydeki Hisse Senedi Oranı</b>										
<b>KB % : Portföydeki Kamu Borçlanma Araçları Oranı</b>										
<b>YMK % : Portföydeki Yabancı Menkul Kıymet.Oranı</b>										
<b>BPP % : Portföydeki Borsa Para Piyasası Oranı</b>										
<b>TR % : Portföydeki Ters Repo Oranı</b>										
<b>A TİPİ YATIRIM FONLARI</b>										
Yıl	Ay	Fon Sayısı	Toplam Değeri (Bin TL)	Yatırımcı Sayısı	HS %	KB %	TR %	BPP %	YMK %	Diğer %
2004	12	123	780.370	105.275	67,78	20,44	10,87	0,51	0,39	0,00
2005	12	126	1.033.635	142.794	70,44	15,83	12,29	0,88	0,54	0,02
2006	12	126	831.518	133.503	64,76	17,88	15,53	0,85	0,70	0,28
2007	12	129	919.383	165.311	68,16	16,03	14,96	0,28	0,27	0,30
2008	12	126	596.212	177.536	58,30	28,17	13,16	0,16	0,18	0,04
2009	12	114	1.049.802	191.565	62,79	20,65	16,28	0,16	0,10	0,03
2010	05	114	1.236.151	211.079	62,23	19,54	17,27	0,82	0,07	0,08

**Kaynak:** (Çevrimiçi)<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=0>,14.06.2010.

Tablo 3.5’de 2004-2010/05 arası ülkemizde faaliyet gösteren A tipi yatırım fonlarının yıllar itibariyle fon sayıları, portföy değerleri ve portföylerini oluşturan menkul kıymetlerin dağılımları yüzdesel olarak görülmektedir. Fon sayılarında ciddi bir değişim yaşanmamış olmasına rağmen portföy değerleri 2008 yılında 2005 yılına göre yarı yarıya azalarak 600 milyon TL’ye düşmüş buna karşın yatırımcı sayılarında hafif bir artış olmuştur. A Tipi fonların portföy içerikleri gereği zaten % 51’ini hisse senetlerine yatırdıkları gözönüne alınırsa 2005 yılında % 70 olan hisse senedi oranı 2008 sonu itibariyle % 58’e kadar düşmüştür. Bunda 2008 yılında başlayan küresel finansal krizin büyük rolü vardır. 2008 yılından sonra piyasaların durulmaya başlaması ile A tipi fonların toplam portföy değerinin ve içeriğindeki hisse senedi oranının artmaya başladığı görülmektedir. 2010 Mayıs ayı itibariyle A tipi

fonlarda hisse senedi oranı %62'ye kadar yükselmiş, A tipi fonların toplam portföy değeri ise 2008 yılına göre %107 artmıştır. 2004 yılından itibaren yatırımcı sayısı olarak bakıldığında 2006 yılı dışında sayının sürekli arttığı görülmektedir. 2010 Mayıs ayında 2004 yılına göre bu artış %100'ün üzerinde olduğu görülmektedir.

**Tablo 3.6:** B Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Konsolide Portföy Bilgileri (2004- 2010/5)

B TİPİ YATIRIM FONLARI										
Yıl	Ay	Fon Sayısı	Toplam Değeri (Bin TL)	Yatırımcı Sayısı	HS %	KB %	TR %	BPP %	YMK %	Diğer %
2004	12	130	23.663.404	2.527.187	0,06	68,71	28,32	2,91	0,00	0,00
2005	12	149	28.340.487	2.816.779	0,05	72,26	26,53	1,15	0,01	0,00
2006	12	163	21.180.058	2.337.406	0,26	39,07	59,18	1,41	0,06	0,01
2007	12	168	25.461.778	2.833.143	0,16	38,69	57,78	3,07	0,05	0,25
2008	12	209	23.376.136	2.761.368	0,08	44,13	50,33	4,93	0,04	0,50
2009	12	202	28.558.475	2.807.083	0,48	32,43	60,23	5,30	0,12	1,44
2010	05	254	28.554.699	3.122.239	0,53	28,03	62,12	7,24	0,31	1,78

**Kaynak:** (Çevrimiçi)<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=0>, 14.06.2010.

Tablo 3.6'da ise B tipi menkul kıymet yatırım fonlarının konsolide portföy bilgileri yer almaktadır. B Tipi yatırım fonlarının 2004 yılından itibaren tarihsel gelişimine bakıldığında fon sayısının 2009 yılı dışında yıllar itibariyle arttığı görülmektedir. 2008 yılında 2005 yılına kıyasla yatırımcı sayısında ciddi bir değişiklik görünmezken toplam portföy değerlerinde 5 milyara yakın bir değer kaybı görülmektedir. 2008 yılından sonra ise yatırımcı sayısının arttığı, 2010 Mayıs ayı itibariyle ise 2004 yılına kıyasla %23.5 büyüdüğü görülmektedir. Portföy dağılımı olarak incelendiğinde ise 2004 yılından itibaren kamu borçlanma senetleri oranını azalırken ters repo işlemlerinin tersine arttığı görülmektedir.

**Tablo 3.7:** Tüm (A ve B Tipi) Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Konsolide Portföy Bilgileri (2004- 2009)

TÜM YATIRIM FONLARI										
Yıl	Ay	Fon Sayısı	Toplam Değeri (Bin TL)	Yatırımcı Sayısı	HS %	KB %	TR %	BPP %	YMK %	Diğer %
2004	12	253	24.443.774	2.632.462	2,22	67,17	27,77	2,83	0,02	0,00
2005	12	275	29.374.122	2.959.573	2,52	70,27	26,03	1,14	0,03	0,00
2006	12	289	22.011.576	2.470.909	2,70	38,27	57,53	1,39	0,09	0,02
2007	12	297	26.381.161	2.998.454	2,53	37,90	56,29	2,97	0,05	0,25
2008	12	340	23.978.526	2.938.904	1,51	43,74	49,42	4,81	0,04	0,48
2009	12	316	29.608.277	2.998.648	2,68	32,02	58,67	5,12	0,12	1,39

**Kaynak:** (Çevrimiçi)<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>, ,14.06.2010.

Tüm menkul kıymet yatırım fonlarının 2004-2009 yılları arası konsolide portföy bilgileri Tablo 3.7’de görülmektedir. Toplam sayıları 2009 sonu itibariyle 316 olan yatırım fonlarının toplam değeri 29.6 milyar TL’dir. 2009 yılında 2004 yılına kıyasla yatırımcı sayısı olarak %13.9, toplam portföy değeri olarak ise %21.1 büyüme görülmektedir. Portföy dağılımı olarak incelendiğinde ise hisse senedi fonlarının toplam değer içerisinde ortalama %2.5’luk bir paya sahip olduğu ve 2009 yılı dışında 2004 yılından itibaren kamu borçlanma senetleri oranını azalırken ters repo işlemlerinin tersine arttığı görülmektedir.

Türkiye’de yatırım fonu kurucusu şirketler tarafından yönetilen yatırım fonlarının portföy değerleri açısından piyasadaki paylarına bakıldığında ciddi anlamda bir yoğunlaşma bulunmaktadır<sup>16</sup>. Tablo 3.8’de ilk 10 menkul kıymet yatırım fonu kurucularının piyasa payları yer almaktadır. Sektörde ilk üç kurucunun piyasa payının % 53, ilk beş kurucunun % 69 olduğu görülmektedir. En büyük ilk 10 kurucu ise piyasadaki toplam portföy değerinin % 85,94’ünü kontrol etmektedir.

<sup>16</sup> Akbulak, **op.cit.**, s.69.

**Tablo 3.8:** İlk 10 Menkul Kıymet Yatırım Fonu Kurucularının Piyasa Payları (14.06.2010)

<b>KURUCU</b>	<b>FON TOPLAM DEĞERİ</b>	<b>PİYASA PAYI</b>
	<b>TL</b>	<b>(%)</b>
T.İŞ BANKASI A.Ş.	6.593.968.417	22,72%
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	4.435.807.234	15,28%
T.GARANTİ BANKASI A.Ş.	4.369.600.815	15,05%
AKBANK T.A.Ş.	3.310.198.187	11,40%
T.C. ZİRAAT BANKASI A.Ş.	1.349.481.100	4,65%
HSBC BANK A.Ş.	1.236.627.486	4,26%
TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	1.233.725.151	4,25%
TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.	892.213.057	3,07%
YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	844.708.329	2,91%
ING BANK A.Ş.	678.673.842	2,34%
<b>TOPLAM</b>	<b>29.027.460.261</b>	<b>100,00%</b>

**Kaynak:** (Çevrimiçi)<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>, ,14.06.2010.

### 3.2.2. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonları

Garantili ve koruma amaçlı yatırım fonları birbirlerine benzemekle birlikte farklı yatırım fonlarıdır. Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirin 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 adlandırılır. Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirin içtüzükte ve izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine ve garantör tarafından verilen garantiye dayanılarak taahhüt edildiği fonlar ise "Garantili Fon" olarak adlandırılır. Bu tür fonlarda garanti ya da koruma, garanti ve korumadan faydalanma hakkına sahip tüm katılma payı sahipleri

açısından aynı nitelikte olmalıdır<sup>17</sup>.

Garantili yatırım fonlarının ve koruma amaçlı yatırım fonlarının portföy yönetim stratejisinde ve türünde fonun vadesi içerisinde değişiklik yapılamaz. Garantöre, Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyesine denk gelen derecelendirme notu verilmiş olması zorunludur. Fonun vadesi içerisinde garantörün derecelendirme notunda bir değişiklik olması halinde, yeni derecelendirme notu izahname değişikliği yoluyla kamuya duyurulur<sup>18</sup>. Türkiye'de faaliyet gösteren koruma amaçlı yatırım fonları EK-1'de, garantili yatırım fonları ise EK-2'de görülmektedir.

### 3.2.3.Yabancı Yatırım Fonları

Yabancı yatırım fonları yurtdışında kurulu yatırım fonları ya da kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Kolektif yatırım kuruluşları yatırımcıya ortaklık hakkı veren bir araç sağlamaktan çok bir finansal hizmet sunmakta olup, her ülkede farklı yükümlülükler taşımakta ve farklı yasal düzenlemelere tabi bulunmaktadır. Vergi yükü, kamuyu aydınlatma, portföy yatırım sınırlamaları, düzenleyici otoriteler arasındaki yapısal farklılıklar ve bu otoritelerin yetkileri arasındaki farklılıklar ile kolektif yatırım kuruluşlarının kurulu olduğu ülke düzenlemeleri çerçevesinde yapmakla yükümlü oldukları giderler arasındaki farklılıklar bazı ülkelerde kurulu fonlara diğer ülkelerde kurulu olanlar karşısında avantaj sağlamaktadır. Bu durum da iç piyasada rekabet koşullarını ev sahibi ülkede kurulu fonlar aleyhine ağırlaştırmaktadır. Bu sebeple ev sahibi ülke otoriteleri yurtdışında kurulu yatırım fonlarının halka arzı ve satışı konularında tedbirler alabilmektedir.

Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği' nde yabancı bir fonun paylarının Türkiye'de satışı konusunda temel aktörler olarak; payları Türkiye'de yerleşik kişi ve kuruluşlara satılacak olan yatırım fonu, söz konusu yatırım fonunun kurulduğu ülkede kurucusu ya da yöneticisi durumunda olan ihraççısı, ihraççı ile temsilcilik sözleşmesi imzalamak suretiyle

<sup>17</sup> Füsun Nomer, **Yatırım Ortaklıkları**, Beta Yayınları, 1.bs., İstanbul, 2003, s.38-40.

