

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

SERMAYE PİYASASININ GELİŞİMİNDE  
KURUMSAL YATIRIMCILARIN ÖNEMİ

Canan SANCAKDAR

**DANIŞMAN**

Yrd. Doç. Dr. İsmail MAZGİT

2006

## Yemin Metni

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “SERMAYE PİYASASININ GELİŞİMİNDE KURUMSAL YATIRIMCILARIN ÖNEMİ” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

..../..../.....

Canan SANCAKDAR

İmza

## YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

### Öğrencinin

**Adı ve Soyadı** : Canan SANCAKDAR  
**Anabilim Dalı** : İktisat  
**Programı** : Para ve Banka  
**Tez Konusu** : Sermaye Piyasasının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi

### Sınav Tarihi ve Saati:

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

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

BAŞARILI	<input type="radio"/>	OY BİRLİĞİ ile	<input type="radio"/>
DÜZELTME	<input type="radio"/>	OY ÇOKLUĞU	<input type="radio"/>
RED edilmesine	<input type="radio"/>	ile karar verilmiştir.	

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır. \*\*\*  
Öğrenci sınava gelmemiştir. \*\*

- \* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.
- \*\* Bu halde adayın kaydı silinir.
- \*\*\* Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.	Evet
Tez mevcut hali ile basılabilir.	<input type="radio"/>
Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir.	<input type="radio"/>
Tezin basımı gerekliliği yoktur.	<input type="radio"/>

### JÜRİ ÜYELERİ İMZA

.....	<input type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red	.....
.....	<input type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red	.....
.....	<input type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red	.....

## ÖZET

Tezli Yüksek Lisans

Sermaye Piyasasının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi

Canan SANCAKDAR

Dokuz Eylül Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İktisat Ana Bilim Dalı  
Para ve Banka Programı

Finansal sistemde, fon arz ve talep edenlerin dengesinin kurulmasıyla ekonomik birimler arasında vade ve miktar açısından optimum dağılımın sağlanmasında sermaye piyasalarının etkinliği oldukça önemlidir. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkeler, gelişmiş finansal piyasalara ve dolayısı ile de güçlü bir ekonomiye sahiptirler.

Ekonomide fon arz eden kesimin önemli bir kısmını oluşturan kurumsal yatırımcılar, uzun vadeli kaynak yaratma ve profesyonel portföy yönetimi ile sermaye piyasalarının gelişmesi için itici bir etki oluşturacaktır.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için kurumsal yatırımcı tabanının genişletilmesi, sermaye stokunun azlığına çözüm olacak, iç tasarruflarda artışa neden olacak ve ekonomik kalkınmada olumlu bir etki yaratacaktır.

**Anahtar Kelimeler:** 1) Kurumsal Yatırımcılar, 2) Yatırım Fonları, 3) Yatırım Ortaklıkları, 4) Emeklilik Fonları, 5) Sigorta Şirketleri.

## **ABSTRACT**

**Master of Degree With Thesis**

**Importance of Institutional Investors in Developing of Capital Markets**

**Canan SANCAKDAR**

**Dokuz Eylül Universty**

**Institute of Social Sciences**

**Department of Economics**

**In the financial system, the efficiency of the capital markets in providing optimum distribution in terms of term and amount among the economic units with the establishment of balance between fund suppliers and demanders is quite important. The countries with developed capital markets have developed financial markets and therefore, strong economies.**

**Institutional investors which constitute a serious portion of the section that supplies funds in the economy, have an impulsive effect on the development of capital markets with their ability of creating long term sources and professional portfolio management.**

**In developing countries like Turkey, enlargement of the institutional investors base shall become a solution for the scarcity of capital stocks and cause increase in domestic savings and create a positive effect in economic development.**

**Key Words: 1) Institutional Investors, 2) Mutual Funds, 3) Investment Trusts, 4) Pension Funds, 5) Insurance Companies.**

## İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ .....	ii
TUTANAK .....	iii
ÖZET .....	iv
ABSTRACT .....	v
İÇİNDEKİLER .....	vi
KISALTMALAR .....	x
TABLOLAR LİSTESİ .....	xii
GRAFİKLER LİSTESİ .....	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	xiv
GİRİŞ .....	xv

## BİRİNCİ BÖLÜM

1. Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar .....	1
1.1. Sermaye Piyasasının Genel Yapısı .....	1
1.1.1. Finansal Piyasalar .....	1
1.1.2. Finansal Piyasaların Elemanları .....	3
1.1.3. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması .....	4
1.1.3.1. Organize ve Tezgah Üstü Piyasalar Ayrımı .....	4
1.1.3.2. Spot ve Türev Piyasalar Ayrımı .....	4
1.1.3.3. Borç ve Öz Sermaye Piyasaları Ayrımı .....	5
1.1.3.4. Para ve Sermaye Piyasaları Ayrımı .....	5
1.1.4. Sermaye Piyasaları .....	7
1.1.4.1. Sermaye Piyasalarının İşlevleri .....	9
1.1.4.2. Sermaye Piyasasının Çeşitleri .....	11
1.1.4.3. Sermaye Piyasalarının Asli Bileşenleri .....	12
1.2. Kurumsal Yatırımcılar ve Genel Özellikleri .....	14
1.2.1. Kurumsal Yatırımcılara Yönelik Tanım ve Gruplandırmalar .....	14
1.2.2. Kurumsal Yatırımcı Türleri .....	16

1.2.2.1. Kolektif (Müşterek) Yatırım Kurumları.....	19
1.2.2.1.1. Yatırım Ortaklıkları.....	22
1.2.2.1.1.1. Genel Olarak Yatırım Ortaklıkları ....	22
1.2.2.1.1.1.2. Yatırım Ortaklıklarında Hakim Olan Temel İlkeler .....	23
1.2.2.1.1.1.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları.....	25
1.2.2.1.1.1.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ....	25
1.2.2.1.1.1.5. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları .....	25
1.2.2.1.1.2. Yatırım Fonları.....	26
1.2.2.1.1.2.1. Genel Olarak Yatırım Fonları .....	26
1.2.2.1.1.2.2. Yatırım Fonu Türleri.....	27
1.2.2.1.1.2.2.1. Büyük Ölçekli Yatırım Fonu .....	29
1.2.2.1.1.2.2.2. Orta Ölçekli Yatırım Fonu .....	29
1.2.2.1.1.2.2.3. Küçük Ölçekli Yatırım Fonu .....	29
1.2.2.1.1.2.2.4. Büyüme Amaçlı Fonlar .....	30
1.2.2.1.1.2.2.5. Aşırı Büyüme Amaçlı (Saldırgan) Fonlar .....	30
1.2.2.1.1.2.2.6. Gelir ve Büyüme Amaçlı Fonlar .....	31
1.2.2.1.1.2.2.7. Sektör Fonu.....	31
1.2.2.1.1.2.2.8. Hisse Senedi Yatırım Fonu .....	31
1.2.2.1.1.2.2.9. Tahvil Yatırım Fonu..	31
1.2.2.1.1.2.2.10. Dengeli Fonlar.....	32
1.2.2.1.1.2.2.11. Para Piyasası Yatırım Fonu .....	32

1.2.2.1.1.2.2.12. Karma Yatırım Fonları .....	32
1.2.2.1.1.2.2.13. Global Yatırım Fonu .....	33
1.2.2.1.1.2.2.14. Uluslararası Fonlar ..	33
1.2.2.1.1.2.2.15. Çift Amaçlı Fonlar ..	34
1.2.2.1.1.2.2.16. İhtisaslaşma Amacı Güden Fonlar.....	34
1.2.2.1.1.2.2.17. Altın ve Kıymetli Maden Fonları.....	34
1.2.2.1.1.2.2.18. Borsada İşlem Gören Fonlar .....	34
1.2.2.2. Emeklilik Fonları .....	34
1.2.2.3. Sosyal Güvenlik Kurumları .....	35
1.2.2.4. Sigortacılık Sektörü.....	38
1.2.2.5. Portföy Yönetim Şirketleri.....	39
1.2.2.6. Yatırım Kulüpleri.....	40
1.2.3. Kurumsal ve Bireysel Yatırımcı Arasındaki Farklılıklar .....	41
1.2.4. Neden Kurumsal Yatırımcılara İhtiyaç Vardır.....	43
1.2.5. Kurumsal Yatırımcıların Fonksiyonları .....	46

## İKİNCİ BÖLÜM

2. Dünyada Kurumsal Yatırımcılar .....	50
2.1. Dünyada Kurumsal Yatırımcıların Gelişimi .....	50
2.2. Kolektif Yatırım Kurumları .....	55
2.2.1. Yatırım Fonları.....	56
2.2.2. Yatırım Ortaklıkları.....	59
2.2.2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	60
2.2.2.2. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları.....	63
2.3. Sigorta Sektörü.....	66
2.3.1. Sigorta Sektörünün Gelişimi .....	66



2.3.2. Günümüzde Sigortacılık.....	68
2.3.3. Sigorta Sektörü-Milli Gelir İlişkisi .....	72
2.4. Emeklilik Fonları .....	80

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. Türkiye’de Kurumsal Yatırımcıların Analizi.....	84
3.1. Kurumsal Yatırımcı Türleri.....	84
3.1.1. Yatırım Fonları.....	85
3.1.1.1. Genel Olarak Yatırım Fonları .....	85
3.1.1.2. Borsa Yatırım Fonları .....	92
3.1.2. Yatırım Ortaklıkları.....	95
3.1.2.1. A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkla .....	98
3.1.2.2. B Tipi Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları.....	99
3.1.2.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	99
3.1.2.4. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları.....	101
3.1.3. Portföy Yönetim Şirketleri.....	102
3.1.4. Özel Emeklilik Fonları.....	104
3.1.5. Sosyal Güvenlik Kurumları .....	107
3.1.6. Sigorta Şirketleri .....	112
3.2. Türkiye’de Kurumsal Yatırımcıların Sorunları.....	116
3.2.1. Yatırım Fonlarının Sorunları.....	117
3.2.2. Yatırım Ortaklıklarının Sorunları.....	121
3.2.3. Portföy Yönetim Şirketlerinin Sorunları.....	125
3.2.4. Özel Emeklilik Fonlarının Sorunları.....	125
3.2.5. Sosyal Güvenlik Kurumlarının Sorunları .....	128
3.2.6. Sigorta Sektörünün Sorunları.....	131
SONUÇ.....	134
KAYNAKÇA.....	138

## KISALTMALAR

<b>a.g.e.</b>	: Adı Geçen Eser
<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>BDDK</b>	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
<b>BYF</b>	: Borsa Yatırım Fonu
<b>DASK</b>	: Doğal Afet Sigortaları Kurumu
<b>DPT</b>	: Devlet Planlama Teşkilatı
<b>DSYO</b>	: Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları
<b>EKKY</b>	: En Küçük Kareler Yöntemi
<b>GSMH</b>	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>GYO</b>	: Gayri Menkul Yatırım Ortaklığı
<b>GYODER</b>	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği
<b>IADB</b>	: Inter-American Development Bank
<b>ICI</b>	: Investment Company Institute
<b>IFC</b>	: International Financial Corporation
<b>İAV</b>	: İktisadi Araştırmalar Vakfı
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KOBİ</b>	: Küçük ve Orta Boy İşletmeler
<b>KYD</b>	: Kurumsal Yatırım Yöneticileri Derneği
<b>KYK</b>	: Kolektif Yatırım Kuruluşu
<b>NASDAQ</b>	: National Association of Securities Dealers Automated Quotations
<b>OECD</b>	: Organisation for Economic Co-operation and Development
<b>p_değeri</b>	: Olasılık Değeri
<b>REIT</b>	: Real Estate Investment Trust
<b>RSYO</b>	: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SSK</b>	: Sosyal Sigortalar Kurumu
<b>TBB</b>	: Türkiye Bankalar Birliği

<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
<b>TİSK</b>	: Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu
<b>TKYD</b>	: Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
<b>TSPAKB</b>	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
<b>TSRSB</b>	: Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği

## TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Kolektif Yatırım Kurumları Kavramının Ülkelere Göre Karşılıklı Değerlendirilmesi.....	21
Tablo 2: Bireysel ve Kurumsal Yatırımcıların Farkları.....	42
Tablo 3: Yatırım Fonlarının Varlıkları (%GSYİH) (2002).....	58
Tablo 4: Hayat, Hayat Dışı Branşlarda Dünya Sigorta Prim Hacmi.....	71
Tablo 5: Ülkelerin Kişi Başına Milli Gelir ve Kişi Başına Düşen Prim Rakamları (2003) (ABD \$).....	73
Tablo 6: Doğrusal Modelin Ekonometrik Sonuçları.....	76
Tablo 7: Tam Logaritmik Modelin Ekonometrik Sonuçları.....	77
Tablo 8: Log-Doğ Modelin Ekonometrik Sonuçları.....	78
Tablo 9: En İyi Model İçin Karar Tablosu.....	79
Tablo 10: Emeklilik Fonlarının Toplam Yatırımları (%GSYİH).....	82
Tablo 11: A ve B Tipi Yatırım Fonlarının Toplam Portföy Dağılımı (%).....	92
Tablo 12: Borsa Yatırım Fonlarının Sayısı ve Toplam Değeri.....	94
Tablo 13: Yatırım Ortaklıklarının Portföy Dağılımları.....	97
Tablo 14: A Tipi Yatırım Ortaklıklarının Mevcut Durumu (2005).....	98
Tablo 15: B Tipi Yatırım Ortaklıklarının Mevcut Durumu (2005).....	99
Tablo 16: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Mevcut Durumu (2005).....	101
Tablo 17: Portföy Yönetim Şirketlerinin Mevcut Durumu (2005).....	103
Tablo 18: Emeklilik Yatırım Fonlarının Toplam Değerleri.....	106
Tablo 19: Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları.....	107
Tablo 20: Emekli Sandığı Gelir ve Giderleri (YTL).....	109
Tablo 21: Bağ-Kur Gelir ve Gider Dengesi (YTL).....	109
Tablo 22: Sosyal Sigortalar Kurumu Gelir ve Giderleri.....	110
Tablo 23: Konsolide Bütçe Sosyal Güvenlik Transferlerinin Güncel Değeri.....	111
Tablo 24: Sigortacılık Sektöründe Direk Prim Üretimleri.....	114

## GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: Kurumsal Yatırımcıların Toplam Finansal Varlıkları (% GSYİH).....	51
Grafik 2: Kurumsal Yatırımcıların Toplam Finansal Varlıklarının Sermaye Piyasası Kapitalizasyonuna Oranı.....	52
Grafik 3: OECD Ülkeleri Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımı (%).....	53
Grafik 4: Gelişmekte Olan OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımları.....	54
Grafik 5: Kişi Başına Milli Gelir ve Kişi Başına Düşen Prim Miktarları.....	73
Grafik 6: Yatırım Fonları Portföy Büyüklüğünün GSYİH'ya Oranı.....	89
Grafik 7: A ve B Tipi Yatırım Fonu Türlerinin Sayısal Dağılımı (2005).....	90
Grafik 8: Borsa Yatırım Fonlarının Net Aktif Değerleri.....	95
Grafik 9: Portföy Yönetim Şirketlerinin Sermaye Yeterliliğine Göre Analizi.....	104
Grafik 10: Emeklilik Yatırım Fonu Türleri (2005).....	106
Grafik 11: Sosyal Güvenlik Kurumlarına Bütçe Transferleri (% GSMH).....	111

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Finansal Sistemde Fon Akışı.....	2
Şekil 2: Kurumsal Yatırımcıların Gruplandırılması.....	17

## GİRİŞ

Ekonomik birimlerin kendi içlerinde birikim ve yatırım denliğini sağlayamamaları sonucunda, fon ihtiyacı olan ve fon fazlası olan birimlerin alışverişlerini düzenleyen finansal piyasalara ihtiyaç duyulmaktadır. Finansal piyasaların önemli bir parçası olan sermaye piyasaları, para piyasaları ile birbirlerini tamamlayarak ekonomiye işlerlik kazandırmaktadır.

Sermaye piyasaları, ekonomide dağınık halde bulunan küçük tasarrufları bir araya getirerek, büyük yatırımları finanse edebilecek fonları oluşturmaktadır. Ancak ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilebilmesi için tasarruf büyüklüğünün artışı yeterli olmamaktadır. Tasarrufların, ekonomik gelişmeye katkı sağlayacak verimli yatırım alanlarına yönlendirilmesi gerekmektedir. Etkin yatırım alanlarının belirlenmesi, alternatif yatırım alanlarına ilişkin bilgilerin toplanması, analiz edilmesi, fonların profesyonel bir şekilde yönetilmesi fonksiyonlarını bireysel yatırımcı kendi başına gerçekleştirmekte yetersiz kalmaktadır. Finansal sistemde fon arz edenlerin diğer ve önemli bir bölümünü oluşturan kurumsal yatırımcılar, tasarruf hacminin artması ve bu tasarrufların etkin yatırım alanlarına yönlendirilmesi yolu ile ekonomik kalkınmanın istikrarlı bir şekilde sağlanmasında önemli işlevlere sahiptirler.

Kurumsal yatırımcılar, sahip oldukları büyük miktarlardaki fonlar ve bu fonları yöneten uzman kadrolar ile sermaye piyasasının gelişmesinde etkili olarak, piyasadaki dalgalanmaları da yumuşatabilen finansal kuruluşlardır. Küçük yatırımcıların tasarruflarını toplayarak kabul edilebilir risk ve getiri optimizasyonu ile vade uyumu amaçlarına yönelik olarak yöneterek piyasaların gelişmesini olumlu yönde etkileyen kurumsal yatırımcılar bu yönleri ile sermaye piyasalarının gelişebilmesi için vazgeçilmez kurumlardır.

Piyasalarda istikrar sağlanması ile bireysel yatırımcılar güvenli bir ortamın oluştuğunu görerek fon arzı yaratılmasına önemli bir katkı sağlayacaklardır. İstikrarlı bir piyasanın ön koşulu ise piyasa derinliğinin ve genişliğinin derecesidir. Kurumsal yatırımcıların çeşitli kurumları ile finansal piyasalarda faaliyet

göstermeleri sonucunda hem pay sahipliği yaygınlaştırılır hem de piyasaya farklı bekleyişlere sahip yatırımcıların girmesi sağlanır. Oluşan güven ortamında, fon arz ve talepleri etkin bir şekilde dengelenir

Kurumsal yatırımcılar; kolektif yatırım kurumları (yatırım fon ve ortaklıkları), emeklilik fonları (özel ve kamu), sigorta şirketleri (hayat ve hayat dışı), sosyal güvenlik kurumları ve vakıf fonları gibi kurumları ile faaliyet göstererek ülke ekonomisinin gelişmesine önemli katkıları sağlamaktadırlar.

Kurumsal yatırımcıların önemini ve Türkiye'deki durumunu ortaya koymayı amaçladığımız çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kurumsal yatırımcıların finansal piyasalar içindeki yeri, önemi, sağladıkları katkıları ve türleri teorik çerçevede açıklanmıştır.

İkinci bölümde dünyada kurumsal yatırımcıların ortaya çıkışları ve mevcut durumları analiz edilmiştir. Bu kurumların gelişmişlik göstergesi olarak, ülkelere göre toplam finansal varlıklarının GSYİH içindeki payları grafik ve tablolar yardımı ile incelenmiştir.

Üçüncü bölümde ülkemizdeki kurumsal yatırımcılar ele alınmış, mevzuattaki tanımları, uygulamaya geçiş dönemleri ve sayısal olarak mevcut durumları ortaya konulmuş ve bu kurumların sorunları üzerinde durulmuştur.

Dördüncü ve son bölümde kurumsal yatırımcıların bir kolu olan sigorta şirketleri üzerine bir uygulama yapılmıştır. Bu uygulamada, toplam 45 ülkenin kişi başına düşen prim miktarı ve kişi başına milli gelir arasındaki ilişki analiz edilmiştir.



# BİRİNCİ BÖLÜM

## 1. Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar

### 1.1. Sermaye Piyasasının Genel Yapısı

#### 1.1.1. Finansal Piyasalar

Bir ekonomide finansal (mali) piyasaların asıl var olma nedeni, ekonomik birimlerin kendi içlerinde birikim ve yatırım denkleğini sağlayamamalarıdır. Bu durumun sonucu olarak, fon fazlasına sahip olan birimler ile fona ihtiyaç duyan, fon açığı olan birimler arasında fon alışverişini düzenleyecek kurumsal bir mekanizmaya ihtiyaç duyulmaktadır<sup>1</sup>. Ekonomide, fon fazlasına sahip birimler ile fon ihtiyacı olan ekonomik birimler arasında fon alışverişini tamamıyla kapsayan piyasalar “Finansal Piyasalar” olarak adlandırılmaktadır<sup>2</sup>.