<sup>18</sup> Okat, **op.cit.**, s.95.

fonun Türkiye'deki temsilciliğini üstlenmiş bulunan Türkiye'de kurulu temsilci kuruluş ve fon paylarının satışı konusunda halka arz yoluyla satış ve tahsisli satış şeklindeki iki yöntemin benimsenmesiyle birlikte ortaya çıkan Türkiye'de halka arz yoluyla yabancı yatırım fonu payı alan yatırımcılar sınıfı ile kendilerine tahsisli satış yapılan yatırımcılar sınıfı belirlenmiş bulunmaktadır. Türkiye'de yabancı fon paylarının halka arz edilmek suretiyle satışında pay satışı yapılacak fonların Tebliğ'in 5'inci maddesine göre aşağıda yer alan önşartları taşımaları zorunludur<sup>19</sup>.

-Fon payları alım satımının, Türk Lirası veya Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nca günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı paralar üzerinden yapılıyor olması,

-Fonun, faaliyete geçişinden itibaren en az üç yıl geçmiş olması ve satışı yapılacak payların başvuru tarihi itibarıyla cari değerinin asgari olarak Türkiye'deki yatırım fonları için Kurul düzenlemelerinde öngörülen tutardan az olmaması,

-Daha önce Kurul kaydına alınmış fonların, kayda alınanlar dışındaki yeni paylarının satışı Kurul kaydına tabi olması. Ancak bu takdirde, yukarıda belirtilen asgari satış tutarı şartı aranmaz.

-İhraççının ülkesinde, söz konusu fon paylarının Türkiye'de satışına ve sağladığı mali haklar ile ilgili işlem ve ödemelerin Türkiye'de yapılmasına ilişkin herhangi bir kısıtlama olmaması,

-Kurulu olduğu ülkede paylarının halka arz edilmiş ve dolaşımdaki paylarının toplam cari değerinin en az 1.000.000 ABD Doları olması,

-Portföyünün en az %80'ini Türkiye'de yerleşik ihraççıların ihraç ettiği sermaye piyasası araçları ve Türk kamu borçlanma senetleri dışındaki varlıklara yatırması (Bu madde hükmünün konmasındaki amaç yurtdışında kurulu yatırım fonlarının-örneğin Türkiye'de yerleşik kuruluşlarca off-shore merkezlerde kurulmuş fonlar-Türkiye'de kurulu fonlar gibi portföyün çoğunu Türkiye'de yerleşik ihraççıların ihraç ettiği sermaye piyasası araçları ile Türk kamu

<sup>19</sup> SPK, Seri:VII, No:14 Sayılı Yabancı Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği, Md.5, (Çevrimiçi) [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr), 27.02.2009.

borçlanma araçlarına yatırılabildikleri halde kurulu oldukları ülkenin vergi açısından daha avantajlı olması durumunda getiri bakımından Türkiye’de kurulu yatırım fonları karşısında daha avantajlı hale gelmeleriyle ortaya çıkacak haksız rekabetin önlenmesidir.),

-Eğer bir başka kuruluştan portföy yönetimi hizmeti alıyorsa, bu kuruluşun kurulu olduğu ülkede portföy yönetimi yetki belgesine sahip olması,

-Portföy değerinin %10’undan fazlasının bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmamış olması (Devletlerin ihraç ettiği sermaye piyasası araçları bu kapsamın dışındadır),

-Fonun tek başına herhangi bir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9’undan fazlasına sahip olmaması,

-Fonun borçlanma ve varlıklarının ödünç verilmesi konusunda tabi olduğu ilkelerin Türkiye’de kurulu yatırım fonlarının tabi olduğu mevzuata uygun olması (Türkiye’de kurulu yatırım fonları Seri:VII, No: 10 sayılı Tebliğ’in 42’inci maddesinin Seri:VII, No: 11 sayılı Tebliğ ile değişik (j) bendi çerçevesinde portföylerindeki varlıkları ödünç alıp verebilirler),

-Fonun yılda en az bir kez, uluslararası muhasebe standartları çerçevesinde hazırlanmış mali tablolarının bağımsız denetimden geçirilmesi,

-Fonun yetkili organı tarafından Kurul’a hitaben hazırlanmış, bu Tebliğ’in 16. maddesinde sayılan kamuyu aydınlatmaya ilişkin bilgi ve belgelerin ve ayrıca Kurul’ca istenecek her türlü bilgi ve belgenin verilmesine ve masrafları fon tarafından karşılanmak üzere Kurul’un görevlendireceği kişi veya kuruluşlar tarafından denetlenmesine imkân tanıyan taahhütnamenin verilmesi.

EK-3’te Türkiye’de faaliyet gösteren yabancı yatırım fonları görülmektedir. Tablodan görüldüğü üzere Ağustos 2010 tarihi itibarıyla katılma belgeleri SPK kaydına alınmış bulunan yabancı yatırım fonlarının sayısı 74 adettir<sup>20</sup>.

<sup>20</sup> (Çevrimiçi) [http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf\\_index.html?tur=yf](http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=yf)  
Seri:VII, No:14 Sayılı Yabancı Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği

### 3.2.4.Bireysel Emeklilik ve Emeklilik Yatırım Fonları

Bireysel emeklilik ve emeklilik yatırım fonları hem dünyada hem de ülkemizde yeni gelişim göstermeye başlayan bir fon türüdür. Özellikle 21.yüzyılda tasarruf sahiplerinin finansal kaderlerini uzman fon yöneticilerinin deneyimli, bilgili ve donanımlı ellerine teslim etmeye başladıkları görülmektedir. ABD'de 1980'lerde yatırım fonlarına para koyan yatırımcı sayısı 4 milyon civarındayken bu rakam günümüzde 54 milyonu bulmaktadır. Birçok gelişmiş ülkede bireysel finansal yatırımlar en çok özel emeklilik fonlarına yönlendirilmektedir. Özellikle devletin giderek sosyal güvenlik sisteminden elini eteğini çekmesi, nüfusun giderek yaşlanması bu emeklilik fonlarına olan talebi arttırmaktadır<sup>21</sup>.

Türkiye'de 2003 yılından itibaren faaliyette bulunan bireysel emeklilik sisteminde 2009 yılı sonu itibariyle 13 kurucu şirket tarafından kurulan 130 emeklilik fonu halka arz edilmiştir. Söz konusu emeklilik yatırım fonlarının toplam fon değeri 2009 sonu itibariyle 9,1 milyon TL'ye ulaşmıştır. Emeklilik yatırım fonlarının toplam portföy dağılımı % 69 civarında bir ağırlıkla kamu menkul kıymetleri ve % 15 civarında da ters repo işlemlerinden oluşmaktadır. Toplam 130 adet olan emeklilik yatırım fonları içinde en yaygın tür kamu borçlanma araçları fonlarıdır<sup>22</sup>. Türkiye'de emeklilik yatırım fonu kurucularının sayısı 13 olmakla birlikte, çok da yüksek sayılamayacak bu sayıya rağmen, söz konusu kurucu şirketler arasında pazar payı bakımından bir yoğunlaşma yaşanmaktadır. Türkiye'de emeklilik yatırım fonu kurucularının piyasa payları EK-4'te gösterilmektedir. Buna göre toplam portföy büyüklüğü bakımından bakılınca, piyasada ilk 3 sıradaki kurucuların % 58,7 civarında ve ilk 5 sıradaki kurucuların ise % 79 civarında bir paya sahip oldukları görülmektedir.

---

<sup>21</sup> Okat, **op.cit.**, s.89.

<sup>22</sup> Sermaye Piyasalarında Gelişmeler Raporu , 2007, Sayı 2.

### 3.2.5.Serbest Fonlar

Türkiye’de hedge fonlarla ilgili yasal düzenleme 22.09.2006 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: VII, No: 29 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’ne yapılan ekleme ile 26297 sayılı resmi gazetenin yayımlanmasıyla ülkemiz mevzuatına dahil edilmiştir. Söz konusu düzenleme ile, AB’ye giriş sürecinde fon endüstrimizin hizmet kalitesinin ve çeşitliliğinin artırılmasının yanı sıra yatırımcı açısından risk-getiri beklentilerine uygun yatırım araçlarının ortaya çıkması ve hizmet kalitesindeki artışa paralel olarak yatırımcı tabanının genişlemesi amaçlanmaktadır. Türkiye’nin yeni tanışmakta olduğu serbest yatırım fonlarına Sermaye Piyasası Kurulu, 2008 yılında biri 30 milyon TL başlangıç değerli “İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Arbitraj Serbest Yatırım Fonu” diğeri 500 milyon TL başlangıç değerli “Türkiye Garanti Bankası A.Ş. Serbest Fonu”nun kuruluşuna izin vermiştir. Hedge Fonlar, bu düzenleme ile Sermaye Piyasası Kurulu tarafından “Serbest Yatırım Fonu” olarak tanımlanmıştır. Türkçe’de hedge fonların tam olarak kelime karşılığı bulunmadığı için “Serbest Yatırım Fonu” adı seçilmiş ve “serbest” kelimesi hedge fonların genel özelliklerini yeterince yansıtması açısından sektör temsilcileri tarafından da kabul görmektedir<sup>23</sup>.

Belirtilen tebliğ ile Türk Sermaye Piyasasında ilk kez “Nitelikli Yatırımcı” tanımlanmıştır. İlk halka arz tarihleri itibariyle en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişileri nitelikli yatırımcının kapsama alanına dahil edilmiştir. Bu tebliğ ile hedge fon yöneticilerinin tecrübe ve bilgi düzeylerinin diğeri fon yöneticilerine göre daha yüksek olması sağlanmıştır. Tebliğ’de bu konu “Serbest yatırım fonlarının portföy yönetimini üstlenecek yönetici şirketin yöneticilerinden ve fon kurulu üyelerinden en az birer kişinin ve söz konusu fonun portföy yöneticilerinin tümünün sermaye piyasası faaliyetleri ileri düzey lisans sınavı ile türev araçlar lisans sınavında başarılı olmaları, bu fonlar konusunda gerekli bilgi ve tecrübeye sahip olmaları zorunludur” şeklinde açıkça belirtilmiştir<sup>24</sup>.

<sup>23</sup>(Çevrimiçi)<http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2008&sayi=13&ext=.pdf>, SPK Haftalık Bülteni-2008/13, 01.03.2009.

<sup>24</sup> Sermaye Piyasalarında Gelişmeler Raporu, 2007 ,Sayı:2.

Hedge fonların katılma paylarının satışına aracılık edecek kurumların bu konuda yeterli bilgi ve deneyime sahip satış personeli istihdam etmeleri ve söz konusu fon satışlarının bu satış personeli tarafından gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Ayrıca hedge fonların katılma paylarının alım-satımı konusunda yetkili kuruluşlar, satış yapılan yatırımcıların tebliğde belirtilen nitelikli yatırımcı vasıflarına haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla zorunlu tutulmuşlardır. Tebliğde hedge fonların ilan ve reklamlarıyla ilgili çok katı sınırlamalar getirilmiştir. Hedge fonların halka arzına ve satışına ilişkin ilan ve reklam vermeleri yasaklanmıştır. İlgili tebliğ bu gibi fonların satış ve pazarlamasının nitelikli yatırımcılar ile yüz yüze yapılmasını teşvik etmektedir.

Serbest yatırım fonlarına ilişkin tebliğde hedge fonlar, fon portföyüne alınan vadeli işlem sözleşmelerinin fonun yatırım stratejisine ve karşılaştırma ölçütüne uygun olması zorunludur şeklinde tebliğde belirtilmiştir. Tabii bu durum aynı zamanda hedge fonun içtüzüklerinde yer alacak yatırım stratejileri limitleri ölçütünde gerçekleştirilebilir. Yatırım fonları için fon portföyüne riskten korunmak ve/veya yatırım amacıyla döviz, kıymetli maden, faiz, finansal göstergeler ve sermaye piyasası araçları üzerine düzenlenmiş opsiyon, forward ve finansal vadeli işlemleri açtıkları pozisyonların toplamı fonun toplam değerini geçmeyecek şekilde işlem yapabilirler<sup>25</sup>.

Serbest yatırım fonları kurulurken kurucu ile yönetici şirket, tebliğ gereği fonun yönetimine ilişkin risk yönetim sistemini de içeren iç kontrol mekanizmasını oluşturmakla yükümlüdür. Risk yönetim sistemi içinde fonun karşılaşılabileceği temel riskler tanımlanmalı, risk tanımlamaları düzenli olarak gözden geçirilip güncellenmeli ve karşılaşılan riskler portföy bazında ve enstrüman bazında karşılaştırma yapılabilecek şekilde bir risk ölçüm mekanizması geliştirilmelidir<sup>26</sup>.

Sermaye Piyasası Kurulu 28.09.2007 tarihinde serbest yatırım fonları, garantili yatırım fonları ve koruma amaçlı yatırım fonları için risk yönetim

---

<sup>25</sup> SPK, Serbest Yatırım Fonlarının Katılma Paylarının Kayda Alınma Başvurusu Aşamasında Seri: VII, No: 10 Sayılı Tebliğ,

(Çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/daireduyurukagoster.aspx?aid=74&ct=c&sumenuheader=0>  
<sup>26</sup> Şahin Alp Keler, "Portföy Yönetiminde Yeni Açılımlar ve Dinamik Portföy Yönetimi Olarak Hedge Fon Yönetimi", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2008, s.160-164.

sistemlerine ilişkin bazı ilkeler tanımlamıştır<sup>27</sup>. Bu ilkeler aşağıda belirtilmektedir.

a. Risk yönetim sistemi, fonun türev araç yatırım stratejisine, kullanılan türev araçların karmaşıklık ve risk düzeyine uygun olarak oluşturulmalı ve fonun iç kontrol sistemi ile bütünlük arz etmelidir. Risk yönetim sistemi temel olarak, fonun risk profiline uygun risk yönetim tekniklerinin kullanılması suretiyle, fonun maruz kaldığı risklerin düzenli bir şekilde tespitini, ölçümünü ve kontrolünü içermelidir.

b. Risk yönetim sisteminin genel işleyişi ve gözetimi ile borsa dışından alınan türev araçların değerlemesine ilişkin prosedürler yazılı hale getirilmeli ve fon kurulu tarafından karara bağlanmalıdır.

c. Fon portföyündeki türev araçlar nedeniyle maruz kalınan riskler tanımlanmalı, risk tanımlamaları düzenli olarak gözden geçirilip güncellenmeli ve bu risklere ilişkin bilgiye fon izahnamelerinde yer verilmelidir.

d. Fon portföyünün yönetiminden sorumlu birimden bağımsız olan, doğrudan fon kuruluna raporlama yapan, risk kontrolüne ilişkin işlemleri yerine getirebilecek bilgi ve tecrübe düzeyine sahip yeterli sayıda personel istihdamı sağlanmış olmalı ve söz konusu personel, fonun risk yönetim sisteminin oluşturulması ve uygulanması ile sorumlu olmalıdır. Bu fonksiyonlar konusunda dışarıdan hizmet alınması durumunda risk yönetiminin kontrolü ve izlenmesi fonksiyonları fon kurulu tarafından gerçekleştirilmelidir. Türev araçların sadece korunma amacıyla fon portföyüne alınması halinde bu bende uyum aranmaz.

e. Maruz kalınan risk tutarı ve riskler karşısında alınması gereken önlemler konusunda aylık olarak fon kuruluna raporlama yapılmalıdır. Türev araçların sadece korunma amacıyla fon portföyüne alınması halinde bu bende uyum aranmaz.

f. Fon kurulu üyeleri risk kontrol sürecine aktif bir şekilde dahil olmalı, risk kontrol süreci çerçevesinde üretilen raporlar fon kurulu üyeleri tarafından

---

<sup>27</sup>(Çevrimiçi)<http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2007&sayi=40&ext=.pdf> , 05.03.2009.

gözden geçirilmeli ve yazılı karara bağlanmalıdır.

g. Risk yönetim sistemi, fonun iç denetimi kapsamında yılda en az bir defa denetlenerek rapora bağlanmalıdır. Söz konusu denetim hem portföy yönetiminden sorumlu birimlerin risk yönetimine ilişkin faaliyetlerini hem de risk kontrol biriminin faaliyetlerini içermelidir.

h. Garantili yatırım fonları ve koruma amaçlı yatırım fonlarının portföylerine borsa dışından alınan türev araçlar nedeniyle maruz kalınan karşı taraf riski fon toplam değerinin %20'sini aşamaz. (Bu sınırlamaya uyumun yalnızca söz konusu varlıkların portföye dahil edilmeleri aşamasında sağlanması yeterlidir.)

i. Piyasa riski ve karşı taraf riskinin hesaplanmasında kullanılacak yöntemler konusunda fon paylarının kayda alınması başvurularında yazılı olarak Kurula bilgi verilir. Ayrıca garantili yatırım fonları ve koruma amaçlı yatırım fonlarının sürekli bilgilendirme formlarında söz konusu yöntemler hakkında bilgiye yer verilir.

j. Serbest yatırım fonlarının portföylerindeki türev araçlar nedeniyle maruz kalacakları risklere ilişkin limitler fon içtüzüklerinde belirlenir. Limitlerin aşılması halinde fon kurulu tarafından limitlere uyumun sağlanması amacıyla gerekli tedbirler alınmalı ve fon katılma payı sahiplerine iadeli taahhütlü olarak posta ile bildirimde bulunulmalıdır.

k. Borsa dışından fon portföyüne alınan türev araçlar için karşı taraftan teminat alınması halinde, her bir türev araç için alınan teminat, söz konusu türev aracın karşı taraf riskinin hesaplanmasında dikkate alınır. Bu kapsamda, nakit ya da likit olan varlıklar teminat olarak kabul edilebilecektir. Bunun yanı sıra, teminatın piyasaya göre değerlendirme sıklığı en az fonun pay fiyatının hesaplanma sıklığına eşit olmalıdır. Teminat yalnızca ihmal edilebilir risklere maruz olmalıdır..

l. Garantili yatırım fonları ve koruma amaçlı yatırım fonları tarafından borsa dışında taraf olunan ters repo sözleşmeleri çerçevesinde karşı taraftan alınan ters repoya konu varlıklar Takasbank'ta fon adına açılmış olan bir hesapta saklanır.

### 3.2.6.Borsa Yatırım Fonları

Hisse senetlerinin likidite özelliği ile yatırım fonlarının riski dağıtma özelliklerini birleştiren bir yatırım aracı olan borsa yatırım fonlarının temel avantajı, fon katılma belgelerinin hisse senetleri gibi borsada işlem görebilmesidir. Borsa yatırım fonları “endeks fon” şeklinde kurulmakta olup, baz aldığı endeks kapsamındaki hisse senetlerine/varlıklara endeksteki ağırlıkları oranında yatırım yapmaktadır. Bu sayede bu fonların katılma belgelerini satın alan yatırımcı ilgili endekse yatırım yapabilmekte, endeksin getirisinden yararlanabilmektedir<sup>28</sup>.

Borsa yatırım fonları, portföyünün en az %80'i devamlı olarak baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeks kapsamındaki menkul kıymetlerden oluşan ve baz alınan endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, baz alınan endeksi takip etmek üzere Endeks Fon olarak kurulur.

Ülkemizde, İMKB Borsa Yatırım Fonları Piyasasında 2010 yılı itibariyle toplam 9 adet borsa yatırım fonu işlem görmektedir\*. Bu fonlar genel itibariyle ve şekil şartları açısından hisse senedi gibi işlem görmektedirler. Fonlar hisse senedi, tahvil-bono ve kıymetli maden endekslerine dayalı endeks fonlarından oluşur. 2006 yılından itibaren işlem görmeye başlayan borsa yatırım fonlarında asıl amaç yatırım fonu sektörünün yatırımcı tabanını genişletmek ve fon yatırımcılarının sermayelerini tabana yayıp hacimlerini genişletmektir.

Fon portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'i, devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri de dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırılan fonlar A tipidir. A Tipi olmayanlar dahil olmak üzere borsa yatırım fonlarının katılma belgeleri menkul kıymet niteliğindedir<sup>29</sup>. Türkiye'de Ağustos 2010 itibariyle faaliyet gösteren borsa yatırım fonları EK-5'te gösterilmektedir.

<sup>28</sup> Kozanoğlu, Gür, Özden, **op.cit.**, s.96.

\*Bu fonlardan SP-IFCI Akbank BYF, fon portföyünün getiri sağlamasına rağmen katılımcısının sadece bir yatırımcı olmasından ve dolayısıyla atıl kaldığından bu fonu tasfiye sürecine gitmeye karar vermiştir.

<sup>29</sup> Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, (Seri VII No:23)

(Çevrimiçi) [http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat\\_index.html](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html) , 10.15.2010.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

# YABANCI YATIRIM FONLARININ İMKB 100 ENDEKSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN EKONOMETRİK OLARAK İNCELENMESİ

Yabancı yatırım fonlarının İMKB 100 endeksi üzerindeki etkisinin incelenmesi amacıyla yapılan bu çalışmada İMKB içerisindeki “yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranı” kullanılmıştır. Varsayılan etkinin incelenmesi amacıyla yapılan çalışmanın ilk aşamasında modelin özellikleri ortaya konulmuş, bağımlı ve bağımsız değişkenler belirlenmiş, teorik ön bilgilerden yararlanılmış ve modelin matematiksel kalıbı tayin edilmiştir.

İkinci aşamada ise (aşağıdaki 2.,3. ve 4. aşamalar) teorik olarak bahsedilen konular istatistiki birtakım verilerle değerlendirilmiş, çıkan sonuçlar yorumlanmış ve uygun testler yapılarak modelin anlamlılığı EVIEWS ve SPSS programları yardımıyla sınanmıştır.

Uygulamalı Ekonometri 4 aşamadan oluşur. Bu aşamalar aşağıda belirtilmektedir<sup>1</sup>.

1. Model Spesifikasyonu
2. Modelin Tahmini
3. Modelin Testi
4. Modelin Kullanılması

---

<sup>1</sup> Damodar N.Gujarati, **Basic Econometrics**, Çağlayan Kitabevi, 2nd ed.,Beyoğlu, İstanbul, 1988, s.33.