Reel birikimlerinin tamamını değil de bir kısmını yatırıma ayırmış olan ekonomik birimler, sahip oldukları ve ellerinde arta kalmış olan birikimlerini diğer ekonomik birimlere borç verirler. Borç verdikleri birimlerin sermayelerinin bir bölümüne sahip olma anlamına gelen katılma (iştirak) veya ortaklık kurma biçiminde, birikimlerini değerlendirmek isterler. Bu gereksinimler, reel birikim açığı olan ekonomik birimler ile birikim fazlasına sahip birimleri bir araya getiren ve bu birimler arasında istem ve sunumu karşılaştıran araç ve kurumları, yani, finansal piyasaları ortaya çıkartmışlardır<sup>3</sup>.

Finansal sistemde fon akışı doğrudan ve dolaylı finans olmak üzere gerçekleştirilebilmektedir. Finansal piyasaların doğuşunda ilk aşama, fon isteminde bulunan ekonomik birimlerin çıkartmış oldukları ekonomik araçların doğrudan doğruya ekonomik birimlere satılması işlemidir. Bu işlem fon sunan ve fon talep edenin doğrudan karşılaşması yolu ile hiçbir aracı olmaksızın gerçekleştirilebilir ve

---

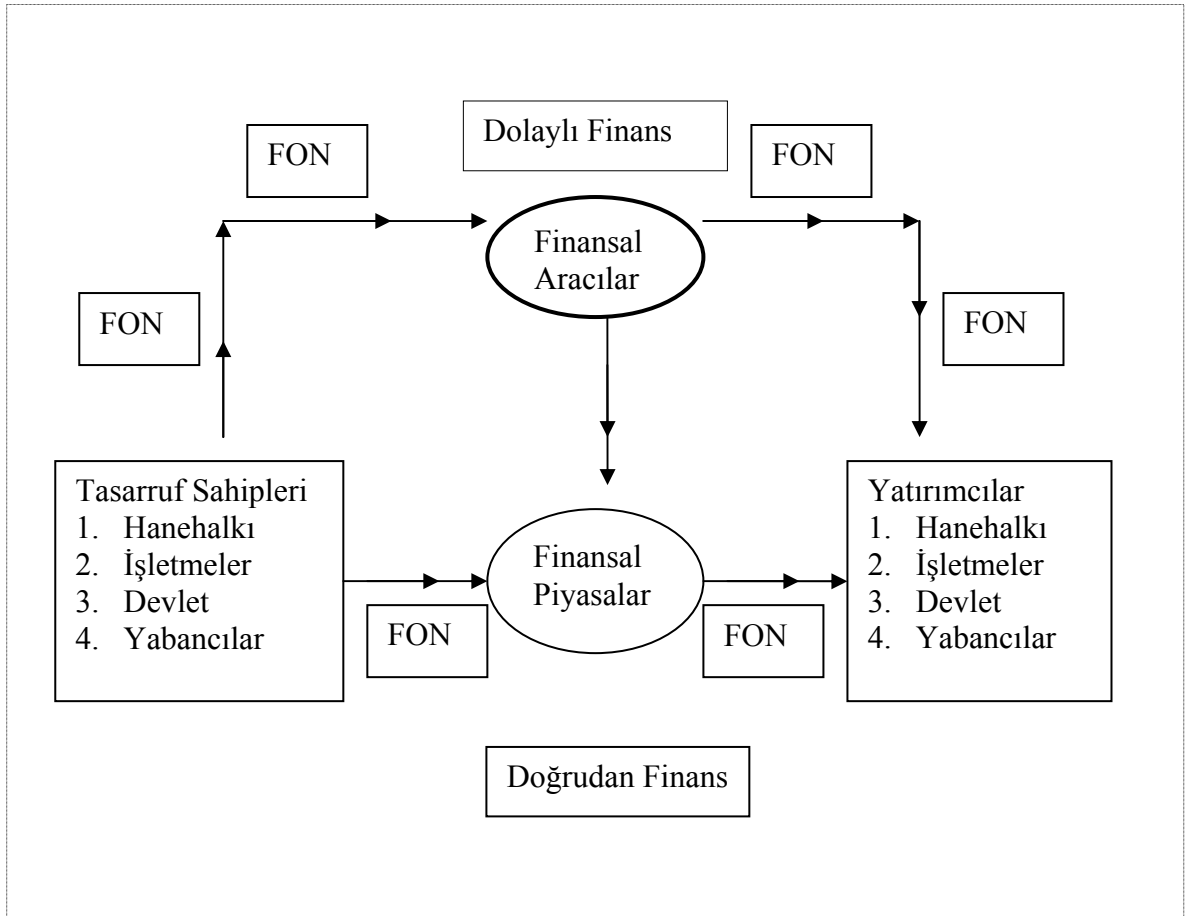
<sup>1</sup> Serpil Canbaş ve Hatice Doğukan, **Finansal Pazarlar**, Çukurova Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 1997, s. 1.

<sup>2</sup> Cevat Sarıkamış, **Sermaye Pazarları**, Alfa Yayınları, İstanbul, 1998, s. 15.

<sup>3</sup> Mehmet Bolak, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Yayınları, İstanbul, 1998, s. 8.

“Doğrudan Finans” olarak adlandırılır. Daha ileriki aşamada, fonların fon talebinde bulunanlara aktarılması sırasında, olası kopuklukları önlemek ve fon akışını hızlandırmak için aracılık yapmakta olan finansal kurumlardan (Ticari Bankalar, Kredi Kurumları, Yatırım Firmaları, Sigorta Şirketleri, Emeklilik fonlarını yöneten kuruluşlar vb.) yararlanılır<sup>4</sup>. Bu şekilde gerçekleştirilen finans yöntemi ise “Dolaylı Finans” olarak adlandırılır.

**Şekil 1**  
**Finansal Sistemde Fon Akışı**



**Kaynak:** İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar-Kurumlar-Araçlar)**, Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ., İstanbul , 1999, s. 115.

Finansal piyasaların var olabilmeleri için, ülkede bir kısım bireylerin tüketimleri üzerlerinde gelir elde etmeleri, başka bir deyişle tasarrufta bulunma imkanlarının olması ve bu tasarrufların biriktirdiği fonları doğrudan reel varlıklara

<sup>4</sup> Canbaş ve Doğukan , a.g.e., s. 7.

yatırmayıp veya başka amaçlarla kullanmayıp finansal piyasalara sunmaları, bir kısım bireylerin ise tüketim ve yatırım amaçları ile gelirlerinin üzerlerinde harcama yapma ve gelir açıklarını finansal piyasalardan karşılama arzusu içerisinde olmaları gerekmektedir. Finansal piyasalar sayesinde tasarruflar özendirilerek tasarruf artışı sağlanır ve böylece sermaye birikimi sağlanmış olur. Bunun yanında da ülke fonlarının etkin kullanımına olanak sağlanmış olur<sup>5</sup>.

Sonuç itibari ile, finansal piyasalar, fon açığı ve fon fazlası bulunan ekonomik birimler arasındaki işlemlerin gerçekleştirildiği, bu birimler arasındaki fon akımlarının düzenlendiği piyasalardır.

### **1.1.2. Finansal Piyasaların Elemanları**

Finansal piyasalar beş ana elemandan oluşmaktadır. Bu elemanlar sırasıyla şu şekildedir<sup>6</sup>;

*-Birikimciler:* Piyasaya fon sunan kesimdir. Hane halkı birikimleri, özel ve kamu kesimi işletmeleri, sosyal güvenlik kurumları, özel sandık ve vakıflar bu kesimi oluştururlar.

*-Yatırımcılar:* Piyasadan fon isteminde bulunan kesimdir bir diğer deyişle “girişimciler”dir. Kamu kesimi işletmeleri ve kredi gereksinimi bulunan tüketiciler (dayanıklı tüketim malları ve otomotiv sanayinde olduğu gibi) istemde bulunanlar arasındadırlar.

*-Aracı Kurum ve Kuruluşlar:* Yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, aracı kurumlar, genel finans ortaklıkları, takas ve saklama merkezleri, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, yatırım danışmanlığı ve portföy yönetim şirketleri gibi kurum ve kuruluşlardan oluşurlar.

*-Sermaye Piyasası Araçları:* Birikimcinin elinde bulunan satın alma gücünü, birikim sahiplerinden alarak fon gereksiniminde olan girişimciler ile tüketicilere aktarma görevini üstlenmiş olan araçlardır. Bunlar; pay senetleri, tahviller, ipotekli

---

<sup>5</sup> Sarıkamış, a.g.e. s. 15.

<sup>6</sup> Gültekin Rodoplu, **Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, İstanbul, Yayın No: 459-692, 1993, s. 5.

borç ve irat senetleri, gelir ortaklığı senetleri, varlığa dayalı taşınır değer ve benzerleridir.

*-Hukuki ve İdari Düzenlemeler:* Yasalar çerçevesinde finansal piyasalarda yer alan kurum ve kuruluşların tüm çalışmalarını düzenleyen ilkeler, kurallar ve denetimlerdir.

### **1.1.3. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması**

Finansal piyasalar, menkul kıymetlerin cinsine, el değiştiren menkul kıymetin vadesine, piyasanın organize bir yapı içerisinde olup olmaması gibi kriterlere göre sınıflandırılabilir.

#### **1.1.3.1. Organize ve Tezgah Üstü Piyasalar Ayrımı**

Piyasanın organize bir yapıda olup olmasına göre finansal piyasalar organize ve tezgah üstü piyasalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Organize piyasalarda işlemler merkezleşmiş, sistemli borsalarda yapılmaktadır. Organize piyasalara örnek olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası gösterilebilir.

Tezgah üstü piyasalar, organize bir borsa dışında yapılan işlemleri kapsayan gevşek ve gayri resmi nitelikteki borsa dışı piyasalardır<sup>7</sup>. Tezgah üstü piyasalar bir aracı piyasasıdır ve işlemler telekomünikasyon ağı üzerinden yapılmaktadır.

#### **1.1.3.2. Spot ve Türev Piyasalar Ayrımı**

Finansal piyasalar, gerçekleştirilen alım-satım işlemi sonucunda el değiştiren kıymetlerin teslim sürelerine bağlı olarak spot ve türev piyasalar olmak üzere ikiye ayrılır. Spot piyasalar, belli miktarda bir mal veya kıymetin ve bunların karşılığı olan paranın işlemin ardından takas günü el değiştirdiği piyasalardır. İMKB bünyesinde faaliyet gösteren Hisse Senetleri Piyasası ve Tahvil ve Bono Piyasası ile Bankalararası Döviz Piyasası spot piyasalara örnek olarak verilebilir.

---

<sup>7</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), (2005), *Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar*. Erişim:08.10.2005 [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.html](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.html).

Türev piyasalar ise, ilerideki bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır. Vadeli piyasalarda işlem gören sözleşmeler spot piyasa işlemlerine göre daha karmaşık ve bu nedenle profesyonel yatırımcıya daha fazla hitap eden ürünlerdir<sup>8</sup>.

### **1.1.3.3. Borç ve Öz Sermaye Piyasaları Ayrımı**

Finansal piyasalar menkul kıymetlerin cinsine göre borç piyasaları ve öz sermaye piyasaları olmak üzere ikiye ayrılır. Borç piyasalarında tahvil ve türevleri işlem görmektedir. Tahvil ve türevlerini çıkaran kuruluşlar bu menkul kıymetleri almış olanlara karşı borçludurlar. Şirket için sağlanan kaynak yabancı kaynak olup bu menkul kıymetlere sahip olan kişi şirketin uzun vadeli alacaklısı olmaktadır.

Öz sermaye piyasalarında ise hisse senedi ve türevleri işlem görmekte burada, hisse senedi ve türevlerine sahip olanlar, bu menkul kıymetleri ihraç eden şirketin ortağı olmaktadır ve şirkete kullandığı sermaye öz sermayedir<sup>9</sup>.

### **1.1.3.4. Para ve Sermaye Piyasaları Ayrımı**

Finansal piyasaları para piyasası ve sermaye piyasası olarak ikiye ayırmak mümkündür. Bu ayrımın en belirgin özelliği yatırımın veya fonlamanın vadesidir. Para piyasası kısa vadeli, sermaye piyasası uzun vadeli araçların kullanıldığı piyasa olarak tanımlanmaktadır<sup>10</sup>.

Bu ayrım, en çok karşılaşılan ve bu çalışmada da esas alınacak ayrım şeklindedir. Kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasaya "para piyasası" denir. Para piyasasının tipik özelliği kısa vadeli fonlardan oluşmasıdır. Para piyasalarında

---

<sup>8</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar ..., **a.g.e.**

<sup>9</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), (2005), *Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları*, Erişim:08.11.2005, [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.html](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.html).

<sup>10</sup> Türkiye Bankalar Birliği (TBB), *Türkiye Sermaye Piyasası*, (2005), Erişim:10.11.2005, [http://www.tbb.org.tr/turkce/duyurular/iktisat\\_kongresi/Ek%209%20TSPAKB.pdf](http://www.tbb.org.tr/turkce/duyurular/iktisat_kongresi/Ek%209%20TSPAKB.pdf).

vade genellikle bir yılı aşmamaktadır. Para piyasası araçları; para, döviz, repo-ters repo ve bir yıla kadar vadeli menkul kıymetlerdir<sup>11</sup>.

Sermaye piyasası ise; orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Sermaye piyasasının tipik özelliği ve para piyasasından ayrıldığı en belirgin niteliği bu piyasanın orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmasıdır. Sermaye piyasası araçları; hisse senedi, tahvil, hazine bonusu, finansman bonusu gibi menkul kıymetlerdir<sup>12</sup>. Sermaye piyasasından sağlanan krediler genellikle, işletmelerin bina, makine ve teçhizat gibi duran varlıklarının finansmanında kullanılır. Para piyasasında olduğu gibi, sermaye piyasasının kaynakları da tasarruf sahiplerinin birikimleridir<sup>13</sup>.

Para ve sermaye piyasaları ayrı başlıklar olmalarına rağmen birbirleri ile yakın ilişki içinde çalışırlar. Geniş anlamdaki sermaye piyasası kavramına para piyasası da dahil olmaktadır. Bu durumda gerek kredi arzı, gerekse kredi talebi para piyasasından sermaye piyasasına ya da sermaye piyasasından para piyasasına kolayca kayabilir. Faiz haddi iki piyasa arasındaki fon akımını ayarlayan bir düzenleyici olmaktadır.

Fon arz edenler, kendi yatırım politikalarını ve elde etmeyi umdukları gelire bağlı olarak yatırılabilir fonları bu piyasalardan birine veya her ikisine yönlendirilebilirler. Fon talep edenler de, ihtiyaç duydukları kredinin türüne göre her iki piyasadan borçlanabilirler. Bazı aracı kuruluşlar, özellikle bankalar hem para, hem de sermaye piyasası işlemleri yapabilirler ve her iki piyasada çalışabilirler.

Para piyasası ile sermaye piyasasında cari faiz hadleri değişik olmakla birlikte birbirleriyle ilişkilidir. Fonlar genellikle düşük faiz haddinden yüksek olana

---

<sup>11</sup>Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), (2004), *Para ve Sermaye Piyasalarının Vergilendirilmesi*, Erişim:15.12.2005  
[http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/Para\\_SerPiy\\_Vergi.pdf1](http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/Para_SerPiy_Vergi.pdf1).

<sup>12</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), *Para ve Sermaye Piyasalarının Vergilendirilmesi...*, a.g.e..

<sup>13</sup> İMKB, *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İMKB Yayınları, İstanbul, 2000, ss. 1-2.

doğru kayar. Para piyasasında meydana gelen bir faiz oranı artışı, sermaye piyasasına da etki eder<sup>14</sup>.

Günümüzde sermaye piyasalarından yoksun bir mali sistem düşünmek imkansızdır. Para piyasası ve sermaye piyasası birbirini tamamlamakta ve ekonomiye işlerlik kazandırmaktadırlar<sup>15</sup>.

#### 1.1.4. Sermaye Piyasaları

Makroekonomik büyümenin temelini reel sektör yatırımları oluşturmaktadır. Genelde uzun vadede geri dönüşü olan yatırımların finansmanı için kullanılacak kaynakların da uzun vadeli olması yatırım risklerini ve kırılganlığı azaltmaktadır. Bu sebeple, sermaye piyasasının reel sektöre uzun vadeli fon aktarma işlevi, ekonominin sağlıklı büyümesine çok önemli katkılarda bulunmaktadır<sup>16</sup>.

Sermaye piyasalarının ekonomideki önemi, dağınık halde bulunan ve tek başlarına ekonomik kalkınmaya yararlı olamayan küçük tasarrufları bir araya getirerek, büyük yatırımları finanse edebilecek fonları oluşturmasından kaynaklanmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde önemli sıkıntı yaratan, yurtiçi tasarruf açığının kapanmasına yardımcı olmaktadır.

Bireyler açısından sermaye piyasası, küçük miktarlardaki fonların verimli alanlara yatırılmasına ve sahiplerine bir ek gelir getirmesine olanak vermektedir. Bunun yanında, küçük sermayelerle kişisel işler yapılabilirse bile, kişisel yatırımlarda teşebbüs ve idare sorunu ortaya çıkacaktır. Ellerinde küçük sermayeleri bulunan ancak bununla kişisel bir yatırım yapmak için yeterli bilgisi, zamanı ve tecrübesi olmayan kişiler sermaye piyasasının sağladığı bu olanaklardan faydalanırlar. Küçük sermaye sahibi bireylerin, sermaye piyasaları sayesinde buldukları yatırım imkanı ile çeşitli menkul kıymetlere yatırım yapmaları sonucunda karşılaşılabilecekleri risk dağıtılabilecek ve böylece risk düzeyi asgari bir seviyeye düşürülebilecektir<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa..., **a.g.e.**, s. 3.

<sup>15</sup> Türkiye Bankalar Birliği (TBB), *Türkiye Sermaye Piyasası...*, **a.g.e.**

<sup>16</sup> Türkiye Bankalar Birliği (TBB), *Türkiye Sermaye Piyasası...*, **a.g.e.**

<sup>17</sup> Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, Beta Basım, İstanbul, 1989, s. 20.

Dünyadaki uygulamalara bakıldığında sermaye piyasaları ağırlıklı finansal yapıya sahip ülkelerde çıkan finansal krizlerin etkilerinin oldukça sınırlı olduğu dikkati çekmektedir. ABD'nin sahip olduğu sermaye piyasası ağırlıklı finansal yapı sayesinde ülke ekonomisi, olası krizlerden daha az etkilenmektedir. Bunun yanında Avrupa Birliği ülkelerinde gözlenen bankacılık ağırlıklı finansal yapının, herhangi bir kriz durumunda kırılganlığı oldukça fazladır. Kriz anlarında banka kesiminden fon sağlayan işletmeler için, oldukça yükselen faiz oranları bir çok işletmeyi iflas noktasına getirmektedir. Ülke ekonomisi de bu durumdan dolayı oldukça ağır yaralar almaktadır. Bu yüzden, artık Avrupa Birliği ülkeleri de finansal yapılarını bankacılık ağırlıklı olmaktan çok sermaye piyasası ağırlıklı bir yapıya yönlendirmektedirler. Sermaye piyasası ağırlıklı bir finansal yapıya dönüştürülmesinin en etkili yolu ise kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesidir.

İşletmeler kısa ve uzun vadeli kredi olarak yabancı kaynak temin etmek için para ve sermaye piyasalarına; uzun vadeli sermaye temini için ise sermaye piyasalarına başvurumaktadırlar. Sonuç itibari ile de finansman sorunun çözümünde para ve sermaye piyasalarının gelişmişlik dereceleri büyük önem taşımaktadır. İşletmelerin uzun vadeli kaynak ihtiyaçları, sermaye piyasalarının gelişmişliği oranında sorun olmaktan çıkacaktır. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerin ve bu piyasalardan yararlanmakta olan işletmelerin rekabet güçleri artacaktır. Bu açılarından sermaye piyasalarına bakıldığı zaman, rekabet gücü yüksek gelişmiş ülkelerin gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olmaları bir tesadüf değildir. Zira gelişmiş sermaye piyasaları, gerek uygun koşullarda işletmelere kaynak temin etme yolu ile mikro ekonomik anlamda; tasarrufların verimli alanlarda kullanılmasını sağlayarak yatırım-tasarruf dengesinin sağlanması yolu ile makroekonomik anlamda ülkelerin rekabet güçlerine katkıda bulunmaktadır<sup>18</sup>.