Yapılan araştırmada çok değişkenli, iki değişkenli ve tek değişkenli basit doğrusal regresyon modelleri kullanılmıştır. Çok değişkenli modellerde bağımlı değişkeni açıklayan birden çok bağımsız değişken vardır. Çok değişkenli doğrusal regresyon modellerinin yerine getirmesi gereken varsayımlar şu şekilde özetlenebilir<sup>2</sup>:

- Hata teriminin ortalaması 0'dır.  $E(u_i | X_{1i}, X_{2i}) = E(u_i) = 0$
- Hata terimi normal dağılmaktadır.
- Sabit varyans yani homoskedasite olmalıdır.
- Spesifikasyon hatası yoktur. Yani modelin büyüklüğünün yanlış belirlenmesi, matematiksel kalıbının yanlış belirlenmesi gibi hatalar yoktur.
- Gözlem sayısı (n), parametre sayısı (k)' dan büyük olmalıdır ( $n > k$ ).
- Bağımsız değişkenler arasında ilişki yani çoklu doğrusal bağlantı olmamalıdır.
- Otokorelasyon yoktur.  $Cov(u_i, u_j) = 0 \quad i \neq j$
- Hata terimleri ile bağımsız değişkenler arasında ilişki yoktur.
- Bağımsız değişkenlerde lme hatası olmamalıdır.
- Bağımsız değişkenler tesadüfi değildir.

Bu varsayımların yerine gelip gelmediği çalışmamızda aşama aşama incelenmiştir.

---

<sup>2</sup> Gujarati, **op.cit.**, pp.92-110.

## 4.1. Araştırma Hipotezi, Kullanılan Veri Seti ve Değişkenler

Yabancı yatırım fonlarının İMKB 100 endeksi üzerindeki etkisinin incelemesi amacıyla yapılan bu çalışmada varsayılan etki İMKB 100 endeksi üzerinde TL, USD ve EURO bazında araştırılmıştır. Bu amaçla kullanılan doğrusal regresyon analizlerinde bağımlı değişken olarak İMKB 100 endeksinin TL, USD ve EURO bazlı günlük - aylık kapanış değerleri ve aylık % değişimleri alınmıştır. Araştırma içerisindeki örneklem dahilinde Ocak 2006 – Temmuz 2010 dönemine ait 1115 adet günlük bazda kapanış değerleri, Aralık 2005 – Temmuz 2010 dönemine ait 56 adet aylık bazda kapanış değerleri ve aynı döneme ait % değişim değerleri kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak öncelikle yabancı yatırım fonlarının İMKB toplamı içerisindeki piyasa değeri oranı ile alternatif yatırım araçları olarak altın, döviz (USD ve EURO satış kapanış kuru) ve gösterge faiz oranı kullanılarak birçok farklı model sınanmıştır.

TL bazlı İMKB 100 endeksi üzerindeki etkinin incelenmesine yönelik SPSS programı yardımıyla Ocak 2006 – Temmuz 2010 dönemine ait 1115 adet günlük bazda kapanış değerleri kullanılarak yapılan analizler Ek 6, Ek 7, Ek 8 ve Ek 9 'da yer almaktadır. T ve F testi sonuçlarına göre sabit terim ve tüm bağımsız değişkenlerin ayrı ayrı ve tüm değişkenlerin birlikte 0.05 düzeyinde anlamlı oldukları görülmektedir. Ayrıca değişkenlerin birbirleri ile olan ilişkileri de iktisat teorisi ile uyum sağlamaktadır. Ancak modelde otokorelasyon olduğu görüldüğünden analize devam edilmemiştir.

USD bazlı İMKB 100 endeksi üzerindeki etkinin incelenmesine yönelik SPSS programı yardımıyla Ocak 2006 – Temmuz 2010 dönemine ait 1115 adet günlük bazda kapanış değerleri kullanılarak yapılan analizler ise Ek 10, Ek 11, Ek 12 ve Ek 13 'de yer almaktadır. Aynı şekilde T ve F testi sonuçlarına göre sabit terim ve tüm bağımsız değişkenlerin ayrı ayrı ve tüm değişkenlerin birlikte 0.05 düzeyinde anlamlı oldukları ve değişkenlerin birbirleri ile olan ilişkilerinin de iktisat teorisi ile uyum sağladığı görülmektedir. Ancak bu modelde de otokorelasyon bulunduğu için analize devam edilmemiştir.

EUR bazlı İMKB 100 endeksi üzerindeki etkinin incelenmesine yönelik SPSS programı yardımıyla aynı örneklem dahilinde yapılan analizler ise Ek 14, Ek 15, Ek 16 ve Ek 17 'de yer almaktadır. Bu modelde de daha önceki analizlerde olduğu gibi

otokorelasyon görüldüğünden analize devam edilmemiştir. Ayrıca aynı değişkenler kullanılarak aylık veriler ile farklı modeller kurulmuş fakat ekonometrik varsayımların hepsi sağlanamadığından analizlere devam edilmemiştir.

Aralık 2005 – Temmuz 2010 dönemine ait 56 adet aylık bazda kapanış değerleri kullanılarak Eviews programı yardımıyla yapılan modelleme sonucunda daha önce belirtilen ekonometrik varsayımları tam olarak sağlayan modeldeki değişkenler aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

İMKB USD: İstanbul Menkul Kıymetler 100 USD endeksi

FAİZ: Gösterge Faiz Oranı

YO: İMKB 100 içerisindeki Yabancı Yatırım Fonlarının Piyasa Değeri Oranı

DU: 2008 küresel krizin etkilerini modele yansıtan Dummy Değişken

Uygulamamızda kullandığımız değişkenlerden bağımlı değişkenimiz olan İMKB 100 USD, yatırım ortaklıkları hariç ulusal pazarda işlem gören, sektörel temsil kabiliyeti gözönünde bulundurularak seçilmiş 100 adet şirketin hisse senedi değerlerini bulunduran ve en son tescil edilmiş fiyatlar üzerinden hesaplanan bir endekstir. Her ülkenin endeks kapsamında bulunan hisse senetleri kendi ülkelerinin para biriminde işlem görmekte olup borsa endekslerinin ülkelerarası karşılaştırmasında ise ortak bir para biriminin kullanılması gerekmektedir. Ortak para birimi olarak ABD doları kullanılmaktadır. İMKB'nin "kapanış fiyatları kullanılarak hesaplanan bileşik endeksi" şu şekilde dolar bazında ifade edilmektedir<sup>3</sup>:

Örnek: 1986 yılı Ocak ayı T.C. Merkez Bankası ortalama efektif dolar alış kuru 581,91 TL ve 26.11.1997 tarihindeki İMKB-100 endeks değeri 2902 ve aynı tarihte T.C.M.B. efektif dolar alış kuru 191.020 TL'dir. 1986 yılı Ocak ayı baz dönem olarak alınıp, aynı dönem için ABD doları bazındaki endeks değeri 100 olarak kabul edildiğinde 26.11.1997 tarihindeki dolar bazında İMKB-100 endeksi;

$$\text{İMKB-100} = (2.902 / 191.020 \text{ TL}) * 581,91 \text{ TL} * 100 = 884$$

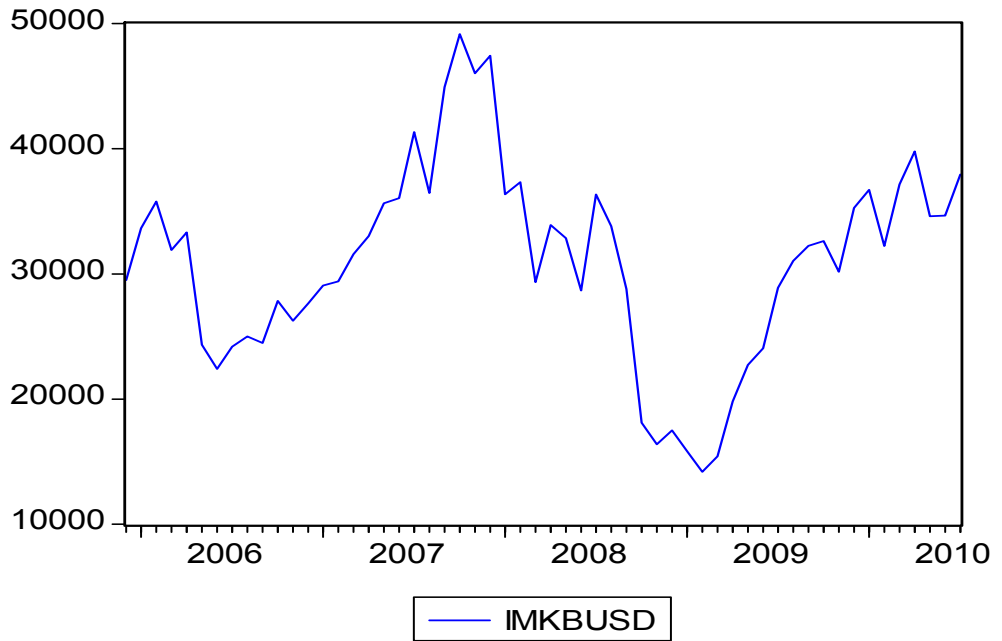
<sup>3</sup>(Çevrimiçi), <http://www.idealborsa.com/kapanis-fiyatlarindan-hesaplanan-imkb-100-endeksini-abd-dolari-bazinda-gosterme.html>, 24.09.2010.

olarak hesaplanır. Baz olarak alınan tarihteki Dolar/TL paritesi ile cari dönemdeki parite arasındaki değişim endekse yansıyacağı için, bu iki dönemdeki paritelerin bilinmesi gerekmektedir.

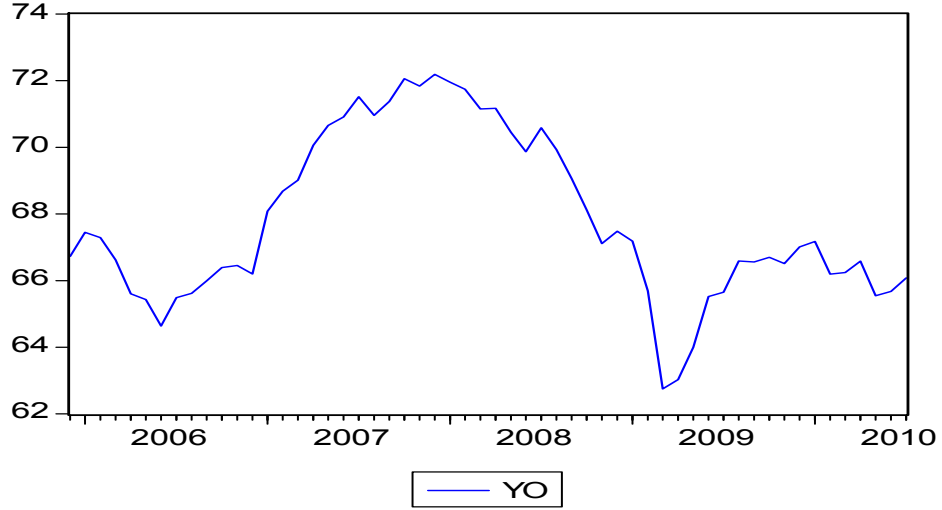
Bağımsız değişken olarak kullandığımız FAİZ gösterge faiz oranını, YO İMKB içerisindeki yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranını, DU ise dummy değişkeni ifade etmektedir. Dummy (kukla ya da gölge ) değişken 2008 yılında ortaya çıkan küresel finansal krizin etkilerini modele yansıtmak amacıyla kullanılan değişkendir. Bu değişken 2008 Kasım ayına kadar “0” değeri alırken bu tarihten itibaren “1” değeri olarak modele dahil edilmiştir.