#### **1.1.4.1. Sermaye Piyasalarının İşlevleri**

Sermaye piyasalarının yerine getirdiği birçok işlev vardır. Bu şekilde hem ülke ekonomisine, hem işletmelere, hem de yatırımcılara farklı yararlar

---

<sup>18</sup> İsmail Mazgıt, "Sermaye Piyasaları ve Rekabet Gücü İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Değerlendirme," Uluslararası Rekabet Sürecinde Türkiye, Derleyen: M. Faysal Gökalp, C. Yenal Kesbiç, İstanbul: Beyaz Yayınları, 2005. ss. 367-403.



sağlamaktadır. Bu işlevler aşağıdaki ana başlıklar altında sınıflandırılarak daha ayrıntılı bir şekilde incelenebilir.

**Likidite Yaratılması:** Yüksek verimli projelerin birçoğunun gerçekleştirilebilmesi için sermayenin uzun dönem için alı konulması gerekmektedir. Ancak, yatırımcılar uzun dönem için tasarrufları üzerindeki kontrollerini kaybetmekten çekinirler. Eğer ekonomide likit pazarlar mevcut değilse yüksek verimli çok sayıda projenin finansmanı imkansız hale gelmektedir. Sermaye piyasalarının likit olması durumunda, uzun vadeli yatırım projelerinin riski ve maliyeti düşecektir. Yatırımcılar finansal varlıklara istedikleri anda sahip olabilecekleri ve yine istedikleri bir anda ellerinden çıkarabilecekleri bilinci ile güven kazanacaklar, uzun vadeli ve yüksek verimli projelere yatırım yapabileceklerdir. Bu şekilde, ekonomideki fonların etkin paylaşımı da sağlanmış olacaktır<sup>19</sup>.

Sermaye piyasası, ikincil piyasa vasıtasıyla daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetler için sürekli bir pazar oluşmasını sağlar. Her menkul kıymeti her an almak veya satmak mümkün olacağından, menkul kıymetin pazarlanabilirliği, yani likiditesi sağlanmış olur. Bu ortamda, menkul kıymetler yatırımcılar arasında kolaylıkla ve en az maliyetle el değiştirirler<sup>20</sup>.

**Riskin Paylaştırılması:** Sermaye piyasaları uluslararası entegre sermaye piyasaları aracılığı ile riskin paylaştırılmasını sağlar. Risk ve getirinin aynı yönlü olmasından yola çıkılarak; yüksek verime sahip projelerin aynı zamanda yüksek bir risk düzeyine de sahip olduğu ve uluslar arası entegre sermaye piyasaları aracılığı ile riskin paylaştırılması yolu ile fonlar yüksek verimli yatırım projelerine kaydırılmış olacaktır.

**İşletmelerle İlgili Bilgi Alınması:** Sermaye piyasası sayesinde işletmelerle ilgili bilgi alınması kolaylaşmaktadır. Yatırımcılar, işletmelerle ilgili bilgilere sahip

---

<sup>19</sup> Güler Aras ve Alövsat Müslümov, **Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü, OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği**, Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği Yayını, İstanbul, 2003, s. 10.

<sup>20</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), (2005), *Yatırımcı Köşesi*, Erişim:10.11.2005, <http://www.tspakb.org.tr/yatirimci.html>.

olacaklarından hisse senetlerinin gerçek fiyatlarını bilerek, bu fiyatlar üzerinden alım ve satım işlemlerini gerçekleştirebileceklerdir. Böyle bir ortamda yatırımcı, işletmelerle ilgili araştırma yaparak gerekli tüm bilgileri elde edebilecek ve sahip olduğu tüm bu bilgileri kontrol edebilecektir.

**İşletme Denetimi:** Etkin sermaye piyasalarının mevcut olduğu ekonomilerde, yönetimin başarısı ve hisse senedinin performansı ilişkilendirilmektedir. Bunun sonucunda ise ortaklar ve yöneticiler arasında bir çıkar birliği meydana gelmektedir. Bu durumda da yöneticilerin şirketin başarısı için daha fazla çaba göstermeleri gereği ortaya çıkmaktadır<sup>21</sup>.

**Özelleştirme Çabalarının Hayata Geçirilebilmesi:** Özelleştirmenin temel amacı devletin ekonomide işletmecilik alanından çekilmesini sağlamaktır. Devlet, özelleştirme uygulamalarında sermaye piyasasını da kullanmakta, böylece sermaye piyasalarına yönelmeyen yerli ve yabancı tasarrufları bu piyasalara yönlendirerek hem temel amacını gerçekleştirebilmekte hem de kamu borçlanmasının azaltılmasını sağlamaktadır.

**Ekonomiye Kaynak Yaratma:** Sermaye piyasası menkul kıymetlerin arzı ile talebinin karşılaşmasını sağlar. Ekonomideki tasarruf seviyesinin yükseltilmesi ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılması için etkin bir piyasanın olması gereklidir. Fon talep edenler, tasarruflarını değerlendirmek isteyenler ve ellerinde menkul kıymet bulundurup da bunları satmak isteyenler piyasada yer almaktadır. Bütçe açığını borçlanma veya özelleştirme yoluyla karşılamak isteyen devletin, kısa veya uzun vadeli borç senedi çıkararak borçlanmak isteyen özel sektörün ve hisse senedi çıkararak sermayesine ortak olacak yeni kişi ve kurumlar arayan şirketlerin karşılaşacakları yer sermaye piyasasıdır.

**Sermayenin Tabana Yayılması:** Sermaye piyasası, halka açılmayı teşvik eder. Etkin ikincil piyasalarda çok sayıda kişiye küçük miktarlarda satış yapılarak

---

<sup>21</sup> Aras ve Müslümov, a.g.e., s. 10.

küçük tasarrufların büyük teşebbüslere ortak olması ve sermayenin tabana yayılması mümkün olmaktadır<sup>22</sup>.

#### 1.1.4.2. Sermaye Piyasasının Çeşitleri

Sermaye piyasalarının bir bölümlendirmesini yapmak gerekirse, en yaygın sınıflandırma biçimi olan birincil ve ikincil piyasa ayrımı yapılabilir. Bu ayrım, menkul kıymetlerin ilk kez ihraç edilmesi ya da daha sonra el değiştirme şeklinde işlemlerin gerçekleştirilmesine göre yapılmaktadır.

**Birincil Piyasa:** Hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç eden şirketler ile alıcıların yani tasarruf sahiplerinin ilk kez karşılaştıkları piyasa birincil piyasadır. Yani ilk ihraçların yapıldığı piyasadır. Birincil piyasa, hisse senetleri ile tahvillerin ilk kez sürülüp ihraçtan alındığı piyasa olarak da tanımlanabilir<sup>23</sup>. Birincil piyasaya en güzel örneklerden biri, şirketlerin hisse senedi halka arzıdır. Şirketler, orta ve uzun vadeli fonları birincil piyasada temin ederler. Bir yatırım aracının örneğin bir menkul kıymetin ilk defa piyasaya sürülmesi (satılması) birincil piyasa işlemidir. Benzer şekilde, devlet iç borçlanma senetlerinin, T.C. Hazine Müsteşarlığı tarafından ihale yöntemi ile satımı da bir birincil piyasa işlemidir.

**İkincil Piyasa:** Menkul kıymetleri ihraçtan alanlar, bunları tekrar paraya çevirmek istediklerinde, hisse senetlerinde hiç bir zaman ve tahvillerde (erken itfa koşulunun olmadığı tüm durumlarda) vadeden önce bunları ihraç eden kuruluşa müracaat edemezler<sup>24</sup>. İkincil piyasa bu durumdaki menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasadır. Kıymetlerin ilk ihraçları sonrası işlem gördükleri piyasaları ifade eder. Başka bir ifade ile ikincil piyasa, menkul kıymetlerin ilk ihraçları sonrası işlem gördükleri piyasaları ifade eder. Menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasaya talep yaratır ve gelişmesini sağlar<sup>25</sup>. Örneğin, T.C. Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen borçlanma senetlerinin ihraç sonrası

---

<sup>22</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), (2005), *Yatırımcı Köşesi...*, a.g.e.

<sup>23</sup> İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa..., a.g.e, s. 3.

<sup>24</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), (2005), *Yatırımcı Köşesi...*, a.g.e.

<sup>25</sup> İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa..., a.g.e, s. 3.

alınip-satıldığı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Tahvil Bono Piyasası ikincil piyasaya bir örnektir<sup>26</sup>.

Sermaye piyasasının bir bölümü olan ikincil piyasanın en iyi teşkilatlanmış alanı, Menkul Kıymet Borsaları' dır<sup>27</sup>. Menkul Kıymet Borsaları; menkul kıymetlerin arz ve talebinin karşılaştığı örgütlenmiş piyasalardır. İkincil piyasalar; menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasadır. Bu piyasada, menkul kıymetler aracı kuruluşlar tarafından yatırımcılar için borsada alınip satılırlar. İkincil piyasada fonlar ve menkul kıymetler yatırımcılar arasında el değıştirir, şirketlere kaynak girişı olmaz. Yatırımcı, aldığı menkul kıymetleri ikincil piyasada kolaylıkla satabileceğini bildiğinde, birincil piyasada şirketlere kaynak aktarmaya daha rahat karar verir<sup>28</sup>. Birincil piyasa daha çok sermaye piyasası bilinciyle çalışırken, ikincil piyasa ise menkul kıymetler piyasası bilinciyle çalışmaktadır<sup>29</sup>.

#### 1.1.4.3. Sermaye Piyasalarının Asli Bileşenleri

Sermaye piyasalarını meydana getiren, asli bileşenleri dört gruba ayrılabilir. Bunlar ;

- Fon Arz Edenler (Bireysel ve Kurumsal Yatırımcılar),
- Fon Talep Edenler (Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Devlet),
- Düzenleyici Kurumlar (Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Menkul Kıymetler Borsası, Altın Borsası, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası, Türkiye Bankalar Birliği, BDDK, Hazine Müsteşarlığı, Merkezi Saklama Kuruluşu, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK), Sigorta Şirketleri Birliği, Aracı Kuruluşlar Birliği gibi otoritelerdir).
- Hizmet Kurumları (Rating –Derecelendirme- Kuruluşları<sup>30</sup>, Değerleme Kuruluşları, Bağımsız Denetim Kuruluşları gibi<sup>31</sup>)' dir<sup>32</sup>.

<sup>26</sup> Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), (2005), *Sözlük*, Erişim:09.11.2005, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sozluk.html>.

<sup>27</sup> İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa..., **a.g.e.**, s. 3.

<sup>28</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), *Yatırımcı Köşesi...*, **a.g.e.**

<sup>29</sup> İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa..., **a.g.e.**, s. 3.

<sup>30</sup> Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:40 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 04/12/2003 tarih ve 25306 sayılı

Fon fazlası olan ekonomik birimler, fonlarını mevcut ekonomik koşulları da göz önüne alarak değerlendirmek isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadır. Bireysel yatırımcılar; sahip oldukları gelirlerinin tümünü tüketim harcamalarına ayırmayıp, bir bölümünü de geleceklerini emniyet altına almak için birikim ve yatırıma ayırmış olan hane halkı, işletmeler ve devlettir. Kurumsal yatırımcılar ise; çeşitli yollarla, birikim sahiplerinden toplamış oldukları fonları mali piyasalarda değerlendirmek isteyen sigorta şirketleri, yatırım fonları gibi kurumlardır<sup>33</sup>.

Bireysel yatırımcıların, birikimlerini sermaye piyasasında değerlendirirken karşılaştıkları olumsuzluklar oldukça fazladır. Genellikle bireysel yatırımcılar, birikimlerini, sermaye piyasasında etkin ve kârlı bir şekilde yönetecek bilgi ve birikime sahip değildirler. Bu özelliklerine ek olarak birikimlerinin hacmi, çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmaya yetecek büyüklükte değildir. Bu nedenlerden dolayı bireysel olarak sermaye piyasasına fon sunmak yerine, kurumsal yatırımlar kanalı ile kolektif bir fon sunusu, bireye tasarruflarını bilinçli kullanma ve yatırım çeşitlendirmesi yolu ile riski azaltma olanakları verilmektedir<sup>34</sup>.

Çalışma, sermaye piyasasının fon arz edenlerinin bir bölümünü oluşturan kurumsal yatırımcılara yoğunlaşacaktır. Devam eden başlıktan itibaren kurumsal

---

Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ uyarınca, derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır. Tebliğ’de kredi derecelendirmesi “ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin, veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti”; Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi ise, “ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının Kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti” olarak tanımlanmıştır.

<sup>31</sup>Bağımsız denetim; ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının kamuya açıklanacak veya Sermaye Piyasası Kurulu tarafından istenecek mali tablolarının, genel kabul görmüş muhasebe kavram, ilke ve standartlarına uygunluğu ile bilgilerin doğruluğunun ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayı yansıtmadığının, denetçiler tarafından denetim ilke ve kurallarına göre, defter, kayıt ve belgeler üzerinden incelenmesini ve tespit edilen sonuçların rapora bağlanmasını ifade eder.

<sup>32</sup> TKYD, (2005), *Kredi Kuruluşları Kanunu Tasarısı ve Kurumsal Yönetim*, Erişim:29,11.2005, [http://www.tkyd.org/docs/kredi\\_kuruluslari\\_yasasi\\_kurumsal%20\\_yonetim.doc](http://www.tkyd.org/docs/kredi_kuruluslari_yasasi_kurumsal%20_yonetim.doc).

<sup>33</sup> Sarıkamış, a.g.e., s. 113.

<sup>34</sup> Ozan Yönü. “Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasasındaki Etkinlikleri.” (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001, s. 4.

yatırımcılar ayrıntılı bir şekilde incelenerek, bireysel yatırımcılardan üstünlükleri ve sermaye piyasalarındaki gerekliliği vurgulanacaktır.

## **1.2. Kurumsal Yatırımcılar ve Genel Özellikleri**

Kurumsal yatırımcılar, ekonomik kalkınmanın istikrarlı bir şekilde geliştirilebilmesinde gerekli olan tasarruf hacminin arttırılmasında ve bu tasarrufların etkin yatırım alanlarında kullanılmasında önemli işlevlere sahip olan finansal kuruluşlardır. Bu işlevlerini, bireysel yatırımcılardan toplanarak oluşturulmuş olan büyük miktarlardaki fonları, portföy yönetimi konusunda uzman olan kadroları sayesinde, sermaye piyasalarına kanalize ederek yerine getirirler. Bu nitelikteki diğer kurumsal yatırımcıları, ellerinde bulundurdukları büyük miktarlardaki fonlar ve bu fonları yöneten uzman kadrolar ile sermaye piyasasında kaynakların etkin dağılımını sağlayarak ve piyasanın gelişmesine katkıda bulunabilecek bunların yanında, piyasadaki dalgalamaları yumuşatabilecek güce sahip finansal kuruluşlardır.

Tasarrufların etkin yatırım alanlarına kanalize edilmesi, en az tasarruf hacminin arttırılması kadar önemlidir. Etkin yatırım alanların belirlenmesi ve fonların bu alanlara aktarılması ise alternatif yatırım alanlarına yönelik bilgilerin toplanmasını ve işlenmesini gerektirmektedir. Söz konusu bu fonksiyonların yerine getirilebilmesi, ancak profesyonel kadrolar tarafından yönetilen kurumsal yatırımcıların varlığı durumunda söz konusu olmaktadır<sup>35</sup>.

### **1.2.1. Kurumsal Yatırımcılara Yönelik Tanım ve Gruplandırılmalar**

En genel tanımı ile kurumsal yatırımcılar; küçük yatırımcıların tasarruflarını toplayarak kabul edilebilir risk ve getiri optimizasyonu ile vade uyumu amaçlarına yönelik olarak yöneten finansal kurumlardır<sup>36</sup>. Kurumsal yatırımcılar, bireysel küçük tasarrufların oluşturdukları birikimleri sermaye piyasalarına aktararak, bu piyasaların

---

<sup>35</sup> Targan Ünal, **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar, Türkiye Örneği, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, İMKB Araştırma Yayınları, No:7, İstanbul, 1995, s. 1.

<sup>36</sup> Oral Erdoğan ve Levent Özer, **Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1998, s. 4.

ve sonuçta ülke ekonomisinin sağlıklı, hızlı ve istikrarlı şekilde gelişmesine katkıda bulunurlar<sup>37</sup>.

Kurumsal yatırımcılar kavramı, farklı kurumlar ve kişilerce değişik kategorilere ayrılmakta ve genel itibari ile bazı görüş ayrılıklarına neden olmaktadır. Sermaye piyasaları ile ilgili bazı eserlerde ve bazı kurumlarca, kurumsal yatırımcılar olarak; emeklilik fonları, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kurumları, portföy yönetim şirketleri, vakıf ve bağış fonları gibi kurumlar ele alınırken, kolektif yatırım kuruluşları adı altındaki menkul kıymet yatırım fonları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları , gayrimenkul yatırım ortaklığı ve girişim (risk) sermayesi yatırım ortaklığı bu tanımın içine alınmamaktadır. Burada bahsedilen yatırım fon ve ortaklıkları yatırım şirketi çeşitleri olarak da ele alınmaktadır. Ayrıca yaygın olarak portföy yönetim şirketleri de yatırım şirketi olarak belirlenmektedir<sup>38</sup>.

Yatırım şirketlerinin açık ve kapalı sonlu olmak üzere gruplandırılmasına da sık sık rastlanmaktadır. Teorik açıdan açık sonlu yatırım şirketleri yatırım fonu (mutual funds) ve kapalı sonlu olan yatırım şirketleri de yatırım ortaklığı (investment trusts) şeklinde kabul görmektedir<sup>39</sup>. Kapalı uçlu yatırım şirketleri durumunda temel olarak sabit sayıda hisse senedi arzı yapılmakta ve hisseler açık piyasa ortamında serbestçe işlem görebilmektedir. Bu koşullarda bir menkul kıymet yatırım ortaklığı şirketine ait hisse senetleri birinci piyasada satıldıktan sonra halka açık anonim şirket olarak alınıp satılabilmektedir. Arzlarda iskonto oranı uygulanmadan portföy değeri karşılığında hisse senedi değerinin hesaplanmasının yanı sıra iskonto oranı uygulanarak da satış yapılabilmektedir<sup>40</sup>. Kolektif yatırım kuruluşları yatırım fon ve ortaklıklarından oluşur. Yatırım ortaklıkları bir şirket olarak kurulur, tasarruf sahipleri bu şirketin ortakları sıfatını taşır. Yatırım fonları ise; tasarruf sahiplerinin sermayesi tüzel kişiliği olmayan özel bir malvarlığı oluşturur ve bu özel malvarlığı kurucu tarafında işletilir<sup>41</sup>.

---

<sup>37</sup> Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu (TİSK), (2005), *Sigortacılık Açısından Bireysel Emeklilik Sistemi*, Erişim: 10.12.2005, [http://www.tisk.org.tr/isveren\\_sayfa.asp?yazi\\_id=424&id=25](http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=424&id=25).

<sup>38</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 5.

<sup>39</sup> Füsün Nomer, **Yatırım Ortaklıkları**, Beta Yayınları, İstanbul, 2003, s. 21.

<sup>40</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 6.

<sup>41</sup> Nomer, **a.g.e.**, s. 21.

Uluslararası literatürde kabul görmüş olan hali ile de, aynı ortak amaca hizmet etmekte olan kolektif yatırım kuruluşları adı altındaki yatırım fon ve ortaklıklarının da kurumsal yatırımcılar tanımı içinde yer alması gerekmektedir. Sonuçta; yapılan işlem her iki grupta da aynıdır. Küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimleri bir araya getirilip verimliliği yüksek olan yatırımlara yöneltilir<sup>42</sup>. Kabul edilebilir bir risk düzeyinde, getiri optimizasyonu ile vade uyumu amaçlarına uygun olarak oluşturulmuş olan portföyler profesyonel kadrolar tarafından yönetilir. Bu yüzden de kurumsal yatırımcıların; kolektif yatırım kurumları olan yatırım fon ve ortaklıklarını da içine alan, emeklilik fonları (özel ve kamu), sigorta şirketleri (hayat, hayat dışı), portföy yönetim şirketleri ve diğer kurumsal yatırımcılar (vakıf ve bağış fonları, bankalarca işletilen para, özel yatırım şirketleri... vb.) şeklinde incelenmesi çalışmada da benimsenecek olan yaklaşımdır.