## 4.2. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere Ait Çizgi Grafikleri

**Grafik 4.1:** İMKB 100 USD Çizgi Grafiği

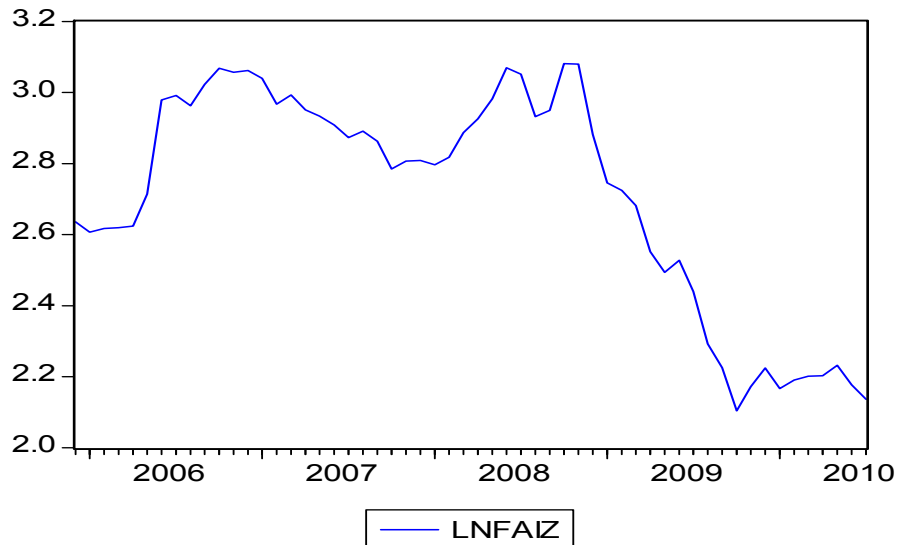


**Grafik 4.2:** YO (İMKB içerisindeki Yabancı Yatırım Fonlarının Piyasa Değeri Oranı) Çizgi Grafiği



2005/12 - 2010/7 dönemine ait İMKB 100 USD çizgi grafiği Grafik 4.1'de, YO çizgi grafiği Grafik 4.2'de görülmektedir. Değişkenlere ait çizgi grafiklerinden açıkça görüldüğü üzere İMKB 100 USD endeksi ile yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranına ait grafiklerin benzerlikleri dikkat çekicidir. Bu iki değişkenin nerdeyse birebir aynı yönlü hareket ettiği görülmektedir. İktisat teorisiyle de uyumlu olarak alternatif yatırım aracı olan gösterge faiz oranının ise ters yönlü hareketi grafiklerden izlenmektedir. Gösterge faiz oranının yine aynı yıllar arasındaki çizgi grafiği Grafik 4.3'de yer almaktadır.

**Grafik 4.3:** FAİZ (Gösterge Faiz Oranı) Çizgi Grafiği



### 4.3. Modelin Tahmini ve Parametre Anlamlılıklarının Sınanması

İktisat teorisinden yola çıkarak modelin matematiksel kalıbı birim farkından arındırma nedeniyle tam logaritmik olarak belirlenmiştir. Modelde bağımlı değişken olarak İMKB 100 USD endeksi kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak ise gösterge faiz oranı, İMKB 100 içerisindeki yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranı ve dummy değişkenleri kullanılmıştır. Modelde yer alan değişkenler simgeleri ile birlikte aşağıda sıralanmıştır.

#### **Bağımlı Değişken:**

\* İMKB 100 USD endeksi (İMKB USD)

#### **Bağımsız Değişkenler:**

\* Gösterge faiz oranı (FAİZ)

\* İMKB 100 içerisindeki yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranı (YO)

\* Dummy değişkeni (DU)

Tam logaritmik olarak kurulan modelin matematiksel kalıbı aşağıda belirtilmiştir.

#### **Model-1:**

$$\text{LNİMKBUSD} = \beta_0 - \beta_1 \text{LNFAİZ} + \beta_2 \text{LNYO} + \text{DU}$$

Ekonometrik modelin sonuçları Tablo 4.1'de yer almaktadır.

**Tablo 4.1:** Modelin Tahmini- 1

Bağımlı Değişken: LNIMKBUSD				
Yöntem: En Küçük Kareler Yöntemi				
Tarih: 09/23/10 Zaman: 20:48				
Örnekleme: 2005/12 -2010/07				
Gözlem sayısı: 56				
Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	Olasılık
C	-6.017977	2.443914	-2.462434	0.0171
LNFAIZ	-0.942700	0.084200	-11.19596	0.0000
LNYO	4.516833	0.572359	7.891606	0.0000
DU	-0.447902	0.060291	-7.428998	0.0000
R <sup>2</sup>	0.809327	Bağımlı değişken ort.		10.30217
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.798327	S.D. bağımlı değişken		0.284179
Reg. Standart hata	0.127619	Akaike kriteri		-1.210786
Kalıntıların top. karesi	0.846903	Schwarz kriteri		-1.066118
Log olasılık	37.90201	F-istatistiği		73.57292
Durbin-Watson istatistiği	1.059279	Olasılık(F-istatistiği)		0.000000

R<sup>2</sup>, modeldeki bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama yüzdesidir. Tablo 4.1'de yer alan modelin tahmini sonuçlarına göre modelimizde R<sup>2</sup> değerimiz 0.809327' dir. Bu değer, İMKB 100 USD endeksindeki değişimin % 81'inin FAİZ, YO (yabancı yatırım fonlarının İMKB 100 endeksi içerisindeki piyasa değeri oranı) ve DU (Dummy) değişkenleri tarafından açıklanabildiğini göstermektedir.

Sabit terim; FAİZ, YO ve DU değişkenleri "0" olduğunda, İMKB 100 USD endeksinin alacağı değeri gösterir. Modelimizde bu değer -6.018 olduğu görülmektedir.

Logaritmik bir modelde çalıştığımız için, B1 ve B2 katsayıları esneklik değerleridir. Modelimizde FAİZ değişkenimizin katsayısı B1 -0.94'tür. Bu değer YO

ve DU değişkenleri sabitken, FAİZ değişkeninde meydana gelen % 1' lik değişimin İMKB 100 USD değerinde % 0.94'lük bir azalışa neden olacağını ifade etmektedir. Bu da iktisat teorisi ile uyumludur.

B2 ise YO değişkenimizin katsayısı olup bu değer 4.52'dir. B2, FAİZ ve DU değişkenleri sabitken, YO değişkeninde meydana gelen % 1' lik değişimin İMKB 100 USD değerinde % 4.52'lik artışa neden olacağını göstermektedir. Bu araştırma hipotezini doğrular niteliktedir.

FAİZ değişkenin katsayısı negatiftir yani gösterge faiz fiyatları yükseldikçe endeksin değeri düşecektir. Oysa YO değişkeninin katsayısı pozitifdir. Dolayısıyla, İMKB 100 içerisindeki yabancı yatırımın fonlarının piyasa değeri arttıkça, endeksin değeri artacaktır.

T ve F testi sonuçlarına göre sabit terim ve tüm bağımsız değişkenlerin ayrı ayrı ve tüm değişkenlerin birlikte 0.01 düzeyinde anlamlı oldukları görülmektedir.

#### **4.4. Modelde Varsayımdan Sapmaların Araştırılması**

Bu kısımda modelde otokorelasyon, heteroskedasite, normal dağılım ve spesifikasyon hatalarının varlığının araştırmasına yönelik testler yapılacaktır.

##### **4.4.1. Modelde Otokorelasyon Varlığının Araştırılması**

Otokorelasyon modelde oluşan hata terimlerinin birbirlerini takip eden değerleri arasında ilişki olması durumudur. Modelimizde aylık veriler ile çalışıldığından otokorelasyon varlığı Breusch- Godfrey Correlation LM Testi ile test edilmektedir<sup>4</sup>.

Ho: Otokorelasyon yoktur.

H1: Otokorelasyon vardır.

$nR^2$  değeri s serbestlik derecesinde  $X^2$  tablo değerinden büyükse Ho hipotezi reddedilerek otokorelasyon varlığı kabul edilir. EK-18'de yer alan Breusch- Godfrey Correlation LM Testi sonuçları dikkate alındığında  $nR^2$  19.28'dir. 0.01 anlamlılık

---

<sup>4</sup> Gujarati, **op.cit.**, p.353.

düzeyi ve s 12 serbestlik derecesinde  $X^2$  tablo değeri 26.21'dir. Bu durumda  $H_0$  hipotezinin kabul edildiği ve modelde otokorelasyonun olmadığı görülmektedir.

#### 4.4.2. Modelde Heteroskedasite Varlığının Araştırılması

Değişkenlerin gözlemler itibari ile sabit varyanslı olmaması durumuna heteroskedasite denir. Heteroskedasite durumu homoskedasite varsayımı ile ters düştüğünden istenmeyen bir durumdur. Bu varsayımdan sapmayı incelemek için White-Heteroskedasticity testi kullanılmaktadır<sup>5</sup>.

$H_0$  : Modelde homoskedasite vardır. (Sabit varyans )

$H_1$  : Modelde heteroskedasite vardır. (Değişen varyans )

EK-19'da yer alan White Heteroskedasticity Testi sonuçlarına göre  $nR^2$  değerimiz 4.94' dir. Burada serbestlik derecemiz yan regresyon denklemindeki bağımsız değişken sayısıdır. 5 serbestlik derecesi ile 0.01 anlamlılık düzeyinde  $X^2$  tablo değerimiz 15.08 ' dir.

$nR^2 < X^2$  tablo olduğu için  $H_0$  hipotezinin kabul edildiği ve modelde homoskedasite olduğu görülmektedir.

#### 4.4.3. Modelde Normal Dağılımın Araştırılması

Modelde kullanılan veri seti 56 adet aylık gözlemden oluştuğu için ( $n > 30$ ) normal dağılımın olup olmadığının sınanması amaçlı Jarque-Bera testi yapılır.

$H_0$  : Kalıntılar normal dağılmaktadır.

$H_1$  : Kalıntılar normal dağılmamaktadır.

EK-20'de yer alan Jargue –Bera testi sonuçlarına göre JB test istatistiği 7.02, 0.01 anlamlılık düzeyinde 2 serbestlik derecesi ile  $X^2$  tablo değerimiz 9.21'dir. JB test istatistiği  $< X^2$  tablo olduğu için  $H_0$  hipotezinin kabul edildiği ve modelin normal dağıldığı görülmektedir.

---

<sup>5</sup> Gujarati, **op.cit.**, p.320.

#### 4.4.4. Modelde Spesifikasyon Hatalarının Varlığının Araştırılması

Modelde spesifikasyon hatalarının varlığı iki şekilde test edilir. Bunlardan ilki modele gereksiz bir değişkenin alınmasının testidir. Değişkenlerin modelde yer alıp almamasına t testi ile karar verilir. Bütün değişkenlerin bir arada anlamlılıkları F testi ile sınılanır. Bu modelde hem F hem de t testleri anlamlı olduklarından modelde gereksiz bir değişken yoktur.

Modele gerekli bir değişkenin alınmaması ile de spesifikasyon hatasına yol açılabilir. Gerekli değişkeni model dışında bırakma genellikle teorik bilgi eksikliğinden kaynaklanır. Bu durum heteroskedasite ve otokorelasyona neden olur. Parametreler eğilimsiz, tutarsız fakat anlamlı olurlar. Bu modelde heteroskedasite ve otokorelasyon gibi varsayımdan sapmalar olmadığından gerekli bir değişkenin model dışında bırakılmış olduğundan şüphelenilmemektedir<sup>6</sup>.

Modelin spesifikasyonunun doğru olup olmadığını anlamak için Ramsey-Reset testi yapılır. Bu testte bağımlı değişkenin tahmini değerlerinin kareli, küplü halleri bağımsız değişken olarak modele dahil edilir.

Ho: Modelde spesifikasyon hatası yoktur.

H1: Modelde spesifikasyon hatası vardır.

EK-21'deki Ramsey RESET Testi sonuçlarına göre  $F_{ist}=0.44$ ' dür. h kısıt sayısı ve n-k serbestlik derecesi ile  $F_{tab s.d} (0.01;1;51)=7.08$ 'dir.  $F_{tab}>F_{ist}$  olduğundan modelde spesifikasyon hatasının olmadığını söyleyen Ho hipotezi kabul edilir.

Modelimizde R2 değeri yüksek, t testleri ve F testi sonucu katsayılarımız anlamlı çıktığından dolayı çoklu doğrusal bağlantıdan şüphelenilmemektedir.

---

<sup>6</sup> Gujarati, **op.cit.**, p.402.

#### 4.5. İki değişkenli ve Tek değişkenli Regresyon Modelleri ile İMKB’de Yabancı Payının % Değişiminin Etkisinin İncelenmesi

İMKB’de yabancı payının % değişiminin etkisini göstermek amacıyla kullanılan iki değişkenli doğrusal regresyon denkleminde bağımlı ve bağımsız değişkelerimizin t-1 dönemine göre % değişim değerleri kullanılmıştır. Modellerimizdeki değişkenler;

##### **Bağımlı Değişken:**

\* İMKB 100 USD % değişimi:  $((İMKB\ USD_t - İMKB\ USD_{t-1}) / İMKB\ USD_{t-1}) * 100$

##### **Bağımsız Değişkenler:**

\* Gösterge faiz oranı (FAİZ)

\* İMKB 100 içerisindeki yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranındaki % değişimi (YO) :  $((YO_t - YO_{t-1}) / YO_{t-1}) * 100$

Modelin matematiksel kalıbı aşağıda belirtilmiştir.

##### **Model -2:**

$$İMKBUSD = \beta_0 - \beta_1 FAİZ + \beta_2 YO$$

2005/12 – 2010/07 dönemlerine ait aylık % değişim değerleri ve Newey-West yöntemi (varyans ve otokorelasyon tutarlı kovaryans matrisi) kullanılarak yapılan model sonuçları aşağıda Tablo 4.2’ de yer almaktadır. Model sonuçlarına göre 0.1 anlamlılık düzeyinde T ve F testleri anlamlıdır. Ayrıca EK-22’de yer alan Jargue –Bera testi sonuçlarına göre modelin normal dağıldığı ve EK-23’te yer alan Ramsey RESET testi sonuçlarına göre ise modelde spesifikasyon hatasının bulunmadığı görülmektedir. R<sup>2</sup> değerimiz 0.26 olup bu değer, İMKB 100 USD endeksindeki %’sel değişimlerin % 26’sının FAİZ ve YO değişkenindeki % değişimlerden kaynaklandığını ifade etmektedir.

**Tablo 4.2:** Modelin Tahmini- 2

Bağımlı Değişken: IMKBUSD				
Yöntem: En Küçük Kareler Yöntemi				
Tarih: 09/23/10 Zaman: 20:55				
Örneklem: 2006/2 -2010/07				
Gözlem sayısı: 54				
Newey-West HAC Standart Hata & Kovaryans (lag truncation=3)				
Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	Olasılık
C	8.937809	4.384491	2.038506	0.0467
FAIZ	-0.479542	0.263965	-1.816689	0.0751
YO	5.348484	2.096571	2.551063	0.0138
R <sup>2</sup>	0.256276	Bağımlı değişken ort.		1.204825
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.227111	S.D. bağımlı değişken		13.24140
Reg. Standart hata	11.64106	Akaike kriteri		7.800907
Kalıntıların top. Karesi	6911.230	Schwarz kriteri		7.911406
Log olasılık	-207.6245	F-istatistiği		8.786931
Durbin-Watson istatistiği	2.188032	Olasılık(F-istatistiği)		0.000526

İMKB'de yabancı payının % değişiminin etkisini göstermek amacıyla kullanılan tekli doğrusal regresyon denkleminde bağımlı ve bağımsız değişkenimizin t-1 dönemine göre % değişim değerleri kullanılmıştır. Modelimizdeki değişkenler;

**Bağımlı Değişken:**

\* İMKB 100 USD % değişimi:  $((İMKB USD_t - İMKB USD_{t-1}) / İMKB USD_{t-1}) * 100$

**Bağımsız Değişken:**

\* İMKB 100 içerisindeki yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranındaki % değişimi (YO) :  $((YO_t - YO_{t-1}) / YO_{t-1}) * 100$

Modelin matematiksel kalıbı aşağıda belirtilmiştir.

**Model-3:**

$$İMKBUSD = \beta_0 + \beta_2 YO$$

2005/12 – 2010/07 dönemlerine ait aylık % değişim değerleri ve Newey-West yöntemi kullanılarak yapılan model sonuçları aşağıda Tablo 4.3' de yer almaktadır. Model sonuçlarına göre 0.05 anlamlılık düzeyinde T ve F testleri anlamlıdır. Ayrıca EK-24'te yer alan Jargue –Bera testi sonuçlarına göre modelin normal dağıldığı ve EK-25'te yer alan Ramsey RESET Testi sonuçlarına göre ise modelde spesifikasyon hatasının bulunmadığı görülmektedir. R<sup>2</sup> değerimiz 0.23 olup bu değer, İMKB 100 USD endeksindeki %'sel değişimlerin % 23'ünün yalnızca YO değişkenindeki % değişimlerden kaynaklandığını ifade etmektedir.

**Tablo 4.3:** Modelin Tahmini- 3

Bağımlı Değişken: IMKBUSD				
Yöntem: En Küçük Kareler Yöntemi				
Tarih: 09/23/10 Zaman: 21:55				
Örnekleme: 2006/2 -2010/07				
Gözlem sayısı: 54				
Newey-West HAC Standart Hata & Kovaryans (lag truncation=3)				
Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	Olasılık
C	1.322375	1.541182	0.858027	0.3948
YO	5.334205	2.134758	2.498740	0.0157
R <sup>2</sup>	0.231050	Bağımlı değişken ort.		1.204825
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.216263	S.D. bağımlı değişken		13.24140
Reg. Standart hata	11.72247	Akaike kriteri		7.797226
Kalıntıların top. Karesi	7145.652	Schwarz kriteri		7.870893
Log olasılık	-208.5251	F-istatistiği		15.62469
Durbin-Watson istatistiği	2.107295	Olasılık(F-istatistiği)		0.000234

## 4.6. Araştırma Sonuçlarının Değerlendirilmesi

İMKB 100 içerisinde yer alan yabancı yatırım fonlarının İMKB 100 endeksi üzerindeki etkisini araştırdığımız bu çalışmada yapılan tüm testler sonucunda aşağıda belirtilen tüm modellerin anlamlı olduğu görülmektedir.

### Model-1 :

$$\text{LNİMKBUSD} = -6.017977 - 0.94 \text{ LNFAİZ} + 4.52 \text{ LNYO} - 0.45 \text{ DU}$$

Çoklu doğrusal regresyon yöntemiyle yapılan tam logaritmik model sonuçlarına bakıldığında yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranının İMKB 100 USD endeksi üzerindeki etkisinin pozitif yönde ve yüksek olduğu görülmektedir. Varsayılan etkinin gösterilmesi amacıyla kurulan modelin tahmin gücü %81'dir. Bunun anlamı İMKB 100 USD endeksindeki değişimlerin %81'lik kısmının, değişkenlerimiz (gösterge faiz oranı, yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranı ve dummy değişkeni) tarafından aıklanabildiğidir. İdeal modelimizde R<sup>2</sup> değeri yüksek, t testleri ve F testi sonucu katsayılarımız anlamlıdır. Modelimizde otokorelasyon, heteroskedasite ve spesifikasyon hatalarının bulunmadığı ve normal dağılımın olduğu görülmektedir.

### Model-2:

$$\text{İMKBUSD} = 8.937 - 0.47 \text{ FAİZ} + 5.34 \text{ YO}$$

İMKB 100 USD, FAİZ ve YO değişkenlerindeki % değişim değerleri ve Newey- West yöntemi kullanılarak yapılan model sonuçlarına bakıldığında yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranındaki % değişimin İMKB 100 USD endeksinin % değişimi üzerindeki etkisinin pozitif yönde ve yüksek olduğu görülmektedir. Varsayılan etkinin gösterilmesi amacıyla kurulan modelin tahmin gücü %26'dır. Bunun anlamı İMKB 100 USD endeksindeki %'sel değişimlerin %26'lık kısmının, FAİZ ve YO değişkenlerimizdeki %'sel değişimler tarafından aıklanabildiğidir.

### **Model-3:**

$$\text{İMKBUSD} = 1.3223 + 5.33 \text{ YO}$$

İMKB 100 USD ve YO değişkenlerindeki % değişim değerleri ve Newey-West yöntemi kullanılarak yapılan model sonuçlarına bakıldığında yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranındaki % değişimin İMKB 100 USD endeksinin % değişimi üzerindeki etkisinin pozitif yönde ve yüksek olduğu görölmektedir. Varsayılan etkinin gösterilmesi amacıyla kurulan modelin tahmin gücü %23'tür. Bunun anlamı İMKB 100 USD endeksindeki %'sel değişimlerin %23'lük kısmının sadece YO değişkenimiz tarafından açıklanabildiğidir. Bu oran tek değişken için oldukça yüksek bir açıklama yüzdesidir.

Ekonometrik varsayımların tümünü yerine getiren modellerimiz iktisat teorisi ile de uyumludur. Modellerimizde FAİZ değişkeninin katsayısı negatiftir. Bunun anlamı gösterge faiz fiyatları yükseldikçe endeksin değerinin ve % değişim değerinin düşeceğidir. Türkiye'de yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranı ortalama %66 civarında olup bu fonların İMKB 100 endeksi üzerindeki etkisinin yüksek olacağı da beklenen bir durumdur. Modellerden de görüldüğü üzere YO değişkeninin katsayısı pozitifdir. Dolayısıyla, İMKB 100 içerisindeki yabancı yatırımın fonlarının piyasa değeri arttıkça, endeksin de değeri artacaktır. Tüm bu sonuçlar İMKB endeks performansı ile yabancı yatırım fonları payının birlikte aynı yönde hareket ettiği yönündeki hipotezimizi desteklemektedir.

## SONUÇ

Birçok gelişmiş ülke ekonomisinde olduğu gibi, Türkiye'nin de hızlı ve istikrarlı bir şekilde kalkınabilmesi için kurumsal yatırım sektörüne büyük sorumluluklar düşmektedir. Sermaye piyasalarında kurumsal yatırım sektörünün en önemli enstrümanı yatırım fonlarıdır. Yatırım fonları sağladığı önemli avantajlar nedeniyle yatırımcıların en çok tercih ettiği araçların başında gelmektedir.