### **1.2.2.Kurumsal Yatırımcı Türleri**

Kurumsal yatırımcılar; küçük tasarrufların, fon açığı veren ekonomik birimlerin kullanabilecekleri büyük tutarlar halinde birleştirilmesini ve finansal araçlar kanalı ile ekonomik yatırımlar arasında daha etkin bir şekilde dağıtılmasını sağlayan finansal kurumlardır<sup>43</sup>.

Kurumsal yatırımcılar genellikle bireysel yatırımcılardan, kurumların hazine yönetimlerinden ve kurumların emekli sandıklarından fonları toplamaktadırlar. Kurumsal yatırımcıların başında emekli sandıkları, sigorta şirketleri ve fon yöneticileri gelmektedir. Bu kurumların yatırımları hızla genişlemektedir. Bir yandan sermaye piyasasının şekillenmesinde etkili olurken uzun vadeli yatırım tercihleri ile piyasada istikrar unsuru olmaktadır. Kısa vadeli riskleri önlemek için giderek daha fazla riskten korunmayı sağlayan (vadeli işlemler) finansal enstrümanları kullanmaktadırlar<sup>44</sup>. Finansal kurumların gelişmesi, sermaye piyasalarına derinlik kazandırmakta önemli etkenlerden biri olmaktadır. Bunun sonucunda da farklı kurumsal yatırımcıların sınıflandırılması gereği ortaya çıkmaktadır. Kurumsal yatırımcıların genel bir sınıflandırılması aşağıdaki şekilde özetlenebilir.

---

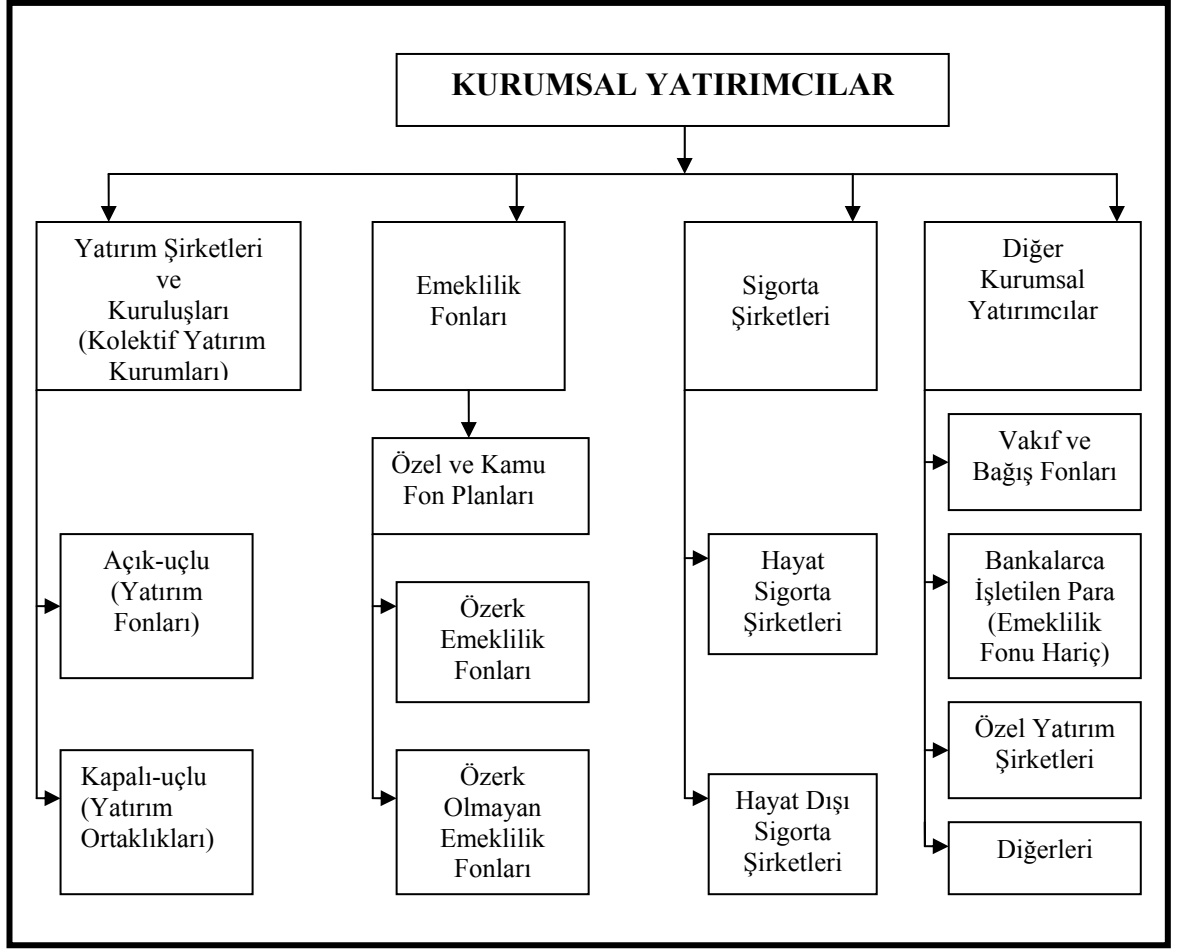
<sup>42</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 4.

<sup>43</sup> Ünal, **a.g.e.**, s. 147.

<sup>44</sup> Sadi Uzunoğlu, Kerem Aklın ve Can Fuat Gürlesel, **Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası**, İMKB Araştırma Yayınları, No:10, İstanbul, 1997, s. 71.



**Şekil 2**  
**Kurumsal Yatırımcıların Gruplandırılması**



**Kaynak:** Erdoğan ve Özer, a.g.e., s.5.'den geliştirilerek alınmıştır.

Tüm yatırımcılar için amaç, yatırımlardaki getiriye arttırmaktır. Yatırımcı grupları açısından başlıca farklılaşma portföylerin oluşumunda ve vade yapılarında olmaktadır. Yukarıdaki şekil bu farklılaşma esas alınarak oluşturulmuştur. Fon yöneticileri için ortalama 1-2 yılı geçmeyen sürelerdeki vade uzunluğu, emeklilik fonlarında 20-25 yıla uzanmaktadır. Yatırım ortaklıklarında yatırımın vadesi sınırlı olmamakla birlikte optimum strateji açısından fon yönetimine benzer vade planlaması mevcuttur.

Portföy oluşumunun kurumsallaşması daha çok yatırım fonları aracılığı ile gerçekleşmektedir. Yatırım fonları; bankalar, emeklilik sandıkları ve izin verilen

diğer finans kurumları tarafından kurulabilmektedir. Yatırım fonu bireysel fonları, kaynağı önem kazanmaksızın kurumsallaştıran özelliğe sahiptir.

Yatırım fonlarında da yatırım ortaklıklarında da amaç, portföy işletmektir. Yatırım fonlarının bir yatırım şirketi tarafından yönetilmesi prensibinden farklı olarak, yatırım ortaklığı şirketi doğrudan portföy işletmek amacı ile kurulmaktadır. Burada pasif varlık yönetimi söz konusu olmaktadır. Yatırım araçlarının portföy dahilinde yatırıma dönüştürülmesi ve yönetiminin gerçekleştirilmesi amacı ile kurulan yatırım ortaklıkları genel olarak sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlere yatırım yapabilmektedir.

Sermaye piyasası gelişmiş olan ülkelerde kurumsal yatırımcılar içerisinde sosyal güvenlik kuruluşları önemli bir payı oluşturmaktadır. Ancak, sosyal güvenlik sisteminin gelirlerinin giderlerini karşılamaya yetmediği ekonomilerde, bu kuruluşlar fon arz eden yapıyı oluşturmayıp fon talep eden bir yapıda faaliyet göstermektedirler.

Özel sigorta şirketleri kapsamında başlıca fon birikimi sağlayan kuruluşlardan olan hayat sigortaları, gelişmiş piyasaların etkinleşmesinde önemli rol oynamaktadır. Ancak, gelişen piyasalarda söz konusu şirketlerin sisteme entegrasyonu oldukça yenidir. Bu konuda sermaye piyasaları araçlarına dayalı fiyatların geçerliliği uygulama dahilindedir. Faiz oranının genellikle sabit olarak dikkate alındığı fiyatlandırmalarda menkul kıymetlere endeksli sigorta kontratları, opsiyon kontratı benzeri olarak düşünülebilmektedir. Parasal gelirler hayat sigortası primi oluşumunda en önemli faktör olarak dikkat çekmektedir. Bu arada hane halkının da üretime olan katkısının, hayat sigortası satın alımlarında etkili olduğuna ilişkin bulgular mevcuttur. Diğer yandan, hayat dışı sigorta sisteminde erken uyarı sistemlerinin uygulanmasıyla, ilgili şirketlerin batma risklerine karşı kontrol altında tutulmaları amaçlanmaktadır<sup>45</sup>. Kurumsal yatırımcılar en genel tanım esas alınarak aşağıdaki başlıklar altında kısaca anlatılacaktır.

---

<sup>45</sup> Erdoğan ve Özer, a.g.e., s. 4-6.

### 1.2.2.1. Kolektif (Müşterek) Yatırım Kurumları

Gelir fazlasına sahip olan bireyler, genellikle bu tasarruflarını sermaye pazarlarında finansal varlıklara yatırma becerisi, bilgisi ve deneyimine sahip değildirler. Bu özelliklerine ek olarak da bireysel tasarrufların tasarruflarının hacmi, çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmaya yetecek büyüklüğe ulaşmamıştır. Sayılan bu nedenlerin sonucu olarak, bireysel olarak sermaye pazarlarına fon sunma yerine, kolektif bir fon sunusu oluşturma bireye tasarruflarını bilinçli kullanma ve aynı zamanda yatırım çeşitlendirilmesi yolu ile riski azaltma olanakları verebilmektedir. Bireysel yatırımcıların birlikte hareket etme gereksinimi duymaları kolektif yatırım kurumlarının oluşmasına neden olmuştur. Bu sayede, hem yatırım seçeneklerinin aranıp bulunması için yapılacak analiz ve araştırma giderleri birim başına en düşük kılınabilmekte hem de çok çeşitli sektörlerdeki şirketlerin finansal varlıklarına yatırım yapılabilir. Böylece de yatırımın toplam riski azaltılabilmekte, fonu da uzman kişiler yönetmekte olduğundan portföy yönetimi rasyonel hale gelmektedir<sup>46</sup>.

Kolektif yatırım kuruluşları esaslı; çok sayıda küçük sermaye sahibi için bir tek tip portföyün, uzman kişi yada kişilerce oluşturularak ve aynı uzman kişi/kişilerce yönetilmesi, oluşturulmuş olan bu portföyden maksimum getiri ve minimum risk arasındaki optimum denge sağlanarak portföy hizmetlerinin tek elden yürütülmesidir<sup>47</sup>.

Kolektif yatırım kurumlarının doğuşu on dokuzuncu yüzyılın ilk çeyreğinin sonlarına rastlamaktadır. İlk yatırım fonu Belçika'da kurulmuş, onu 1860 yılında İskoçya'da kurulmuş olan fon izlemiştir<sup>48</sup>. Kolektif yatırım kurumlarının A.B.D.'de gelişmeye başlaması I. Dünya Savaşı öncesine rastlamakta ise de asıl gelişme 1920'lerde gözlenmektedir. Bugün çeşitli ülkelerde çeşitli adlarla kurulmuş çok sayıda kolektif yatırım kuruluşu faaliyet göstermektedir<sup>49</sup>.

---

<sup>46</sup> Sarıkamış, a.g.e., s. 113.

<sup>47</sup> Karşı, a.g.e., s.130.

<sup>48</sup> Sarıkamış, a.g.e., s. 113.

<sup>49</sup> Sarıkamış, a.g.e., s. 115.

Halktan toplanan sermaye ile oluşturulan portföyün kim tarafından ve hangi hukuki esaslar çerçevesinde yönetileceği konusuna çeşitli hukuk sistemlerinde farklı mekanizmaların olduğu ve her ülkenin de kendi hukuk düzeninde bulunan müesseselerden faydalandığı görülmektedir. Özellikle Anglo-Sakson<sup>50</sup> hukuk düzeninin yürürlükte olduğu ülkelerde, Kara Avrupası hukuklarında olmayan hukuki müesseselere (Trust) başvurulmuş ve bu müesseselerin de başarılı sonuç vermesinden sonra, Kara Avrupası ülkelerinin doktrinlerinde de bu müesseselerin uygulanabilirliği tartışılmaya başlanmıştır.

Temelde dört tip Kolektif Yatırım Kurumu bulunmaktadır, bunlar<sup>51</sup>:

1. Sözleşmeye dayalı Kolektif Yatırım Kurumları (Türkiye'deki yatırım fonları gibi)
2. Trust hukukuna göre kurulan Kolektif Yatırım Kurumları (Türkiye'de örneği bulunmayan, Anglo-Sakson ülkelerindeki "Unit Trust"lar gibi)
3. Şirket tipi açık uçlu Kolektif Yatırım Kurumları (Türkiye'de örneği bulunmayan, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları (DSYO) ve ABD'de kurulu "Mutual Fund" lar gibi)
4. Şirket tipi kapalı uçlu Kolektif Yatırım Kurumları (Türkiye'deki yatırım ortaklıkları gibi).

---

<sup>50</sup> "Anglo-Sakson Hukuku" kavramı, "Kıta Avrupası Hukuku" veya "Kara Avrupası Hukuku" kavramlarına karşıt olarak ABD, İngiltere, Avustralya ve diğer bazı ülkelerin hukuk sistemlerini anlatmak için kullanılmaktadır.

<sup>51</sup> Yalçın Özge Okat, (2000), *Kolektif Yatırım Modellerine İlişkin AT ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Kolektif Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları (Investment Companies With Variable Capital)*. Erişim:15.02.2006, <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/arastirmaraporlari/kye/ookat.pdf>.

**Tablo 1**  
**Kolektif Yatırım Kurumları Kavramının Ülkelere Göre Karşılıklı Değerlendirilmesi**

	ABD	İngiltere	Lüksemburg	Türkiye
Açık Uçlu ve Trust	Var (Unit Investment Trust yada Unit Trust)	Var (Unit Trust)	Yok	Yok
Açık Uçlu ve Sözleşme Hukukuna Göre Kurulmuş	Yok	Yok	Var (Collective Investment Fund)	Var (Yatırım Fonu)
Açık Uçlu ve Şirket	Var (Open-Ended Investment Company veya Mutual Fund)	Var (Open-Ended Investment Company)	Var (Investment Company with Variable Capital-SICAV)	Yok
Kapalı Uçlu ve Şirket	Var (Investment Company)	Var (Investment Trust)	Var (Investment Company with Fixed Capital-SICAF)	Var (Yatırım Ortaklığı)

**Kaynak:** Yalçın Özge Okat. Kolektif Yatırım Modellerine İlişkin..., a.g.e.

Ayrıca, kolektif yatırım kuruluşları devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşları (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities-UCITS) adıyla ayrı bir grup olarak ele alınmaktadır. Türkiye mevzuatına göre henüz böyle bir düzenleme mevcut değildir. Ancak ülkemizde bulunan yatırım fonları ve ortaklıkları devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapabilen kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Ancak gayri menkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları kolektif yatırım kuruluşu olarak değerlendirilmekte ve fakat portföyleri devredilebilir menkul kıymetlerden oluşmadığı için bu kuruluşlar bir tür ara model olarak kabul edilmektedirler<sup>52</sup>.

Temelde, yasal yapılarına göre ve fonun sabit ve değişir olmasına göre sınıflandırılması burada esas alınacaktır.

<sup>52</sup> Yalçın Özge Okat, 2000, *Kolektif Yatırım Modellerine İlişkin...*, a.g.e.

Yasal yapılarına göre kolektif yatırım kurumları yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları olmak üzere ikiye ayrılırlar. Yatırım ortaklıklarını benimsediği model ortaklık çözümdür. Yatırım fonlarının benimsediği model ise kontratsal çözümdür. Bunun anlamı ise; yatırım ortaklarının sermaye şirketi olması ve yatırım fonlarında ise bir şirket statüsünün söz konusu olmamasıdır. Yatırım fonlarında, katılımcılar, fon kurucusu ile bir kontrat yapmaktadırlar ve bu kontratın hükümlerine göre, fon kurucusu fonu yönetmektedir<sup>53</sup>.

#### **1.2.2.1.1.1. Yatırım Ortaklıkları**

##### **1.2.2.1.1.1.1. Genel Olarak Yatırım Ortaklıkları**

Yatırım ortaklıkları ilk defa 1860 yılında İngiltere’de kurulmuş ve daha sonra Amerika’da görülmüştür. XX. Yüzyılın ortalarına doğru da Avrupa ülkelerine yayılmaya başlamıştır<sup>54</sup>. Uluslararası alanda daha çok “Investment Trust” terimi ile anılan yatırım ortaklığı, aslında bugünkü anlamı ile ilk kez Anglo – Saksonların ortaya çıkardıkları kurumlardır. Başka bir ifade ile İngiliz-Amerikan kuruluşları olarak tanımlanabilir<sup>55</sup>. Yatırım ortaklıklarının Türkiye’ye gelişi ise 1982 yılında gerçekleşmiştir.<sup>56</sup>

Küçük birikimlerin, sermaye piyasasında işlem gören çeşitli taşınır değerlere güvenilir ve uzman kadrolar tarafından yatırılması ve korunması düşüncesine yönelik olarak riskin dağıtılması ilkelerine uygun, sadece taşınır değerlerden oluşan portföyü işletmek üzere kurulmuş olan anonim şirketler yatırım ortaklığı olarak adlandırılırlar<sup>57</sup>.

Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslar arası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli

---

<sup>53</sup> Sarıkamış, **a.g.e.**, s.114.

<sup>54</sup> Ayşegül Altınyuva, “Türk Sermaye Piyasası’nda Kurumsal Yatırımcılar Üzerine Bir İnceleme.” (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003, s. 30.

<sup>55</sup> Güven Vural, “Yatırım Klüpleri.” Doktora Tezi. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1977, s.17.

<sup>56</sup> Altınyuva, **a.g.e.**, s. 30.

<sup>57</sup> Karlı , **a.g.e.**, s.108.

madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulmuş olan sermaye piyasası kurumlarıdır<sup>58</sup>.

Yatırım ortaklıkları portföy işletmek amacı ile, ortaklık portföyü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak, portföy çeşitlendirilmesi yoluyla yatırım riskini, faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumlarına göre en aza indirecek şekilde dağıtmak, menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimi ile ilgili olarak gerekli önlemleri almak, portföyün değerini korumaya ve arttırmaya yönelik araştırmalar yapmak üzere kurulurlar.

Yatırım ortaklıkları anonim ortaklık olduklarından dolayı, bir yönetim kurulu tarafından temsil edilirler. Ani veya tedrici olarak kurulurlar. Tedrici usulde, kuruluş izni alınmasından itibaren izleyen üç ay içerisinde, halkı ortaklığa katılmaya davet etmek üzere, izahname ve sirküler hazırlanarak hisse senetlerinin halka arz edilmesi gerekmektedir. Ani usulde kuruluş yönteminde ise; kuruluşun tescilinden sonraki üç ay içinde halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması için kurula başvurulması gerekmektedir<sup>59</sup>.

#### **1.2.2.1.1.1.2. Yatırım Ortaklıklarında Hakim Olan Temel İlkeler**

Yatırım ortaklıklarında hakim olan temel ilkeler şunlardır:

##### **• Riskin Dağıtılması İlkesi**

Bu ilke sayesinde yatırım ortaklıklarının, bireylerin kendi imkanları ile sağlayamayacakları ölçüde riski dağıtmaları mümkündür. 100 YTL'ye sahip bir yatırımcı bu para ile ancak bir kaç hisse senedine yatırım yapabilir ve bu durum yatırımcının riskini artırır. Örneğin yatırımcının, hisse senedini satın aldığı iki şirketin mali durumunun bozulması ve hisse senetlerinin fiyatlarının düşmesi ihtimali, 25 ayrı şirkete ait hisse senedinin fiyatlarının birden düşmesi ihtimalinden çok daha yüksektir. Yatırım ortaklıkları binlerce kişiden para toplayarak, oldukça büyük portföyler oluşturabilir, bu sayede çok daha fazla

<sup>58</sup> Sudi Apak, **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 1995, s. 54.

<sup>59</sup> İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa..., **a.g.e.**, s. 84.

sayıda hisse senedine ve bu arada daha başka yatırım araçlarına örneğin tahvil ve bonolara yatırım yaparak, hisse senedi fiyatlarındaki herhangi bir düşüş anında bundan en az derecede etkilenme şansına sahip olurlar.

#### • Profesyonel Yönetim

Menkul kıymet piyasaları nitelikleri itibariyle belirli bir bilgi birikimini gerektiren teknik piyasalar olup, bu piyasada oluşan gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekir. Doğal olarak bireylerin böylesi bir takibi düzenli olarak yapmaları ve bu piyasalarda oluşan gelişmelerin menkul kıymet fiyatlarına etkilerini tahmin edip ona göre zamanında tavır alabilmeleri zordur. Yatırım ortaklıkları 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.

#### • Menkul Kıymet Portföyü İşletmek

Yatırım ortaklıkları, bazı kısıtlamalar içerisinde nakit ve kıymetli madenlere de yatırım yapabilmekle beraber, temel amaçları menkul kıymet alıp satmak ve alım satımlar arasında oluşan olumlu fark ile bu menkul kıymetlerin kar payları ve faizlerinden gelir sağlamak olan kuruluşlardır.

#### • Ortaklıktan Doğan Haklar

Bir yatırım ortaklığının hisse senedine yatırım yapan tasarruf sahibi, birtakım mali ve mali olmayan haklara sahip olmaktadır. Bu hakların başlıcaları kar payı hakkı, rüçhan hakkı ve genel kurul toplantılarında oy kullanma hakkıdır. Tasarruf sahipleri yatırım ortaklığı portföyü ile ilgili muameleleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Bu yetki devri ortaklık esas sözleşmesi ile olur. Kurucu ortaklık



portföyünü bu sözleşme çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek/yönettirmek zorundadır<sup>60</sup>.

#### **1.2.2.1.1.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları**

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının amacı; tasarruf sahiplerinin menkul kıymetlere yatırım yapmasını sağlamak ve ortaklarına yatırımları dolayısıyla profesyonel portföy yönetimi hizmetleri sunmaktır.

#### **1.2.2.1.1.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları; Sermaye Piyasası Kanunu' na dayanılarak, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenen, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak suretiyle faaliyet gösteren özel bir portföy yönetim şirkettir<sup>61</sup>. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, bir yatırım aracı olarak, gayrimenkul ve menkul kıymet yatırımlarının en iyi özelliklerini birleştirmekte ve yatırımcıya bir yatırım portföyünde gayrimenkulun profesyonel biçimde yönetildiği, pratik ve etkin araçlar sağlamaktadır<sup>62</sup>.

#### **1.2.2.1.1.5. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**

Risk sermayesi yatırım ortaklığı, başlangıç veya çıkarılmış sermayelerini, esas olarak sermaye kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırımlarına yönelterek risk sermayesi yatırım faaliyetlerinde bulunan ortaklıklardır.

Risk sermayesi yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım faaliyetinde bulunmak üzere kurulmuş olan şirketlerdir. Bu sebepten dolayı, risk sermayesi yatırım ortaklıklarının ödünç para verme işleriyle uğraşmaları, Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplamaları ve mevduat toplama sonucu verilebilecek her türlü iş ve işlemleri yapmaları, ticari, sınai, ve zirai faaliyetlerde

---

<sup>60</sup> Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), (2006), Erişim:29.03.2006, [http://www.spk.gov.tr/kyd/yo/mkyo/mkyo\\_tanitimrehberi.html](http://www.spk.gov.tr/kyd/yo/mkyo/mkyo_tanitimrehberi.html).

<sup>61</sup> Ekrem Çanakçı, **Yatırım Ortaklıkları 1995**, SPK Yayınları, Ankara, 1996, s.7.

<sup>62</sup> Erkan Bay, "Türk Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar ve Etkinliği." (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001, ss.57-58.

bulunmaları ve risk sermayesi yatırımı dışındaki sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmaları mümkün değildir<sup>63</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2. Yatırım Fonları**

##### **1.2.2.1.1.2.1. Genel Olarak Yatırım Fonları**

Yatırım fonları halktan toplanan parayı yatırımcı adına inançlı mülkiyet ve riskin dağıtılması ilkeleri doğrultusunda portföy yönetimi yaparak değerlendiren finansal kurumlardır. Bireysel yatırımcılardan toplanan para karşılığında arz edilen paylara katılma belgesi denilmektedir. Katılma belgesi, kıymetli evrak niteliğinde bir senettir ve belge sahibinin fona kaç pay ile katıldığını göstermektedir<sup>64</sup>. Bu katılma belgelerinin alışverişi bir taraftan iştirakçilere likidite sağlarken diğer taraftan borsalarda işlem hacminin artmasına hizmet etmektedir.

1920'li yıllardan günümüze finans dünyasındaki önemini koruyan yatırım fonları, bireysel yatırımcıların fonlarını bir havuzda toplayıp onlar adına portföy yönetimi yapan finansal kurumlardır. Yatırım fonları, risk, vade, miktar ayarlamasını ve fon aktarımını en düşük maliyetle gerçekleştirdiğinden mali piyasanın gelişmesine de önemli katkı yapmaktadır<sup>65</sup>.

Yatırım fonları ortaklık yasasına göre kurulmadıkları gibi anonim ortaklık statüsüne de sahip değildirler. bu nedenle yatırım fonu statüsündeki yatırım kurumları pay senedi çıkaramamakta, fona katılan yatırımcılara, katılmalarını kanıtlar nitelikte katılma belgeleri vermektedirler. Yatırım fonları iki yöntemle oluşturulabilmektedirler.

**1. Nakit Yöntemi:** Bu yöntemde göre, fon sözleşmesi hazırlanıp fon yöneticisi ve güvenilir kişi belirlendikten sonra katılma belgeleri yatırımcılara satılarak fon oluşturulur. Daha sonra yatırım kurumu, bu fonla, sözleşmede belirlemiş amaçlara uygun girişimlerde bulunmaya başlar.

---

<sup>63</sup> Çanakçı, a.g.e., s.10-11

<sup>64</sup> Yönü, a.g.e., s. 20.

<sup>65</sup> Ünal, a.g.e., s. 48.

**2. Tahsis Yöntemi:** Söz konusu bu yönteme göre fon kurulması durumunda fon kurucusu veya kurucuları fon sözleşmelerini hazırlayıp yasal formaliteleri tamamlarken aynı zamanda bir fon oluşturmaktadır. Tahsis edilen bu fonla bir portföy kurulmakta ve daha sonra da yeni katılma belgeleri hazırlanarak bu belgeler yatırımcılara satılmaktadır<sup>66</sup>.

Yatırım şirketleri için yapılan tanımın ötesinde yatırım fonları da; pay sayısının değişkenliğine bağlı olarak kapalı uçlu ve açık uçlu olarak sınıflandırılmaktadır<sup>67</sup>. Açık uçlu fonların yatırımcı açısından taşıdığı önem; fon paylarının istendiği bir anda kolayca alınıp satılmasından dolayı likit olması ve pay fiyatını ayarlayabilmesidir. Açık uçlu fonlarının fiyatlaması iki unsura dayalı olarak yapılabilmektedir. Fonun pay değeri fiyatı, fondaki kıymetlerin toplam piyasa değerinden fon giderlerinin çıkarılmasından sonra elde edilen değer toplam pay sayısına bölünmesi ile bulunur. Fiyata etki eden diğer bir unsur da fonun niteliği gereği dolaşımda bulunan pay sayısı olmaktadır<sup>68</sup>. Kapalı uçlu fonlarda ise pay sayısı değişmemektedir ve katılma belgelerinin fiyatları portföy değerinden bağımsız olmaktadır. Payların ihraççı tarafından geri satın alınıp itfa edilmesi söz konusu olmadığı için talep doğrultusunda arttırma ve azaltma yapılmamaktadır. Bu sınırlama katılma belgesini satmak isteyen satıcının borsada ve tezgah üstü piyasalarda alıcı bulmasını gerektirmektedir<sup>69</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2. Yatırım Fonu Türleri**

ABD Yatırım Ortaklığı Şirketi (Investment Company Institute-ICI) tarafından yatırımcı hedefleri dikkate alınarak, 22 farklı yatırım fonu sınıflaması yapılmaktadır. ICI bu sınıflamada; fonun hedefi ve yatırımcının hedefi arasındaki uyumu, fonun elde tutulma süresini, fon performans tahminini, potansiyelini, borsa endekslerine göre gelişimini dikkate almaktadır<sup>70</sup>.

- Mali bünyeleri kuvvetli şirketlere yatırım yapan büyüme fonları,
- Borçlanma senetlerini ve hisse senetlerini içeren karma gelir fonları,

<sup>66</sup> Yönu, **a.g.e.**, s. 20.

<sup>67</sup> Erdoğan ve Özer., **a.g.e.**, s. 7.

<sup>68</sup> Gürman Tefvik, **Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1995, s.4.

<sup>69</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 7.

<sup>70</sup> Ünal, **a.g.e.**, ss. 52-53.

- Portföylerinin önemli kısmını yabancı ülke senetlerine ayıran uluslararası fonlar,
- Devlet senetlerine yatırım yapan hükümet gelir fonları,
- Uzun vadeli belediye tahvil fonları,
- Kısa vadeli, vergiden muaf belediye tahvil fonları,
- Para piyasası fonları,
- Özel ve kamu sektörü tahvillerinden oluşan tahvil gelir fonları,
- Vergiden muaf eyalet tahvil fonları,
- Yüksek derecelendirmeye sahip şirketlerin tahvillerinden oluşan yüksek getirili tahvil fonları,
- Yüksek derecelendirmeye sahip şirketlerin tahvillerinden oluşan yüksek getirili tahvil fonları,
- Uzun dönemde sağlıklı büyüme gösteren şirketlerin hisselerinden oluşan büyüme ve gelir fonları,
- Hisse senedi fiyat artışlarını dikkate alan (Capital Gain) büyüme fonları,
- Ekonomik belirsizliğe göre farklı yapılarla hızlı uyum sağlayan esnek yatırım fonları,
- Federal kuruluşların ve hazinenin çıkardığı tahviller ile şirket tahvillerinden oluşan şirket tahvil fonları,
- Portföyünün önemli bir kısmını federal garantili ipotek dayalı ipotek senetlerine yatırım yapan milli ipotek kurum fonları,
- Ginnie Mae fonları,
- Hisse senetleri ve tahvillerden oluşan, yatırımcıya belli bir yarar sağlamayı amaçlayan dengeli fonlar,
- Çeşitli ülke şirketlerinin ve hükümetlerinin borçlanma senetlerine yatırım yapan global tahvil fonları,

- Opsiyon işlemlerinden ve kısa dönemli alım satımlardan gelir sağlayan opsiyon ve gelir fonları, kıymetli maden fonları,
- Faiz oranlarındaki dalgalanmaya karşı sabit oranlı ipoteğe dayalı menkulleri içeren hükümet ipotek fonları,
- Sermaye kazancından yararlanma olanağı sağlayan hisse senedine dönüştürülebilir tahvil fonları.

Fonların değişik şekillerde türlere ayrılması yatırımcılara daha özenli portföy oluşturma imkanı verilmesinin yanında değişik sektörler itibari ile piyasanın da derinleşmesine neden olmaktadır<sup>71</sup>.

Belli başlı yatırım fonu türleri bu başlık altında kısaca tanıtılacaktır.

#### **1.2.2.1.1.2.2.1. Büyük Ölçekli Yatırım Fonu**

Yeni oturma ve çok büyük şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan büyük ölçekli yatırım fonlarının amacı; güçlü olan bu işletmelerin piyasanın dalgalanmalarından daha az etkilenmesidir<sup>72</sup>. Büyük ölçekli yatırım fonlarında, portföy tüm hisse senetlerinin değeri 9 milyar dolar ve üzerinde olan büyük şirketlerin hisse senetlerinden oluşur<sup>73</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2.2. Orta Ölçekli Yatırım Fonu**

Portföy, tüm hisse senetlerinin değeri 1 milyar dolar ile 9 milyar dolar arası olan orta büyüklükte şirketlerin hisse senetlerinden oluşur<sup>74</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2.3. Küçük Ölçekli Yatırım Fonu**

Büyümekte olan genç şirketlerin hisse senetlerinden oluşan, risk ve kar payı potansiyeli yüksek olan fonlardır<sup>75</sup>. Küçük ölçekli yatırım fonu Portföyünde, tüm

<sup>71</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 11.

<sup>72</sup> Yılmaz Erolgaç, **Yirmi Birinci Yüzyılda Profesyonel Para Yönetimi - Borsada Yatırım ve Spekülasyon Stratejileri**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2000, ss.190-191.

<sup>73</sup> Dustin Woodard, (2006), *Types of Stock Mutual Funds*, Erişim:20.05.2006, [http://mutualfunds.about.com/cs/buildingblocks/a/stock\\_funds.html](http://mutualfunds.about.com/cs/buildingblocks/a/stock_funds.html).

<sup>74</sup> Dustin Woodard, (2006), *Types of Stock Mutual Funds...*, **a.g.e.**

<sup>75</sup> Erolgaç, **a.g.e.**, s.191.

hisse senetlerinin değeri 1 milyar dolardan az olan küçük şirketlerin hisse senetlerinden oluşur<sup>76</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2 4. Büyüme Amaçlı Fonlar**

Portföyde ağırlıklı olarak hisse senetleri bulunan bu tür fonlar, hisselerde değer artışı beklentisi olanların tercih ettiği fonlardır. Bu tür fonların kurulmasındaki temel beklenti portföylerindeki hisse senetlerinin değerlerinin zamanla artarak fonun değerinin yükselmesidir. Yeni şirketlerin hisselerine ve spekülasyon hisselere yatırım yapan fonlar aşırı büyüme amaçlı fonlar olarak nitelendirilmektedirler. Bu çeşit fonlar, genellikle hisse fiyatları büyük oynamalar gösteren, küçük ve yeni şirketlerin hisselerine yatırım yapmaktadırlar. Bu yüzden de, amaçları uzun vadeli yatırım olanlar bu tür fonları tercih etmektedirler<sup>77</sup>.

Genelde büyük ve orta ölçekli şirketleri tercih eden bu yaklaşımda amaç, senetlerin kar artışıdır<sup>78</sup>. Bu tür fonlar nitelikli ve sermaye yapıları sağlam şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar. Büyüme amaçlı fonları tercih eden yatırımcılar almış oldukları yüksek risk ölçüsünde yüksek bir sermaye kazancı amaçlarlar. Aşırı (saldırğan) büyüme fonları ile kıyaslandıklarında daha az risklidirler<sup>79</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2.5. Aşırı Büyüme Amaçlı (Saldırğan) Fonlar**

Aşırı büyüme amaçlı olarak adlandırılan bu tür fonların kuruluş amaçları maksimum büyümenin sağlanmasıdır. Bu sebepten dolayı, yeni kurulmuş olan ya da zor durumda bulunan şirketlerin hisselerine spekülasyon amaçlı yatırımda bulunurlar. Söz konusu şirketlerden elde edilecek olan temettü gelirleri düşük olacağından kısa vadede düşük getiri sağlanacak ancak uzun vadede büyümenin de etkisi ile önemli getiri artışları sağlanabilecektir<sup>80</sup>.

---

<sup>76</sup> Dustin Woodard, (2006), *Types of Stock Mutual Funds...*, a.g.e.

<sup>77</sup> Erdoğan ve Özer, a.g.e., s. 8.

<sup>78</sup> Erolgaç, a.g.e., s.191.

<sup>79</sup> Mohammad Najand and Larry J. Prather; "The Risk Level Discriminatory Power of Mutual Fund Investment Objectives : Additional Evidence". *Journal of Financial Markets*, Vol. 2, 1999, s. 326.

<sup>80</sup> Süzgen, a.g.e., s. 66.

#### **1.2.2.1.1.2.2.6. Gelir ve Büyüme Amaçlı Fonlar**

Büyüme amaçlı fonlara kıyasla daha az risk taşımakta olan bu tür fonlar, genellikle hisse senedi ve tahvil yatırımlarından oluşmaktadır. Piyasada güçlü olarak tanınan ve düzenli olarak temettü ödemesi gerçekleştiren şirketlerin hisselerine yatırım yapmaktadırlar<sup>81</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2.7. Sektör Fonu**

Ekonominin belirli sektörlerine yatırım yapmak amacı ile kurulmuş fonlardır. Aynı sektör içerisindeki şirketlerin performansları birbirleri ile aynı yönde hareket ettikleri için, bu tür fonlar yatırımcı için, daha az portföy çeşitlendirmesi yolu ile getiri ve kaybın daha büyük olmasına neden olmaktadır<sup>82</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2.8. Hisse Senedi Yatırım Fonu**

Yatırım fonu portföyünde yer alan menkul kıymetler değişik hisse senetleri arasından seçilerek oluşturulduysa, hisse senedi yatırım fonu olarak adlandırılır. Bu şekilde oluşturulan fon içerisindeki hisse senetlerinin değerlerinin artması fonun toplam değerinin artmasını sağlamaktadır. Hisse sendi fonları garantili devlet kağıtların yatırım yapmakta olan tahvil fonları ile karşılaştırıldığı takdirde, daha riskli olmalarına rağmen getiri beklentileri almış oldukları yüksek riske paralel bir şekilde artmaktadır<sup>83</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2.9. Tahvil Yatırım Fonu**

Yatırım fonunun portföyünde yer almakta olan menkul kıymetler, çeşitli şirketlerin ya da devlet borçlanma senetleri arasından seçilmiş ise bu tür fonlar, tahvil yatırım fonu olarak sınıflandırılmaktadırlar<sup>84</sup>. Oluşturulan havuzda paranın tamamı sabit getirili menkul değerlere yatırılır. Faiz geliri elde etmek ve istikrarlı kazanç sağlamak isteyen yatırımcılara yönelik olan fonlardır. Tahvillerin borsada işlem

---

<sup>81</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 8.

<sup>82</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 8.

<sup>83</sup> Burçak Müge Tunaer, “Türkiye’de Yatırım Fonlarının Getirileri Açısından Karşılaştırılması ve Performanslarının Değerlendirilmesi.” (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003, s.12.

<sup>84</sup> Christopher R. Blake, Edwin J. Elton and Martin J. Gruber. ; “Performance of Bond Mutual Funds”, *Journal of Business*, Vol.66, 1993, s. 372.

görmekte olan fiyatları, faiz oranlarının inip çıkmasına göre dalgalanır. Fon yöneticisi faiz oranlarının çıkmasını bekliyorsa, parayı kısa vadeli kağıtlarda tutar. Oranlar artınca yeniden uzun vadeli kağıtlara döner. Tahvillerin vadesi ne kadar kısa olursa fiyatlarda oynama o kadar kısa olur<sup>85</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2.10. Dengeli Fonlar**

Dengeli fonlar, çeşitli yatırım araçlarına yönetim inancı doğrultusunda, riski azaltacak aynı zamanda da devamlı gelir sağlayacak şekilde yatırım yaparlar<sup>86</sup>. Bu tür fonlar, portföylerinde hem hisse senedi hem de tahvil bulundurarak, hem cari gelir hem de sermaye kazancı sağlamak amacı ile hareket ederken bir yandan da tasarruf sahiplerini aşırı riske karşı (anapara ve faiz riski) korumuş olurlar<sup>87</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2.11. Para Piyasası Yatırım Fonu**

Para piyasası fonları, portföylerinin tamamını veya büyük bir kısmı para piyasası araçlarından oluşan yatırım fonlarıdır. Bu fonlar daha çok hükümetler, belediyeler ve şirketler tarafından ihraç edilen ve daha çok kısa vadeli ve yüksek kaliteli menkul kıymetleri portföylerine almaktadırlar<sup>88</sup>. Vadesi 3 ayı geçmeyen yatırım araçlarına (mevduat sertifikaları, finansman bonoları vb. ) yatırım araçlarına yatırım yapılarak işletilen fonlardır. Faiz oranlarına olan duyarlılığı hissedilmeyecek derecededir<sup>89</sup>. Bu tür fonlar diğer fonlarla kıyaslandıklarında en düşük riske sahip fonlardır<sup>90</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2.12. Karma Yatırım Fonları**

Karma fonlar; hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler, para piyasası araçları ve türev araçlardan oluşan portföylere yatırım yapan fonlardır. Bu fonlar söz konusu araçlardan birkaçına ya da tamamına yatırım yapabilmektedirler. Portföye

---

<sup>85</sup> Erolgaç, **a.g.e.**, s. 195.