Finansal piyasalarda yeni bir yatırım türü olarak karşımıza çıkan hedge fonlar 1990'ların başından itibaren başta ABD olmak üzere dünyadaki birçok ülkede popüler bir yatırım aracı haline gelmiştir. Kısa vadede kazanılan büyük karlar ile gerek yatırımcı sayısı gerek ise yatırım hacmi olarak kısa sürede büyük rakamlara ulaşmıştır. Kontrolden uzak olan ve denetime tabi olmayan hedge fonlar bu sayede kısa sürede popüler olmuşlardır.

Yapısal olarak küresel finans piyasalarında kısa sürede çok fazla yer değiştirebilen hedge fonlar birçok ekonomist tarafından sıcak para olarak da ifade edilmektedir. Fon yöneticileri sadece kar odaklı stratejiler belirledikleri için yapılan yüksek hacimli hareketler gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını bozmakta ve kırılganlıklarını arttırmaktadır.

Hedge fonlarda belirli bir varlığın üzerinde olan bireysel ve kurumsal yatırımcılara hizmet verdikleri için bilgi edinme ve veri toplama çok zordur. Geçmişe yönelik performans verileri sadece fon müşterileri ile paylaşılmaktadır. Denetime tabi olmamaları şeffaf olmalarını engelleyerek fonların bu yönüne eleştiri getirmektedir.

Finansal sistemi düzgün işleyen, varlık değeri olarak yüksek ve derin olan piyasalarda hedge fonlar başarılı bir finansal enstrüman olarak yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır. Varlık değeri küçük olan piyasalarda özellikle de az gelişmiş ülkelerde yüksek değerli hedge fonlar kolaylıkla spekülatif hareket yapabilmektedir. Bu nedenle ülkemizde yeni bir finansal enstrüman olan ve serbest fon adıyla karşımıza çıkan hedge fonlara temkinli yaklaşılmalıdır.

Son on yıl içerisinde hızlı bir şekilde büyüyen hedge fonlar global finansal piyasalar içerisinde hâlâ küçük bir paya sahiptirler. Ancak buna karşın, bazı piyasalardaki yüksek işlem hacimleri ve açığa satışı, kaldıraç ve türev ürünleri yaygın olarak kullanmaları nedeniyle hedge fonların faaliyetleri, finansal piyasalar açısından bazı riskler doğurabilmektedir.

Hedge fonların kuruldukları ülkelerdeki menkul kıymetlere ilişkin kanun ve düzenlemelerden genellikle muaf olmaları, kamuyu aydınlatma ve kayda ilişkin yükümlülüklerinin bulunmaması gibi nedenlerle düzenleyici otoriteler hedge fonlar hakkında yeterince bilgi sahibi olamamaktadır. Bu nedenlerle düzenleyici otoriteler hedge fonlara ilişkin olarak yaşanan olumsuzluklardan geç haberdar olmakta, gerekli önlemleri alamamaktadır.

Bütün olumsuz yönlerine rağmen, hedge fonların finansal piyasalar açısından da çeşitli faydaları bulunmaktadır. Hedge fonlar; doğru fiyatın oluşmasını sağlayarak ve fiyat dengesizliklerini gidererek piyasa etkinliğine ve likiditenin artmasına katkıda bulunmaktadır. Varlık fiyatlarının gelecekte ne olacağına veya varlıkların yanlış fiyatlandırıldığına ilişkin öngörülerine dayalı olarak spekülasyon yapan hedge fonlar, riski transfer etmek isteyenlerden riski alan taraf oldukları için riskin dağıtımına ve dolayısıyla da piyasaların sağlıklı bir şekilde işleyişine katkıda bulunmaktadır. Hedge fonların geleneksel yatırım araçlarının dışında özellikle kredi türevleri, mali sıkıntı içindeki şirketlerin menkul kıymetleri, likit olmayan menkul kıymetler, gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetleri, tezgah üstü türev ürünler gibi piyasalarda yoğun işlem yapmaları, bu piyasalarda likiditenin artmasını sağlamakta ve riskin transfer edilebilmesine imkan vermektedir.

Yatırımcılar kazançlarını arttırmak adına portföylerini çeşitlendirirken yerli yatırım fonlarının yanı sıra yabancı yatırım fonlarına da yönelebilmektedir. Dünya yatırım piyasalarında hızla büyümekte olan hedge fonlar ülkemizde “serbest yatırım fonları” başlığı altında faaliyet göstermektedir.

Yatırımcıların, para ve sermaye piyasaları oturmuş (gelişmiş) bir ülkeden elde edebileceği kazancın 10 katını geliştirmekte olan ülkelere elde edebilme

şansının bulunması, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımlarının olmasına neden olmaktadır. Günümüzde kamu finansman açığı yaşayan birçok ülke, yüksek reel faiz politikası izleyerek kısa vadeli yabancı fonların ülkeye girişini özendirmektedir. Böylece, yüksek faiz oranlarının çekici etkisi ile ülkeye giren yabancı fonlar, ülkenin döviz ve bütçe açığını azaltarak ülkeye geçici bir rahatlık sağlamaktadır. Fakat ekonomide ve siyasette bazı olumsuz gelişmelerin ortaya çıkması ve geleceğe yönelik beklentilerin bozulması durumunda, yabancı fonlar ani bir şekilde ve kitleler halinde ülkeyi terk edebilmektedir.

Türkiye gelişmekte olan ülkeler arasında olup canlı repo piyasası, hazinenin borçlanma ihtiyaçlarının sürekliliği ve bütün buralardan elde edilen vergi dışı yüksek faiz getirileri Türkiye'yi önemli bir yatırım merkezi yapmaktadır. İşlem hacmi itibarıyla diğer dünya borsalarına göre nisbeten küçük olmakla birlikte, İMKB'deki karlılık avantajları ülke ekonomisinin dinamizmini göstermektedir. Türkiye'de yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranı ortalama %66 civarında olup bu fonların İMKB üzerindeki etkisinin yüksek olacağı beklenen bir durumdur.

Araştırmamız son birkaç yıldır Türkiye'de faaliyet gösteren hedge fonları da kapsayan yabancı yatırım fonlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) üzerindeki etkisinin incelenmesi amacıyla yapılmıştır. Bu doğrultuda İMKB içerisindeki Aralık 2006 -Temmuz 2010 dönemine ait 56 adet aylık "yabancı yatırım fonlarının piyasa değeri oranı" kullanılmıştır. Varsayılan etki İMKB 100 TL, İMKB 100 USD ve İMKB 100 EURO endeksi üzerinde araştırılmıştır. Ekonometrik yönden anlamlı ve iktisat teorisi ile de uyumlu olan modellerimizde İMKB 100 USD endeksi ve % değişim değeri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Çok değişkenli modelin tahmin gücü yüksek ve yabancı yatırım fonlarının piyasa değerinin endeks üzerindeki etkisi pozitifdir. İki değişkenli doğrusal regresyon modelimizin sonucunda da pozitif etki ortaya konulmuştur. Tek değişkenli model sonucunda İMKB 100 USD endeksindeki %'sel değişimlerin %23'lük kısmının sadece yabancı yatırım fonlarının piyasa değerindeki % değişimler tarafından açıklanabildiği görülmüştür. Bu oran tek değişken için oldukça yüksek bir açıklama yüzdesidir. Ekonometrik yönden anlamlı olan tüm model sonuçlarına göre yabancı yatırım fonları oranının İMKB 100 endeks üzerindeki etkisinin pozitif yönde ve yüksek olduğu görülmekte olup araştırma hipotezimiz doğrulanmıştır.

## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

- Anita, K. Krug : **The Hedge Fund Transparency Act of 2009**, Berkeley Law University of California, 2009.
- Anson, Mark J.P. : **Handbook of Alternative Assets**, 1.bs., Wiley, New Jersey, 2006.
- Bakdur, Alper : **Bankacılık Sektörünü Düzenleyen Kurumların Yapıları: Ülke Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneri**, 1.bs., SPK Yayınları, Ankara, 2003.
- Becker, Brandon ve Colleen Doherty-Minicozzi : **Hedge Funds in Global Financial Markets**, 2.bs., Wiley, New Jersey, 2000.
- Brown, Stephen J. : **Hedge Funds with Style**, 1.bs., Yale International Center for Finance, 2007.
- Gujarati ,Damodar N. : **Basic Econometrics**, Çağlayan Kitabevi, 2nd ed., Beyoğlu, İstanbul, 1988.
- Coggan, Philip : **Guide to Hedge Funds**, New York: Bloomberg Pres, 2008.
- Cottier, Dr. Philipp : **Hedge Funds and Managed Futures**, Paul Haupt Publishers, İsviçre, 1997.
- Çankaya, İslam : **Dönem Karının Vergilendirilmesi, Dağıtım-Muhasebesi**, Seçkin Yayınevi, Ankara, 1995.
- Ertuş, V. , Tuncel, K.; Teker, B. : **Yatırım Fonları Türkiye Uygulaması**, Yayın no:103, Ankara, 1997.
- Gregoriou, Gref N. : **Funds of Hedge Funds**, 1.bs., New York: Elsevier' s Science, 2006.
- Gremillion, Lee : **Mutual Fund Industry Hand Book: A Comprehensive Guide for Investment Professionals**, Published by John Wiley&Sons.Inc, Hoboken, New Jersey, 2005, p.35.
- Günel, Vural : **Hukuki Açidan Sermaye Piyasası Faaliyetleri: Araçlar-Kurumlar**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 1997.

- Haslem, John A. : **Mutual Funds, Risk and Performance Analysis for Decision Making**, Blackwell Publishing, Malden, USA, 2003.
- Jaeger, Robert : **All About Hedge Funds**, New York: Mc Graw Hill, 2003.
- Karacabey, Argun : **A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**, Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları, No: 21, Ankara,1995.
- Kirschner, Sam; Mayer, Elton; Kesler, Lee : **The Investor's Guide to Hedge Funds**, 1.bs., Wiley, New Jersey, 2006.
- Kılıç, Saim : **Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 2002.
- Kırman, Ahmet : **Yatırım Fonları, Katılma Belgeleri ve Vergilendirme Esasları**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No:212, Ankara, 1999.
- Kozanoğlu, Hayri ; Gür , Nurullah ve Özden, Barış Alp : **Neoliberalizmin Gerçek 100'ü"**, 2.bsk., İstanbul, Kasım 2008.
- Konuralp, Gürel : **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Basın Yayın Dağıtım, 1.bs., İstanbul, 2001
- Krug, Anita K. : **The Hedge Fund Transparency Act of 2009**, 1.bs., Berkeley Law University of California, 2007.
- Lhabitant, François-Serge : **Handbook of Hedge Funds**, 1.bs., Wiley, Chichester, 2006.
- McCrary, Stuart A. : **Hedge Fund Course**, 1.bs., USA, Wiley, 2005
- Nelken, Izzy : **Hedge Fund& Investment Management**, 1.bs., Oxford: Elsevier, 2006.
- Nicholas, Joseph G. : **Hedges Fund of Funds Investing**, 2.bs., Oxford: Bloomberg Press, 2004.
- Nomer, Füsun : **Yatırım Ortaklıkları**, Beta Yayınları, İstanbul, 2003.

- Okat, Yalçın Özge : **Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları**, Seçkin Yayıncılık, İstanbul, 2009, s.54.
- Stefanini, Filippo : **Investment Strategies of Hedge Funds**, 1. bs., Wiley, New Jersey, 2006.
- Strachman, Daniel; Bookbinder, Richard : **Fund of Funds Investing**, Published by John Wiley, New Jersey, 2010.
- Strachman, Daniel A : **The Fundamentals of Hedge Fund Management**, 1.bs., Wiley, New Jersey, 2007.
- Tanör, Reha : **Türk Sermaye Piyasası**, Beta Yayınları, C.1, 2.bs., İstanbul, 1999.
- Terzi, Nuray : **Hedge Fonları& Küresel Finansal Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, 1. bs., Beta Yayınları, İstanbul, 2009.
- Tevfik, Gürman : **Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları**, Türkiye İş Bankası Yayınları, İstanbul,1995.
- Uyanık, Atilla : **Finansal Ürünlerin Vergilendirilmesi ve Yasal Düzenlemeler Açısından Değerlendirilmesi**, SPK Yayınları, No:79, Ankara, 1997.
- Wolfinger, Mark D. : **Create Your Own Hedge Fund : Increase Profits and Reduce Risk with ETF's and Options**, 2.bs., Wiley, New Jersey, 2005.

## **SÜRELİ VE DİĞER YAYINLAR**

- Akbulak, Sevinç : “Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri”, **SPK Araştırma Raporu**, Ankara, 2008.
- Akel, Veli : “Portföy Performansının Devamlılığının Analizi: Türkiye’deki Yatırım Fonları Örneği”, **Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kayseri, 2006.
- Alantar, Doğan : "Hedge Fonlarda Regülasyon Zamanı, **Yaklaşım Dergisi**, Aralık 2008.

- Anbar, Adem "Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri", **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, C.8, Sayı:27, 2009.
- Bakdur, Alper : "Bankacılık Sektörünü Düzenleyen Kurumların Yapıları: Ülke Uygulamaları ve Türkiye Önerisi" , **Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları**, Ankara, 2003.
- Blake C.R. ,Elton E.J. &Gruber M.J. : "The Performance of Bond Mutual Funds", **Journal of Business**, Vol. 66, 1993,.
- Biggs, Barton "Hedge Fonlar Harap", **Newsweek Türkiye**, February 2008.
- Billio, Monica; Getmansky , Mila and Pelizon, Lioriana : "Crises and Hedge Fund Risk", September 7, 2009.
- Chambers, Nurgül : " Hedge Fonlar", **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, C.1, Sayı:1, Haziran 2008.
- Dağlar, Hüseyin : "Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi", **Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Isparta, 2006.
- Fıkırhoca, Ekin : "Alternatif Yatırım Araçları", **Sermaye Piyasasında Gündem**, TSPAKB, Sayı 41, Ocak 2006.
- Harmes, Adam : "Trouble With Hedge Funds", **York University**, 2002.
- Hedges, James R. : "Size vs. Performance in the Hedge Fund Industry", The Capco Institute, Journal of Financial Transformation, 2007.
- Kambhu,John; Schuermann, Til ;Striuh, Kevin J. : "Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk", **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**, No:291, July 2007.
- Keler, Şahin Alp : "Portföy Yönetiminde Yeni Açılımlar ve Dinamik Portföy Yönetimi Olarak Hedge Fon Yönetimi", **Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, , İstanbul, 2008.

- Kim, M., Shukla, R. & Thomas, M. : "Mutual Fund Objective Misclassification", **Journal of Economics and Business**, Vol. 52, 2000.
- R.King, Michael ;Marier, Philipp : "Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate", **Bank of Canada Discussion Paper**, January 2008.
- Maskalovic, Makro : "Hedge Funds City Business Series", **International Financial Services**, May 2007.
- Massa, Massimo : "Why So Many Mutual Funds? Mutual Funds, market segmentation and financial performance", **Working Paper**, May 2005.
- Özütürk, Bülent : "Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı", **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi Araştırma Raporu**, Mart 2005.
- Sancak, İbrahim Ethem : "Yatırım Fonlarının Türkiye Uygulaması", **Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, , Ankara, 2002.
- Soydemir, Selim : "Kurumsal Yatırımcı Olarak Yatırım Fonları ve Ortaklıkları", **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 85, 1993.
- Strömqvist, Maria : "Hedge Funds and The Financial Crisis of 2008", **Economic Commentaries**, No:3, New York, 2009.
- Stulz, Rene M. : "Hedge Funds: Past, Present, and Future", **Journal of Economic Perspectives**, C.21, No:2, New York, 2007.
- Tunaer, Burçak Müge : "Türkiye'de Yatırım Fonlarının Getirileri Açısından Karşılaştırılması ve Performanslarının Değerlendirilmesi", **Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2003.
- Yeşilürdü, Taliye : "Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar", **Yeterlilik Etüdü**, Ankara, Temmuz 1998.
- Yıldız Ergutay, Tuba : "Hedge Fonların İşleyişi", **Yeterlilik Etüdü**, İstanbul, SPK Yayınları, 2004.
- \_\_\_\_\_ : Active Academy Araştırma Merkezi, "Hedge Fonlarda Rekor Büyüme", **Activeline Gazetesi**, No.67.
- \_\_\_\_\_ : "Hedge Fund and Their Implication For Their Financial Stability", European Central Bank, Occasional Paper Series", No: 34, August 2005.

- \_\_\_\_\_ "IFSL Research Hedge Funds 2008", IFLS, Temmuz 2008.
- \_\_\_\_\_ Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (KYD),"Global Piyasalardan: Hedge Fonlar" **KYD Aylık Bülten**, Kasım 2003.
- \_\_\_\_\_ "Report of The President's Working Group on Financial Markets", Hedge Funds, Leverage and The Lessons of Long-Term Capital Management, April 1999.
- \_\_\_\_\_ Sermaye Piyasalarında Gelişmeler Raporu 2007,Sayı:2.
- \_\_\_\_\_ Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul, 22.09.2006 Serbest Fon Mevzuatı
- \_\_\_\_\_ SPK, "Menkul Kıymetlerde Serbest Yatırım Fonlarının Risk Sistemlerine İlişkin İlkeler" **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, 28.09 2007 ve 35/1012 sayılı karar .
- \_\_\_\_\_ Uluslararası Finans Sempozyumu, "Küresel Dalgalanmalar ve Finans Sektörüne Yansımaları", Aralık 2008.
- \_\_\_\_\_ US Securities and Exchange Commission Staff Report, 2003.

## **ELEKTRONİK KAYNAKLAR**

- \_\_\_\_\_ TKYD,(Çevrimiçi),[http://www.tkyd.org.tr/T/yatirim\\_fonlari\\_k.aspx](http://www.tkyd.org.tr/T/yatirim_fonlari_k.aspx) , 23.02.2010
- \_\_\_\_\_ Türkiye Finans Bankası ,(Çevrimiçi)  
[http://www.turkiyefinans.com.tr/tr/kurumsalbankacilik/menkulkiymetler/yatirim\\_fonu](http://www.turkiyefinans.com.tr/tr/kurumsalbankacilik/menkulkiymetler/yatirim_fonu), 01.02.2010.
- \_\_\_\_\_ SPK,(Çevrimiçi),[http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pag\\_eid=129&submenuheader=0](http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pag_eid=129&submenuheader=0), 06.05.2010.
- \_\_\_\_\_ SPK,(Çevrimiçi),[http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pag\\_eid=253&submenuheader=0](http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pag_eid=253&submenuheader=0) ,03.06.2010.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), <http://www.sec.gov/investor/pubs/inwsmf.htm>, 29.09.2009.
- \_\_\_\_\_ TKYD,(Çevrimiçi),[http://www.tkyd.org.tr/T/yatirim\\_fonlari\\_k.aspx](http://www.tkyd.org.tr/T/yatirim_fonlari_k.aspx) ,18.02.2009.

- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), [http://www.gpy.com.tr/yatirim-fonlari\\_yonetimi/vergilendirme.html](http://www.gpy.com.tr/yatirim-fonlari_yonetimi/vergilendirme.html), 01.08.2010.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), <http://www.kyd.org.tr/data/T/faaliyet2004.doc>, 12.03.2010.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=177&submenuheader=0>, 12.10.2009.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), [www.tkyd.org.tr/data/T/TKYD%20Ocak%202010%20Bulteni.pdf](http://www.tkyd.org.tr/data/T/TKYD%20Ocak%202010%20Bulteni.pdf), 20.03.2010.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), [http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat\\_index.html](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html), Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, M:4-9, 01.06.2010.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), [http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat\\_index.html](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html), 21.06.2010.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), [http://www.fonbul.com/fon\\_doluluk\\_oranlari.asp?TT=2&DT=0](http://www.fonbul.com/fon_doluluk_oranlari.asp?TT=2&DT=0), 05.05.2010.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2008&sayi=13&ext=.pdf>, SPK Haftalık Bülteni-2008/13, 01.03.2009.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2007&sayi=40&ext=.pdf>, 05.03.2009.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), [http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat\\_index.html](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html), Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, (Seri VII No:23)
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), [http://www.bilgeyatirimci.com/nurgul\\_chambers/view/4982/hedge\\_fonlar](http://www.bilgeyatirimci.com/nurgul_chambers/view/4982/hedge_fonlar), 10 Nisan 2008.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), <http://tr.wikipedia.org/wiki/Thales>, 01.07.2009.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), <http://www.ingilizcefinans.com/?id=581&kid=3&sf=3>, 10 .04.2010.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), <http://www.kyd.org.tr/data/T/KYDKas%C4%B1m2009Ayl%C4%B1kB%C3%BClteni.doc>, 14.02.2009.
- \_\_\_\_\_ Magnum Funds, "What is a Hedge Funds", (Çevrimiçi) <http://www.magnum.com/About.aspx?RowID=9>, 14.07.2009

- \_\_\_\_\_ Magnum Funds, (Çevrimiçi)  
,[http://magnum.com/hedgefunds/about/hedge\\_funds.asp](http://magnum.com/hedgefunds/about/hedge_funds.asp),  
15.12.2009.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi)[http://www.bilgeyatirimci.com/nurgul\\_chambers/view/4982/hedge\\_fonlar](http://www.bilgeyatirimci.com/nurgul_chambers/view/4982/hedge_fonlar),10 Nisan 2008), 03.05.2009.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi) ,<http://www.mkk.com.tr/> 07.05.2010.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi)<http://www.idealborsa.com/kapanis-fiyatlarindan-hesaplanan-imkb-100-endeksini-abd-dolari-bazinda-gosterme.html>, 24.09.2010.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), <http://www.vergiturk.com/ack/yatirimfonu.htm>,  
13.05.2010.
- \_\_\_\_\_ Çevrimiçi),<http://www.hukuki.net/kanun/193.14.text.asp#link83>, 09.08.2010.
- \_\_\_\_\_ (Çevrimiçi), <http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/935.html>
- Akçay, C. "Kriz Dönemlerinde Yatırım Fonları", I. Uluslararası Yatırım Konferansı, Ekim 2001, (Çevrimiçi) <http://www.kyd.org.>,  
11.12.2010.
- Çankaya, Serkan "Dünyada ve Türkiye'de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği", (Çevrimiçi)[http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan\\_Cankaya\\_Dunyada\\_Turkiyede\\_Hedge\\_Fonlar\\_MFY81.pdf](http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan_Cankaya_Dunyada_Turkiyede_Hedge_Fonlar_MFY81.pdf) ,17. 09.2009.
- Törüner, Yaman " Hedge Funds Dedikleri", Milliyet, (Çevrimiçi),  
[www.arkitera.com/h375041-hedge-funds-dedikleri.html](http://www.arkitera.com/h375041-hedge-funds-dedikleri.html),  
15.04.2009.