<sup>86</sup> Berna Ak, "Sermaye Piyasası İçinde Kurumsal Yatırımcılar ve Yatırım Fonları." (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1992, s. 37.

<sup>87</sup> Tunaer, **a.g.e.**, s. 17.

<sup>88</sup> Saim Kılıç, **Türkiye'de Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İMKB Yayınları, İstanbul, 2002, s. 12.

<sup>89</sup> Erolgaç, **a.g.e.**, s. 196.

<sup>90</sup> Kılıç, **a.g.e.**, s. 12.



alınan her bir sınıftaki araçların ağırlıkları sabit tutularak yüksek gelir elde etmek amaçlanmaktadır<sup>91</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2.13. Global Yatırım Fonu**

Global fonlar global tahvil fonları ve global hisse senedi fonları olmak üzere iki grupta sınıflandırılabilir. Global tahvil fonu olarak adlandırılan fonlar dünya genelindeki mevcut şirketlerin ve ülkelerin borçlanma senetlerine yatırım yaparlar. Global yatırım fonları ise, aynı mantıkla, şirketlerin dünya genelinde işlem gören hisse senelerine yatırım yaparlar<sup>92</sup>.

Asıl amaç uluslararası sermaye piyasalarında yatırım yapmaktır. Almanya, İspanya, Kore, Japonya gibi belirli ülkelerin senetlerine konsantre olanlar olduğu gibi, Avrupa, Asya veya gelişmekte olan ülkelerin senetlerine yatırım yapan fonlar mevcuttur. Açık uçlu ve kapalı uçlu statüsünde bulunabilmektedirler.

Global yatırım fonları için iki çeşit risk söz konusudur. Bunlar; para kuru riski ve siyasal risktir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için bu iki risk oldukça yüksektir<sup>93</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2.14. Uluslararası Fonlar**

Ülke dışındaki alanda faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan fonlardır. Uluslararası fon olarak adlandırılabilmesi için, portföyün üçte ikisinin bu şekilde oluşturulması gerekmektedir. Global fondan farkı; portföyün tamamının ülke dışında konuşlanmış yatırım araçlarından oluşturulmasıdır. Global fonlarda olduğu gibi, uluslararası fonlar da yatırım yapılan ülkeye ait risk faktörlerini içermektedir<sup>94</sup>.

---

<sup>91</sup> Kılıç, **a.g.e.**, s. 12.

<sup>92</sup> Miranda Lam Detzler. ; "The Performance of Global Bond Mutual Funds", *Journal of Banking And Finance*, Vol. 23, Ağustos, 1999, s. 1196.

<sup>93</sup> Erolgaç, **a.g.e.**, s. 194.

<sup>94</sup> Tunaer, **a.g.e.**, s. 19.

#### **1.2.2.1.1.2.2.15. Çift Amaçlı Fonlar**

Uzun dönemde hem büyümeyi hem de getiriye maksimum kılmayı hedefler ve genellikle mali yapıları güçlü aynı zamanda da uzun vadede büyüme potansiyeline sahip olan şirketlere yatırım yaparlar.

#### **1.2.2.1.1.2.2.16. İhtisaslaşma Amacı Güden Fonlar**

Sadece bir çeşit menkul kıymet üzerine, mesela hisse senedi üzerine yatırım yapan fonlardır. Söz konusu fonlar sadece senet bazında ihtisaslaşmanın yanı sıra sektör bazında da ihtisaslaşmaya gidebilirler<sup>95</sup>.

#### **1.2.2.1.1.2.2.17. Altın ve Kıymetli Maden Fonları**

Altın ve kıymetli maden fonları; sahip olunan portföyün üçte ikisini altın, gümüş ve diğer kıymetli madenlerle ilgili menkul kıymetlerden oluştururlar.

#### **1.2.2.1.1.2.2.18. Borsada İşlem Gören Fonlar**

Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında alternatif bir yatırım aracı olarak ortaya çıkan 'Exchange Traded Funds' (ETF's), özellikle 2000 yılından itibaren A.B.D'de hızla yaygınlaşmaya başlayan bir fon türüdür. En basit anlamıyla ETF'ler; adından da anlaşılacağı üzere, menkul kıymetler borsalarında aynen bir hisse senedi gibi alınıp satılabilen (işlem gören) fonlardır<sup>96</sup>.

#### **1.2.2.2. Emeklilik Fonları**

“Çalışanların çalışma hayatı süresince elde ettikleri gelirden tasarruf ederek, emeklilik döneminde sürdürülebilir bir hayat düzeyi sağlamalarına olanak tanıyan ve koşulları önceden belirlenmiş bir "emeklilik planı" çerçevesinde işverenler, çalışanlar veya her iki grubun ya da, herhangi bir işverene bağlı olarak çalışmayan bireylerin, düzenli olarak yaptıkları belirli tutardaki katkıların bir fonda toplanarak, profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yatırıma yöneltildiği kurumsal yapılar” olarak tanımlanan emeklilik fonları, sosyal güvenlik alanında olduğu kadar finansal

---

<sup>95</sup> Süzgen, a.g.e. , s. 65.

<sup>96</sup> Kurumsal Yatırım Yöneticileri Derneği (KYD), (2006), *Yayın ve Raporlar; “ETF (Exchange Traded Funds) Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları”*, Erişim:28.05.2006, <http://www.kyd.org.tr>.

sistemde "kurumsal yatırımcı" kimliği ile de önem taşıyan kurumlardır. Emeklilik fonlarının; yatırım stratejilerinde uzun vadede yüksek kazanç elde etme arayışında olmalarının beraberinde getireceği kaliteli bir risk yönetimi ile finansal piyasalarda etkinliğin sağlanacağı ve bunun da ekonomik büyümeyi ve ulusal tasarrufları artırıcı etki yaratacağı söylenebilir<sup>97</sup>.

Emeklilik fonları, çalışanların emekli oldukları zaman toplu para almak veya emeklilik aylığı bağlatmak amacı ile iştirak ettikleri sosyal güvenlik kuruluşlarıdır<sup>98</sup>. Genel olarak finansal olmayan kurumların sponsorluk yaptığı, fon toplayarak yatırıma dönüştüren ve katılımcılarına emekli olduklarında geri ödemede bulunan finansal araçlardır<sup>99</sup>. Kendilerine özgü yasal düzenlemeleri, işlevsel sınıfları ve çalışma ilke ve kuralları vardır. İnsanların emeklilik günlerini yada başka bir deyişle geleceklerini teminat altına alma isteği taşımalarından dolayı emeklilik fonları diğer kurumsal yatırımcılardan ayrı bir öneme sahiptirler. Gerek toplum gerekse devlet, bu fonların yönetimlerine genelde duyarlı yaklaşmaktadırlar. Genel anlamda emeklilik fonları özel ve kamu emeklilik fonları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır<sup>100</sup>.

Emeklilik fonları ucuz mali kaynak bulunmasına imkan sağlayarak ya da sermaye piyasası fonlarının artmasına olanak vererek endüstriyel gelişimin hızlanmasına yardımcı olmaktadır.

### **1.2.2.3. Sosyal Güvenlik Kurumları**

Sosyal güvenlik, temel olarak kişilerin istek ve iradeleri dışında meydana gelen ve onların mal varlığında, gelirlerinde ve/veya çalışma gücünde kayıplara yol açarak kendilerinin ve geçindirmekle yükümlü oldukları kişilerin yaşamlarının devamlarını güçleştiren veya imkansız hale getiren tehlikelerin zararlarını telafi ve tazmin etmeye yönelik önlemlerden oluşur<sup>101</sup>. Hem bir düşünceyi hem de bu düşünceye işlerlik kazandıran yapıyı ifade eden sosyal güvenlik kavramı, toplumun

---

<sup>97</sup> Abdullah Kaya, (2002), *Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü*, Erişim:10.01.2006, [http://www.bilgehanyazici.com/pdf/Kurumsal\\_Yatirimci\\_BYazici.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/Kurumsal_Yatirimci_BYazici.pdf).

<sup>98</sup> Yurtseven, **a.g.e.**, s. 15.

<sup>99</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 22.

<sup>100</sup> Yurtseven, **a.g.e.**, s. 15.

<sup>101</sup> Ayşe Peker, (1997), *Sosyal Güvenlik Sisteminin Yeniden Yapılandırılması Tartışmaları ve Çözüm Önerileri*, Erişim:29.03.2006, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).

tüm bireylerinin, olası sosyal risklerin iktisadi sonuçlarına karşı korunması amacıyla gerekli tedbirlerin alınması anlamını taşımaktadır<sup>102</sup>.

Sosyal güvenlik kurumlarının belli başlı gelir kaynakları; iştirakçiler (Emekli Sandığı'na, Sosyal Sigortalar Kurumu'na ve Bağ-Kur'a prim ödeyenler), işveren ve devletten toplanan primler ile kurumların yatırımlarından ve diğer kaynaklardan elde edilen gelirlerdir. Giderleri ise; kurumların yerine getirmekle yükümlü oldukları görevlerinden kaynaklanan ölüm ve yaşlılık aylığı ile sağlık ve ölüm yardımı gibi giderlerden oluşmaktadır.

Sosyal güvenlik, bir ülkenin vatandaşlarının iradeleri dışında gelişen sosyal riskler nedeni ile ekonomik sıkıntıya düşmelerini önlemek amacı ile gerekli önlemlerin alınması anlamına gelmektedir. Ülkeler arasında sosyal güvenlik harcamalarının finansmanında kullanılan yöntemler konusunda bir görüş birliğine varılamamıştır<sup>103</sup>.

Bu konuda genellikle birbirinden ayrı iki yönetime başvurulmaktadır. Bunlardan biri dağıtım (birebir finansman) yöntemi diğeri ise kapitalizasyon (fon biriktirme) yöntemidir. Bu yöntemlerden biri seçilebileceği gibi karma bir yönetime de başvurulabilmektedir<sup>104</sup>.

Kapitalizasyon yönteminde, sigortalıdan alınacak primlerin hesaplanmasında uzun bir dönemdeki giderlerin, uzun bir dönemde elde edilecek primlerle ve bu primlerin kullanılmasından doğacak gelirlerle karşılanması esastır. Bu yöntemin esası, muhtemel risklerin ileride doğuracağı ödemeleri karşılayabilmesi için ödenen primlerin bir fonda toplanarak, bu fonun işletilmesine dayanmaktadır. Bu yöntem ise bireysel ve toplumsal kapitalizasyon olmak üzere iki yöntemle gerçekleştirilmektedir<sup>105</sup>.

- *Bireysel Kapitalizasyon:* Her sigortalı adına bir hesap açılır, bu hesapta toplanan primler işletilir, sağlanan faiz ve gelirlerle bir

---

<sup>102</sup> Ünal, **a.g.e.**, s.132.

<sup>103</sup> Yönü, **a.g.e.**, s. 63.

<sup>104</sup> Rodoplu, **a.g.e.**, s. 130.

<sup>105</sup> Süzgen, **a.g.e.**, ss. 27-28.

sermaye oluşturulur ve sağlanan bu sermaye birey emekliye ayrıldığında kendisine irat olarak verilir.

- *Toplumsal Kapitalizasyon:* Bu yöntemde, sigortalılardan alınan primlerle oluşturulan fonların çeşitli kanallarla ekonomiye aktarımı sağlanır. Bu fon, ekonomik verimi yüksek yatırımlara yöneltilerek büyütülmeye çalışılır. Sigortalılar emekliliğe ayrıldıklarında büyütülen bu fonların kendilerine dönüşleri sağlanır.

Dağıtım yöntemi, bir sigorta döneminin, genellikle bir yılının gelirleri ile aynı dönemin ya da bir sonraki dönemin giderlerinin karşılanması şeklinde olmaktadır. Burada esas olan gelir ve gider arası dengenin sağlanmasıdır.

Sosyo-ekonomik hayatın iki önemli kurumu olan sosyal güvenlik sistemi ve sermaye piyasaları bugüne kadarki gelişim süreçleri içerisinde kendi sahalarında ileri derecede uzmanlaşarak yasal ve kurumsal yapıya ulaşmışlardır. Her iki kurumsal yapı da birbirleri ile yakın ilişki içerisinde. Bunu en önemli nedeni ise, büyük rakamlara ulaşan sosyal güvenlik fonlarının en iyi şekilde değerlendirilmesine yönelik olarak sosyal güvenlik kurumlarının sermaye piyasalarına düzenli ve kesintisiz bir şekilde sunmuş oldukları fonlardır<sup>106</sup>.

Sermaye piyasasına yönelebilecek sosyal güvenlik fonları ve bunların içinde en önemli paya sahip olan emeklilik fonlarının yaratabileceği etkiler 10 madde ile özetlenebilir. Bunlar;

1. Kaynak dağılımında etkinlik,
2. Proje finansmanı,
3. Birincil ve ikincil piyasalarda derinlik, etkinlik ve verimlilik,
4. Risk-getiri oranlarında normalleşme,
5. Finansal hizmet alanlarında genişleme,
6. Risk derecelendirme,
7. Araştırma geliştirme faaliyetleri,

---

<sup>106</sup> Çağatay Ergenekon, "Sosyal Güvenlik Fonları ve Sermaye Piyasası", *İktisat Dergisi*, Sayı:400, Nisan, 2000, s.7.

8. Menkul kıymetleştirme ve yeni finansal araçlar,
9. Özelleştirme programları,
10. Özel tasarruflarda artış.

Emeklilik fonlarının sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetler üzerindeki etkileri de sermaye pazarlarında önemli sonuçlar doğurmaktadır. Çünkü söz konusu emeklilik fonları belirli menkul kıymetlere yönlendirildiği zaman özellikle de hisse senedi piyasalarında aşırı değerlenmeye ya da satışın söz konusu olduğu durumlarda da aşırı değer kaybına neden olmaktadır<sup>107</sup>.

Sosyal güvenlik sistemindeki fon sisteminde, ileride yapılacak ödemeler için ödenen primlerin bir fonda toplanarak bu fonun değerlendirilmesi esas alınmaktadır. Biriken fonların menkul kıymetler aracılığı ile değerlendirilmesi, kaynakların da daha etkin dağılımını sağlayacaktır<sup>108</sup>.

#### 1.2.2.4. Sigortacılık Sektörü

Sigorta şirketleri, mali sistem içinde mevcut fonları tasarrufçu kesimden yatırımcı kesime aktarma görevini üstlenmiş olan mali araçlardan biridir. sigorta şirketleri esas olarak kişi ve kurumların karşı karşıya oldukları çeşitli riskleri azaltan ve sundukları hizmetlerin karşılığı olarak sigortalıların ödedikleri primlerden oluşan fonları çeşitli piyasalara aktaran aracı kuruluşlardır<sup>109</sup>.

Sigortacılık kavramı toplumun belirli bir kesimin yönelik olarak zorunlu bir nitelik taşımakta olan sosyal sigorta mekanizmasından ayrı olarak ele alınmaktadır. Sigortacılık sisteminde temel ilke; toplumda benzer risklerle karşı karşıya bulunan bireylerle, söz konusu risklerin gerçekleşmesi durumunda tazminat ödenmesini sağlayacak bir sözleşme yapılması ve mümkün olabildiğince çok sayıda bireyle yapılan bu sözleşmelerle oluşturulan büyük fonların işletilerek tazminatların karşılanmasıdır. Burada amaç sadece gerçekleşen risklerden doğan zararları

---

<sup>107</sup> Hans J. Blommestein, "Emeklilik Reformlarının Sermaye Piyasalarına Etkileri", *İMKB Dergisi*, Cilt:2, No:7, Aralık, 1998, s.88.

<sup>108</sup> Ünal, a.g.e., s.134.

<sup>109</sup> Mehmet Şükrü Tekbaş, **Banka ve Sigorta Sektörü ile Aracı Kurumların Sermaye Piyasasındaki Etkinlikleri Sempozyumu**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yayınları, Yayın No:3, İstanbul, 1991, s.134.

karşlamak ve bireylere güvence sağlamak değil; bireylerin katılımları ile oluşturulan fonların yatırımlara aktarılması, ekonomiye kaynak yaratılması ve dolayısıyla gelir düzeyinin yükseltilmesinin sağlanmasıdır. İster hayat ister hayat-dışı sigorta dallarındaki sigorta şirketleri; gerçekleşmesi muhtemel risklere karşı sigortalılardan primleri peşin olarak tahsil ederler ve tazminatın ödeneceği tarihe kadar da bu primleri değerlendirme imkanına sahip olurlar<sup>110</sup>.

Sigortacılık sektöründe fon yaratma işlevi dar anlamda; hisse senedi ve tahvil alımına tahsis edilmiş tutarlar, geniş anlamda ise; primlere kurumsal tasarruf niteliği kazandırılmasıdır<sup>111</sup>. Sigorta şirketleri, kurumsal yatırımcı olarak pazarı etkilemede önemli bir rol oynarlar. Söz konusu kuruluşlar, sigorta poliçesi ya da katılma belgesi karşılığında topladıkları fonları, fon talebinde bulunan yatırımcıların hizmetine sunarlar<sup>112</sup>.

#### 1.2.2.5. Portföy Yönetim Şirketleri

Portföy yönetimi; belli bir tutardaki bir fonun, fon sahibinin tercihlerini de dikkate alarak, üstlenilen riske göre yüksek getiriye elde edecek belli varlık gruplarına yatırıldığı, zaman içindeki gelişmelere göre varlıkların portföy içindeki ağırlıklarının değiştirildiği ve performanslarının sürekli olarak değerlendirildiği dinamik bir süreçtir<sup>113</sup>. Portföy yöneticisinin esas amacı, yatırım yapacağı menkul kıymetleri ve bu menkul kıymetlerin portföy içerisindeki ağırlıklarını “etkin portföy”ü oluşturacak şekilde seçmektir. Etkin portföy kavramı ise, aynı risk sınıfında yer alan varlıklara göre en yüksek beklenen getiriye vaat eden (veya bunun tam tersi aynı beklenen getiriye sahip varlıkların arasındaki en düşük riski barındıran) varlıkları portföye alarak oluşturulacak portföyü tanımlamaktır. Portföy yöneticisinin hedefi; risk ve getiri istatistiklerini analiz ederek optimal portföyü (etkin portföy)

---

<sup>110</sup> Süzgen, a.g.e., s.39.

<sup>111</sup> Ünal, a.g.e., s.104.

<sup>112</sup> Niyazi Berk, **Sigortacılıkta Fon Yönetimi**, İMKB Yayınları, İstanbul, 2001, s.6.

<sup>113</sup> Mustafa Özçam, **Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi**, SPK Yayınları, Yayın No:104, Ankara, 1997, s.4.

oluşturmaktır. Dolayısı ile risk ve getiri hesaplamaları portföy oluşturulması ve işletilmesi için çok önemlidir<sup>114</sup>.

### 1.2.2.6. Yatırım Kulüpleri

Sermayelerini birleştirip müştereken bir portföy işletmek amacı ile birden fazla kişinin özel olarak bir araya gelerek kurduğu kişi birlikleri yatırım klüplerini oluştururlar. Bu birliklerin hangi hukuki yapı altında kuruldukları önem taşımaksızın, amacı belirli bir kişi topluluğunun sermayesi ile portföy işletmektir. Diğer bir ifade ile, bu birliklerin kuruluş amacı; halka çağrıda bulunarak kendilerine katılmalarını sağlamak değildir. Hangi yatırım değerine, ne oranda yatırım yapılacağına kararını, kulübü kuran ve aynı zamanda da sermayeyi sağlayan kişiler belirlerler. Yatırım fonlarından ve yatırım ortaklıklarından ayrıldıkları nokta da budur.

Yatırım kulüplerinin sermayedarları halk değil, önceden belirlenmiş kişilerdir ve yatırımlarla ilgili her hususu tespit edenler de kendileridir. Yatırım ortaklıkları; sermayesini halktan temin eden ve de önceden belirlenmiş yatırım stratejilerini uygulayan kurumlarken, yatırım kulüpleri ise; genellikle birbirlerini tanıyan ve yabancılara açılmak istemeyen birliklerdir<sup>115</sup>.

Yatırım klüplerinin sağladıkları faydalar ise şu şekilde sıralanabilmektedir<sup>116</sup>;

**1. Riskin Azaltılması:** Başlangıçta portföyün çapı küçüktür ve pek problem doğurmaz. Portföyün büyümesi üyelerin tecrübelerinin artışı ile birlikte yürür. Buna ilaveten, yatırımlar riskin dağıtılması ilkesine uygun bir şekilde yapıldığı için üyelerin karşılaştığı risk asgariye iner.

**2. Karşılıklı Eğitim:** Yatırım kulübü bir çeşit borsa okulu durumundadır. Kulüp üyeleri ortak faaliyet süresince, borsa mekanizması ve teknikleri ile, bir menkul kıymet portföyünün nasıl işletildiği konusunda, yalnız başlarına belki hiçbir zaman öğrenemeyecekleri bilgi ve tecrübelerine sahip olacaklardır. Milli ve milletlerarası ekonomik yaşamın özelliklerini öğrenecekler ve bir dereceye kadar ülkenin ekonomik yaşamına katılmış olacaklardır.

---

<sup>114</sup> Tunaer, **a.g.e.**, s.45.

<sup>115</sup> Nomer, **a.g.e.**, s. 29-30.

<sup>116</sup> Karşlı, **a.g.e.**, s. 161.



**3. Sadelik:** Kulübün hukuki biçimi, kuruluş formaliteleri ve işleyişi çok basittir. Gönüllü katılma sonucu üzerinde anlaşmaya varılan sözleşmenin üyelerce imzalanması hiçbir resmi formaliteyi gerektirmez ve masrafa ihtiyaç göstermez.

### **1.2.3.Kurumsal ve Bireysel Yatırımcı Arasındaki Farklılıklar**

Sermaye piyasasına fon arz eden kesim bireysel ve kurumsal yatırımcılardan oluşturmaktadır. Bireysel yatırımcılar; sahip oldukları gelirlerinin bir bölümünü geleceklerini emniyet altına almak için birikim ve yatırıma ayırmış olan hane halkı, işletmeler ve devlettir. Kurumsal yatırımcılar ise; çeşitli yollarla, birikim sahiplerinden toplamış oldukları fonları mali piyasalarda değerlendirmek isteyen kurumlardır.

İyi bir yatırım kararı için etkin yatırım alanlarının belirlenmesi, fonların bu alanlara aktarılması ve alternatif yatırım alanlarına yönelik bilgilerin toplanması gerekmektedir<sup>117</sup>. İyi bir analiz için ise; bilgi birikimi, analiz yeteneği ve teknik donanım gereklidir. Bireysel yatırımcılar bu işlemleri gerçekleştirmede yetersiz kalmaktadırlar<sup>118</sup>. Söz konusu fonksiyonların yerine getirilebilmesi; profesyonel kadrolar tarafından yönetilen kurumsal yatırımcıların varlığına bağlıdır<sup>119</sup>.

Bireysel ve kurumsal yatırımcılar arasındaki başlıca farklar aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- Bireysel yatırımcılar kitle psikolojisi ile hareket ederler. Buna karşılık, kurumsal yatırımcıların davranışları, piyasayı yönlendirici ve piyasada istikrar sağlayıcıdır.
- Risk toleransı bireysel yatırımcılarda kurumsal yatırımcılara nazaran daha düşüktür.
- Bireysel yatırımcıların ellerinde tuttıkları yatırımların süreleri, kurumsal yatırımcılara göre daha kısadır.

---

<sup>117</sup> Ünal, **a.g.e.**, s. 1.

<sup>118</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 3.

<sup>119</sup> Ünal, **a.g.e.**, s. 1.

• Bireysel yatırımcıların bilgi edinme ve edinilen bilgileri sağlıklı bir şekilde değerlendirme olanakları uzman kişileri bünyesinde barındıran kurumsal yatırımcılara göre oldukça sınırlıdır.

• Bireysel yatırımcılar yatırımlarını kendi imkanları ile gerçekleştirirler. Kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcıların bu küçük ve dağınık haldeki birikimlerini bir araya getirerek kendilerine kaynak yaratırlar<sup>120</sup>.

**Tablo 2**  
**Bireysel ve Kurumsal Yatırımcıların Farkları**

	Bireysel Yatırımcılar	Kurumsal Yatırımcılar
Genel Davranış Biçimi	Kitle Psikolojisi ile	Piyasayı Yönlendirici İstikrar Sağlayıcı
Risk Toleransı	Düşük	Yüksek
Yatırım Süresi	Kısa	Uzun
Kaynaklar	Kendi İmkanları	Birikim Sahiplerinin Fonları
Fonlama	Düşük Tutarlı	Yüksek Tutarlı
Bilgi Edinme ve Değerleme Olanağı	Sınırlı	Yüksek

**Kaynak:** S. Ünal Şakar, **Araçları, Kurumları ve İşleyişi İle Sermaye Piyasası**, İktisadi ve İdari Bilimler Yayınları, Yayın No:109, Eskişehir, 1997, s. 4.

Belirtilen bu farkların dışında bireysel yatırımcıların riski algılama şekli de kurumsal yatırımcılardan oldukça farklıdır. Kurumsal yatırımcı açısından risk; getirilerin standart sapması olarak değerlendirilirken, bireysel yatırımcı riski para kaybetmek ya da rahatsız edici bir şey yapmak olarak tanımlanmaktadır. Bireysel yatırımcılar riski genellikle para kaybettikten sonra fark ederler. Bireysel yatırımcıların çoğunda bilinmeyenden korkma özelliği vardır. Bilmedikleri bir araçla ilgili olumsuz haberleri abartırlar. Bireysel yatırımcıların çoğu daha önce zarar ettikleri bir senede ya da araca yatırım yapmaktan korkarlar. Portföy yatırımlarında zıt pozisyonlar olarak riskten kaçınma yaklaşımı genellikle bireysel yatırımlar arasında kaygı oluşturur. Onlar herkesin ilgilendiği popüler araçlara

<sup>120</sup> Şakar, a.g.e., ss. 3-4.

yatırım yaparak riski azaltabileceklerini düşünürler. Ayrıca bireysel yatırımcılar geçmişte oluşmuş risklerle, gelecekteki potansiyel riskleri birbirine karıştırma eğilimindedirler. Geçmişte çok iyi bir performansı olan bir senedin gelecekte de aynı performansı göstereceğini, dolayısıyla riskin de az olacağını düşünürler<sup>121</sup>. Bu noktada profesyonel kadrolar tarafından yönetilmekte olan kurumsal yatırımcıların gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Kurumsal yatırımcılar sayesinde; bireye tasarruflarını bilinçli kullanma ve yatırım çeşitlendirmesi yoluyla riski azaltma olanağı verilmektedir<sup>122</sup>.

#### **1.2.4. Neden Kurumsal Yatırımcılara İhtiyaç Vardır**

Menkul kıymetlere yatırım yapmak, özellikle bir portföy oluşturmak ve portföy yönetmek (Portfolio Management) bir uzmanlık konusudur. Küçük yatırımcılar ve küçük portföy sahipleri bu işi kendi başlarına yapamazlar. Bir uzmanın bilgisinden yararlanmaksa her zaman mümkün olmaz. Olsa bile, eğer uzmanın bazı hisse senetlerini ya da yatırım araçlarını tavsiye etmekte özel bir çıkarı varsa; uzmanın yararı da ortadan kalkacaktır. Amatör kişilerin kendi başlarına karar vererek oluşturacakları portföyler portföyün büyüklüğü ile orantılı olarak oldukça büyük zararlar meydana getirebilecektir. Bu durum ise küçük portföy sahibi bireysel yatırımcıları menkul kıymet yatırımlarından soğutur. Bu tür yatırımcılar, kendilerine altın, gayrimenkul gibi daha sağlam görünen daha az riskli olan başka yatırım alanları aramaya başlarlar. Diğer bir açıdan da, uzman bir kişinin kendisine danışanların hemen hepsine tavsiye ettiği belli kalburüstü menkul kıymetler vardır. Bazı durumlarda, uzman kişi o günün iyi durumundaki menkul kıymetlerinden kendisine göre ideal bulduğu bir portföy meydana getirir ve herkese oluşan bu tek tip portföyü tavsiye etmeye başlar.

Küçük yatırımcıların yatırım ve portföy yönetiminde ve de risk dağıtım konularında bir uzmandan yararlanma ihtiyacı ile birlikte Büyük Sayılar Kanunu'nun verdiği imkanlarla riskten korunma ihtiyacı ve oluşturulmuş olan tek tip portföyün her küçük yatırımcı için yeniden meydana getirilmesindeki tekrardan

---

<sup>121</sup> Mehmet Baha Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, HÜFAM Yayınları, Ankara, 2001, ss. 687-688.

<sup>122</sup> Sarıkamış, **a.g.e.** s. 113.

kaçınılması başka bir ifade ile de her bir yatırımcı için tekerleğin yeniden keşfedilmesindeki mükerrerlikten kaçınılması noktalarından hareket edilerek sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcılar gerekli hale gelmişlerdir. Buradaki amaç, uzman kişilerce oluşturulacak ve yine uzman kişilerce yönetilecek bir büyük portföye küçük sermaye sahipleri (bireysel yatırımcılar) ortak edilerek hem onları uzmanlık hizmetlerinden yararlandırmak, hem de herkes için aynı tip portföyü defalarca tekrarlamamanın anlamsızlığını bertaraf etmek, bu arada da oluşturulan portföyden azami randıman sağlamak, portföyün riskini asgariye indirmek, dolayısıyla da çok sayıda küçük sermaye sahibi için kar ve risk arasında optimal bir denge sağlamaktır.

Esas itibari ile, bu kuruluşları meydana getiren unsurlar şöyle sıralanabilir:

- Çok sayıda küçük sermaye sahibi,
- Herkes için bir tek tip portföy,
- Portföyü uzman kişi eli ile oluşturma,
- Portföyü yine uzman kişi eli ile yönetme,
- Portföyde minimum risk ve aynı zamanda maksimum getiri arasında optimal bir denge sağlama, portföy hizmetlerini tek elden yürütme.

Bu şekilde oluşturulan müşterek portföylerin, bireysel bazda oluşturulmuş portföylere karşı en önemli üstünlüğü, çok çeşitli menkul kıymetlere yatırım yapma imkanı sağlamasıdır. Bu sayede hem portföyün riskten daha az etkilenmesi sağlanır hem de daha çok çeşitli kıymetlerin değer artışı ihtimalinden yararlanılması mümkün olabilir. Riskin azaltılması, riskin dağıtılması yoluyla gerçekleştirilir. Riskin dağıtılmasının önemini şöyle bir örnekle vurgulamak mümkündür:

Şirketler denizde alçalıp yükselen dalgalara benzetilebilirler. En güçlü ve en iyi diye adlandırılan şirketlerin bile bir bilanço dönemleri diğerine uymaz. Kar rakamları sürekli olarak yıllar arasında ve hatta aynı yıl içerisindeki ara bilanço dönemleri içinde değişkenlikler gösterir. Tek tip şirketin yada az sayıda şirketlerin menkul kıymetleri üzerine yatırım yapılması durumunda, yatırımcı, iri bir dalga üzerinde dalga ile birlikte yükselip alçalan bir kayık içerisindeki balıkçıya benzer.

Oysa ki, bir kurumsal yatırımcı aracılığı ile yatırım yapan yatırımcı, bir kaptanın yönetimindeki büyük bir geminin içinde bulunan pek çok yolcudan biri gibidir. Münferit dalgalardan gemi az etkilenecektir ve de bu etkinin yolcu başına düşen payı da oldukça az olacaktır<sup>123</sup>.

Riskin azaltılmasının yanında ayrıca kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcılara oranlara bir çok avantaja sahiptirler. İyi bir yatırım kararının verilebilmesi için etkin yatırım alanlarının belirlenmesi, fonların bu alanlara aktarılması ve alternatif yatırım alanlarına yönelik bilgilerin toplanması gerekmektedir<sup>124</sup>. İyi bir analizin yapılabilmesi için ise; bilgi birikimi, analiz yeteneği ve teknik donanım gereklidir. Bireysel yatırımcılar ise bu işlemleri gerçekleştirmede yetersiz kalmaktadırlar<sup>125</sup>. Söz konusu bu fonksiyonların yerine getirilebilmesi; profesyonel kadrolar tarafından yönetilen kurumsal yatırımcıların varlığına bağlıdır<sup>126</sup>. Böylece bireysel yatırımcıların birlikte hareket etme gereksinimlerinin sonucunda, daha büyük bir portföy oluşturulmakta, yatırım seçeneklerinin aranıp bulunabilmesi için yapılacak analiz ve araştırma giderleri birim başına en düşük kılınabilmekte, çeşitli sektörlerde çalışan anonim ortaklıkların finansal varlıklarına yatırım yapma olanağı sağlandığı için yatırımların toplam riski azaltılabilmekte ve fon uzman kişi yada kişilerin yönetimine bırakıldığı için de portföy yönetimi rasyonel hale gelebilmektedir<sup>127</sup>.

Kurumsal yatırımcılar sayesinde bireysel yatırımcılara, çok daha az zahmet karşılığında tanınmış olan, daha güvenli ve profesyonel yatırım alternatiflerinin sağlanmasıyla, bireysel yatırımcıların sermaye piyasalarından kaçışı önlenmiş olacaktır. Bunun sonucunda ise, ekonomik büyüme için gerekli olan tasarruf artışı da sağlanabilecektir.

---

<sup>123</sup> Karşlı , **a.g.e.**, ss. 129-130.

<sup>124</sup> Ünal, **a.g.e.**, s. 1.

<sup>125</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 3.

<sup>126</sup> Ünal, **a.g.e.**, s. 1.

<sup>127</sup> Sarıkamış, **a.g.e.**, s. 113.

### 1.2.5. Kurumsal Yatırımcıların Fonksiyonları

Kurumsal yatırımlar, bireylerin gelir ve giderleri arasındaki pozitif farktan oluşan fon fazlalarının toplanması ve büyük miktarlara ulaşan bu fonların hukuki bir çerçeve içerisinde değerlendirilmesi ile oluşmaktadır. Fon oluşturulması işlemi, en temel tanımı ile tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesidir. Bu durumda da tasarrufların bireysel olarak değerlendirilmesi yerine, hukuki bir çerçeve içerisinde kolektif ve organize bir şekilde yatırımlara dönüştürülmesi yatırımlarda kurumsallaşmayı ön plana çıkarmıştır<sup>128</sup>.

Kurumsal yatırımcılar ellerinde bulundurdukları büyük miktarlardaki fonlar ve bu fonları yöneten uzman kadrolar ile sermaye piyasası kaynaklarının etkin dağılımını ve piyasanın gelişmesini etkileyebilecek olan piyasadaki dalgalanmaları yumuşatabilecek güce sahip finansal kuruluşlardır. Kurumsal yatırımcılar sermaye piyasalarının gelişiminde oldukça önemli roller üstlenmişlerdir.

Piyasada fiyat istikrarının sağlanması bireysel yatırımcıların, arzuladığı güven ortamının oluşmasında bekledikleri en önemli koşuldur. Fiyat istikrarının sağlanması ise piyasada derinliğin ve aynı zamanda genişliğin derecesine bağlıdır. Burada derinliği arttırmaktan kastedilen, pay sahipliğinin yaygınlaştırılması, alım-satım emirlerinin çokluğu ve sürekliliğidir. Ancak bu şekilde derinliğin derecesi artırılabilir. Aksi durumda, yani; emirlerin az sayıdaki hisse senedi üzerine yoğunlaşması durumunda, emirlerdeki küçük oynamalar fiyat istikrarını bozabilecektir. Bu ise bireysel yatırımcı açısından, istenmeyen bir durumdur. Piyasanın genişliği ise, borsa kotundaki hisse senetleri üzerine işlem yapan yatırımcıların farklı bekleyiş ve motivasyonlarla hareket etmeleridir. Menkul kıymet yatırım fonlarından hayat sigortası şirketlerine ve özel emeklilik kurumlarına kadar çok çeşitli kurumsal yatırımcının mali piyasalarda faaliyet göstermesi piyasa derinliğini ve genişliğini artırır<sup>129</sup>. Derinlik kazanmış bir piyasa, yabancı yatırımcılar için de ülke piyasasını cazip hale getirecek ve yabancı yatırımcıların yatırım kararları üzerinde önemli bir etki yaratacaktır. Böylece de piyasaya çeşitli bekleyişlere sahip yatırımcıların da girmesi sağlanmış olacaktır.

<sup>128</sup> Erdoğan ve Özer, a.g.e., s. 4.

<sup>129</sup> Ünal, a.g.e., s. 2.

Kurumsal yatırımcılar ekonomiye önemli katkılarda bulunmaktadır. Kurumsal yatırımcılar sayesinde tasarruflar tüketilmeyip, sermaye piyasası vasıtası ile ticari ve sınai alanlarda yönlendirilerek tasarruflara hareketlilik kazandırılabilen ve aynı zamanda tasarruf büyüklüğü artırılarak ekonomiye katkı sağlanmaktadır. Ayrıca tasarrufların tüketim yerine yatırıma yönlendirilmesi sonucunda sağlanacak olan sermaye arzı artışı ile, sermaye maliyetinin düşüşüne ve dolaylı olarak da enflasyon oranının azalışına katkıda bulunacaktır. Yatırımlar yoluyla sağlanacak katma değer hem milli gelir seviyesinin hem de ekonomik birimlerin gelir seviyelerinin yükselmesinde etkili olacaktır. Fon arz edenler sermaye piyasası araçları vasıtası ile yatırıma dönüştürdükleri fonların getiri olarak yine kendilerine döndüğünü gördüklerinde, bu fonlarının tamamını ya da bir kısmını yine sermaye piyasasında değerlendirmek isteyeceklerdir<sup>130</sup>. Yatırımcı güveni bu şekilde sağlanarak daha uzun vadeli tasarruf büyüklüğüne ulaşılacaktır<sup>131</sup>. Böylece sermaye piyasasında bir kaynak dönüşüm zinciri oluşmuş olacaktır ve tasarruf büyüklüğünde günden güne artış sağlanacaktır<sup>132</sup>.

Ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesinde öncelikle gerekli olan, tasarruf büyüklüğünün artışıdır. Kurumsal yatırımcılar bünyelerinde küçük tasarrufların birikimlerini gerçekleştirmek yolu ile ekonomik büyüme için sermaye oluşumu sağlarlar. Ancak özellikle gelişen piyasalarda tasarruf birikimi sağlanması yeterli olmamaktadır<sup>133</sup>. Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarında aktif rol oynayabilmesi için sadece toplam kurumsal fon hacminin yüksek olması yeterli bir kriter değildir. Aynı zamanda, bu kurumsal fonların önemli bir kısmının sermaye piyasası araçlarında değerlendirilmesi gerekmektedir<sup>134</sup>. Söz konusu bu ülkelerde gelir düzeyinin düşük olması tasarruf artışını sınırlayan başlıca faktördür. Bu yüzden de, tasarrufların ekonomik gelişmeye katkı sağlayacak olan verimli alanlara yönlendirilmesi gereği doğmaktadır<sup>135</sup>. Tasarrufların etkin yatırım alanlarına yönlendirilmesini, bireysel yatırımcıların kendi çabalarıyla gerçekleştirmeleri

<sup>130</sup> Mert Süzgen, "Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasası." (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1996, ss. 9-11.

<sup>131</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği (TSPAKB), (2003), *25 Aralık 2003 Dokuzuncu Üye Toplantısı*. Erişim:08.12.2006, [http://www.tspakb.org.tr/baskan/uye\\_toplantisi\\_9\\_031225.html](http://www.tspakb.org.tr/baskan/uye_toplantisi_9_031225.html).

<sup>132</sup> Süzgen, **a.g.e.**, s. 11.

<sup>133</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 3.

<sup>134</sup> Aras ve Müslümov, **a.g.e.**, s. 50.

<sup>135</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 3.

oldukça zordur. Bu noktada, kurumsal yatırımcıların gerekliliği, ekonomik gelişmeye ve sermaye piyasasının gelişmesine sağladıkları katkılar daha belirgin hale gelmektedir.

Kurumsal yatırımcılar sigorta şirketleri ve emeklilik fonları gibi uzun dönemli yatırım araçları ile yerli girişimciler açısından uzun dönemli finansman olanağı sağlarlar. Böylece yabancı sermayeye bağımlılığın azalmasına ve olası krizlerin önlenmesine de yardımcı olmaktadır. Ayrıca ülke sermaye piyasasının gelişmesini ve güçlenmesini sağlamaktadır<sup>136</sup>.

Bunun dışında da, kurumsal yatırımcıların güncel bilgileri daha etkili bir biçimde profesyonelce tedarik edebilmeleri sayesinde, portföy içeriklerini sık sık değiştirebilmeleri ikincil piyasaların likiditesine önemli katkıda bulunmaktadır<sup>137</sup>.

Bireysel tasarrufları bir araya getirerek etkin ve verimli alanlarda kullanıma aktaran kurumsal yatırımcılar, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda farklı yer ve öneme sahiptirler. Sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile bağlantılı olarak varlıkları ve etkinlikleri değişen kurumsal yatırımcılar aynı zamanda sermaye piyasalarının gelişiminde itici kuvvet niteliğindedir. İyi çalışan, etkin ve gelişmiş sermaye piyasalarının var olması için gelişmiş kurumsal yatırımcılara ihtiyaç vardır. Sermaye piyasasının gelişimi de kurumsal yatırımcıların gelişimi için önemli bir zemin hazırlamaktadır<sup>138</sup>. Sermaye piyasasının gelişimi için kurumsal yatırımcıların gelişmişlik derecesinin önemini ortaya koyan birçok deneysel araştırma mevcuttur<sup>139</sup>. Yapılan araştırmaların ortaya koyduğu sonuç ise; daha iyi durumda olan, daha fazla gelişmiş kurumsal yatırımcılara sahip olan ülkelerin daha hızlı büyüdüğü ve kalkındığıdır<sup>140</sup>.

---

<sup>136</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), (1999), *Institutional Investors in Latin America*, Erişim:20.10.2005, <http://www.oecd.org/dataoecd/40/22/2351014.pdf>.

<sup>137</sup> Inter-American Development Bank (IADB), (2001), *Capital Markets Conference: A Strategy For Emerging Capital Markets*, Erişim:12.12.2005, [http://www.iadb.org/sds/doc/IFM-Ketterer\\_Juan\\_Antonio-paper-CMRoundtable.pdf](http://www.iadb.org/sds/doc/IFM-Ketterer_Juan_Antonio-paper-CMRoundtable.pdf).

<sup>138</sup> Aras ve Müslümov, **a.g.e.**, s. 15.

<sup>139</sup> World Bank, (2003), *Developing Institutional Investors in People's Republic of China*. Erişim:12.12.2005, <http://www.worldbank.org.cn/English/content/insinvnote.pdf>.

<sup>140</sup> Kuhan Harichandra and S.M. Thangavelu, (2004), *Financial Sector Development and Economic Growth in OECD Countries*, Erişim:21.10.2005, <http://nt2.fas.nus.edu.sg/ecs/pub/wp/wp0405.pdf>.



Kurumsal yatırımcılar sermaye piyasalarında; değişime aracılık, tasarruf birikimi, kaynak transferi, risk yönetimi, risk kontrolü, fiyat bilgisinin sağlanması ve asimetrik bilgi sorununun çözümü işlevleri ile piyasanın gelişimini etkilemektedirler. Daha açık ifade edilirse; kurumsal yatırımcıların yerine getirdikleri bu işlevler, sermaye piyasası likiditesi ve hacminde artışa, fiyat volatilitesinde düşüğe, varlık fiyatlandırma etkinliğine, uluslararası entegrasyon düzeyinin gelişmesini sağlamaktadır. Bunlar ise sermaye piyasasının gelişimini gösteren temel kriterlerdir<sup>141</sup>.

---

<sup>141</sup>Aras ve Müslümov, **a.g.e.**, s. 15.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. Dünyada Kurumsal Yatırımcılar

#### 2.1. Dünyada Kurumsal Yatırımcıların Gelişimi

Ülke kalkınmasında ve sermaye piyasalarının gelişiminde önemli yer tutan kurumsal yatırımlar, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra özellikle de son 25 yılda hızla gelişmeye başlamıştır<sup>142</sup>. Ekonominin istikrar içinde büyüebilmesi ve gelişebilmesi için son derece gerekli olduğu artık tartışılmayan kurumsal yatırımcılar tüm dünyada, farklı boyutlarda da olsa devlet desteğine sahiptirler. Gerek devletçe sağlanan vergisel desteğin, gerekse bu enstrümanların özünde olan işlevsellik nedeni ile , dünyada finansal varlıkların enstrümanlara göre dağılımında, sermaye piyasası araçlarına doğru hızlı ve ciddi bir yönelme olduğu gözlemlenmektedir. Bu eğilimin diğer önemli iki nedeni de şu şekilde açıklanmaktadır:

- a. Özellikle OECD ülkelerinde nüfusun yaş ortalamasındaki artış paralelinde, emeklilik finansal ürünlerine ve yatırım fonlarına olan talep artışı,
- b. İletişim alanındaki teknik gelişmeler paralelinde piyasa dalgalanmalarından yararlanma olanağı sağlayan sofistike türev ürünlerin ortaya çıkması ve daha yüksek kar güdüsüyle tasarrufluların bu ürünlere yönelmesi<sup>143</sup>.

Kurumsal yatırımcıların yatırım enstrümanları tercihi açısından bir değerlendirme yapılacak olursa; genel olarak, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde hisse senetlerinin portföy içerisindeki payı daha yüksek olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise, gerek devlet iç borçlanma faizlerinin yüksek olması

---

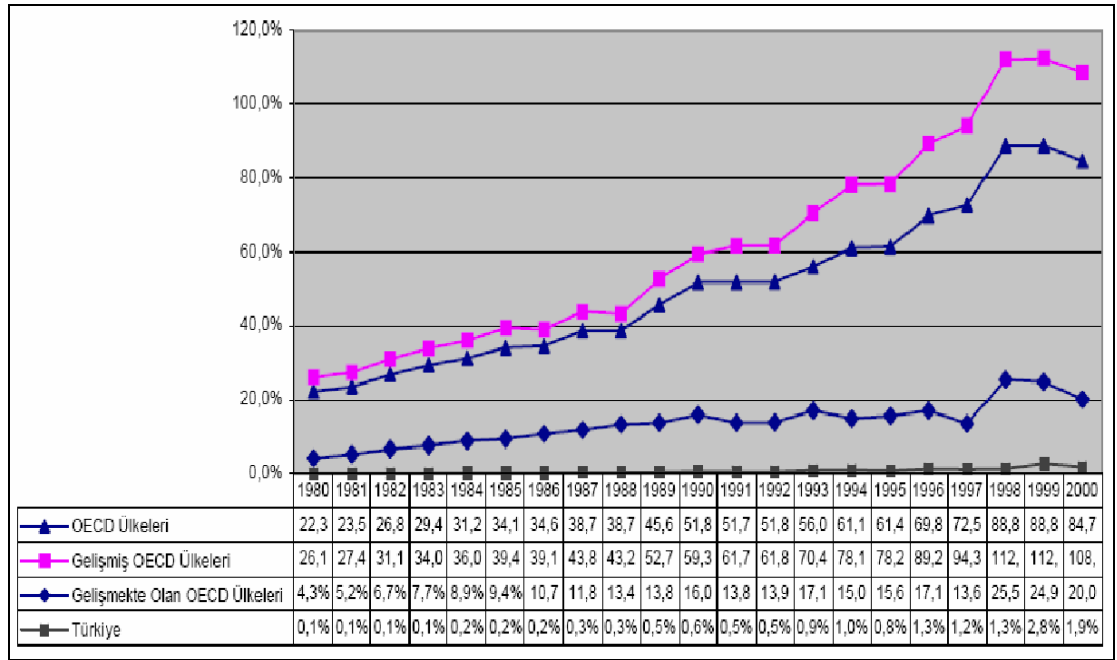
<sup>142</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, s. 47.

<sup>143</sup> Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (KYD), (2000), *Kurumsal Yatırımcıların Ülke Kalkınması ve Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri*, Erişim:10.02.2006, <http://www.kyd.org.tr>.

gerekse hisse senetleri piyasalarında fiyat oynaklığının fazla olması, kurumsal yatırımcıları daha çok sabit getirili enstrümanlara yönlendirmektedir<sup>144</sup>.

Kurumsal yatırımcıların işlevlerini yerine getirebilmeleri öncelikle yeterli fon birikimi oluşturmalarına bağlıdır. Kurumsal yatırımcıların fon birikim göstergesi olarak da finansal varlıklarının GSYİH içindeki payı ile sermaye piyasası kapitalizasyonu<sup>145</sup> içindeki payı kullanılmaktadır<sup>146</sup>. Genel olarak OECD ülkelerindeki kurumsal yatırımcıların toplam finansal varlıkları, kurumsal yatırımcıların toplam finansal varlıklarının sermaye piyasası kapitalizasyonuna oranı ve yine OECD ülkelerindeki kurumsal yatırımcıların portföy dağılımları aşağıdaki grafiklerde görülmektedir.

**Grafik 1**  
**Kurumsal Yatırımcıların Toplam Finansal Varlıkları (% GSYİH)**



**Kaynak:** Güler Aras ve Alövsat Müslümov, (2003), *Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü*, Erişim: 19.05.2006,  
[http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/research/books/kurumsal/02\\_Bolum.pdf](http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/research/books/kurumsal/02_Bolum.pdf).

<sup>144</sup> Erdoğan ve Özer., a.g.e., s.50.

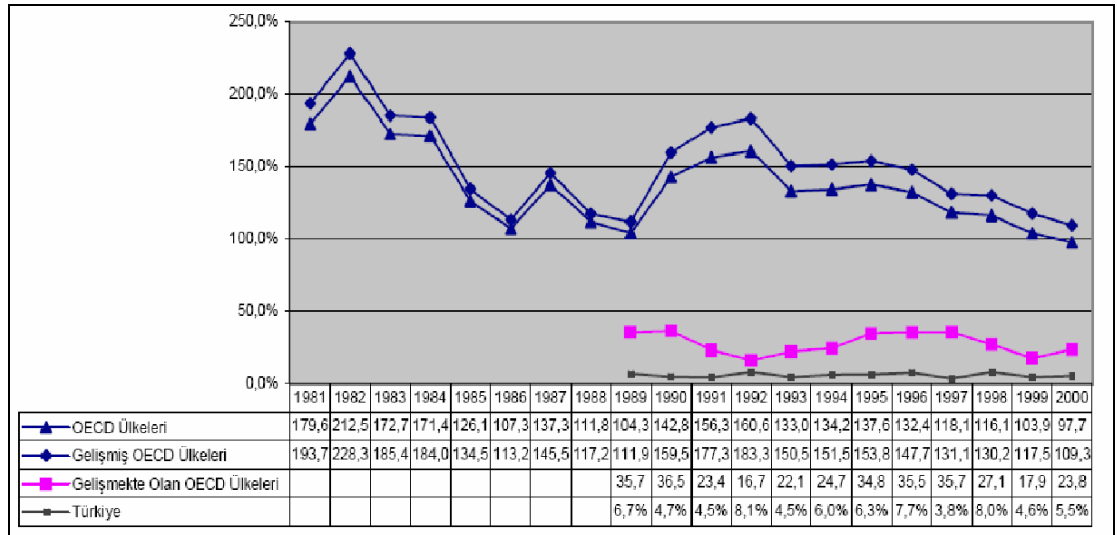
<sup>145</sup> Bir şirketin piyasa kapitalizasyonu (market capitalization), o şirketin hisse senetlerinin, borsada oluşan piyasa fiyatının, dolaşımdaki hisse senedi sayısı ile çarpılması suretiyle bulunan miktardır. Piyasa kapitalizasyonu kavramı ile piyasa değeri (market value) kavramı çoğunlukla eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Piyasanın toplam değeri ise borsaya kote şirketlerin piyasa değerlerinin toplamından oluşmaktadır. Piyasa kapitalizasyonu kavramı piyasaların büyüklüğünü ölçmek için kullanılır.

<sup>146</sup> Aras ve Müslümov, a.g.e., s. 16.

Araştırmada IFC'in (International Financial Corporation) sınıflandırmasına uygun olarak, gelişmiş ülkeler olarak ABD, Almanya, Avustralya, Avusturya, Belçika, Büyük Britanya, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İspanya, İsveç, İsviçre, İtalya, İzlanda, Japonya, Kanada, Lüksemburg ve Norveç; gelişmekte olan ülkeler olarak ise Çek Cumhuriyeti, Kore, Meksika, Macaristan, Polonya, Türkiye ve Yunanistan alınmıştır.

Kurumsal yatırımcıların finansal varlıkları son yıllarda önemli artış göstermiş, 1980 yılında tüm OECD ülkelerinde kurumsal fonların GSYİH içindeki payı ortalama %22.3 iken, 2000 yılında ortalama %84.7'ye ulaşmıştır. Kurumsal fonların GSYİH içindeki payı yıllar itibariyle sürekli artış trendi göstermekle birlikte, gelişmekte olan OECD ülkeleri ile gelişmiş OECD ülkeleri arasında fark giderek açılmaktadır. Gelişmiş OECD ülkelerinde kurumsal fonların GSYİH içindeki payı 2000 yılında %108.5 iken, gelişmekte olan piyasalarda bu oran %20'dir. Türkiye'de ise kurumsal fonların GSYİH içindeki payının 1980-2000 döneminde ulaştığı en yüksek değer 1999 yılında %2.8'dir.

**Grafik 2**  
**Kurumsal Yatırımcıların Toplam Finansal Varlıklarının**  
**Sermaye Piyasası Kapitalizasyonuna Oranı**

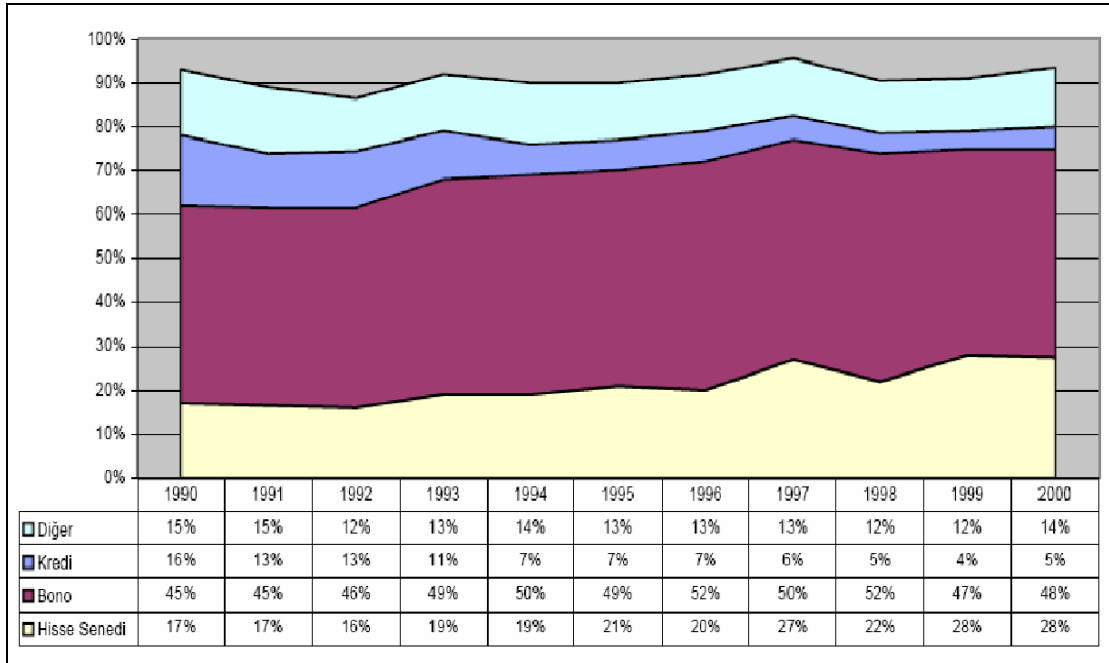


**Kaynak:** Güler Aras ve Alövsat Müslümov, (2003), *Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde...*, a.g.e.<sup>147</sup>

<sup>147</sup> Ülke kategorilerine göre verilen yıllık değerler, o kategoriye dahil ülkelerin yıllık değerlerinin ortalaması olarak hesaplanmıştır. Kore'ye ait değerler gelişmekte olan ülke ortalamasını önemli derecede etkilediğinden ortalama hesaplarına dahil edilmemiştir.

Kurumsal yatırımcıların alternatif büyüklük ölçütü olarak kullanılan, kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının sermaye piyasası kapitalizasyonu içindeki payının trendi üstteki grafikte verilmiştir. Gelişmiş OECD ülkelerinde kurumsal fonların sermaye piyasası kapitalizasyonu içindeki payı 1982-1989 döneminde düşüş, 1990-1992 döneminde yükseliş, 1993-2000 döneminde ise düşüş eğilimi göstermektedir. Bu düşüşün nedeni kurumsal fon hacmindeki daralma değil, sermaye piyasası kapitalizasyonu hacmindeki artış hızının kurumsal fon hacmindeki artışın üzerinde olmasıdır. Kurumsal fon birikiminin yetersiz olduğu gelişmekte olan OECD ülkelerinde, kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının sermaye piyasası kapitalizasyonu içindeki payı 1988-2000 döneminde %17-37 bandı içerisindedir. OECD ülkeleri içerisinde en düşük kurumsal fon birikimine sahip ülke olan Türkiye’de kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının sermaye piyasası kapitalizasyonu içindeki payının 1989-2000 dönemi içerisinde ulaştığı en yüksek değer 1992 ve 1998 yılında gerçekleşen %8’dir.

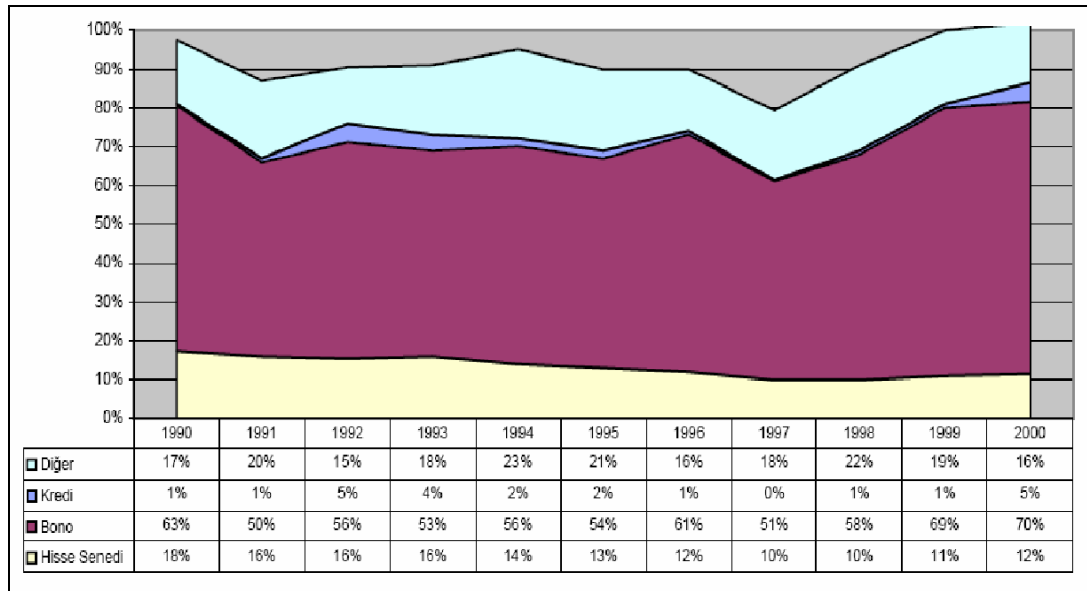
**Grafik 3**  
**OECD Ülkeleri Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımı (%)**



**Kaynak:** Güler Aras ve Alövsat Müslümov, (2003), *Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde...*, a.g.e.

OECD ülkelerindeki kurumsal yatırımcıların 1990-2000 döneminde portföy dağılımının analizinde, kurumsal fonların en büyük oranının sabit getirili yatırım araçlarında değerlendirildiği görülmektedir. Kurumsal yatırımcıların portföyündeki sabit getirili yatırım araçlarının oranı 1990-2000 döneminde %45-52 arasında değişerek, 2000 yılında %48 olmuştur. Aynı dönemde, kurumsal yatırımcıların portföyü içerisinde hisse senetlerinin payı %16-28 arasında değişmektedir. Son yıllarda hisse senetlerinin kurumsal yatırımcı portföyündeki payı önemli artış göstermiştir. Buna karşılık kurumsal yatırımcı portföyünde kredi hacmi 1990 yılındaki %16 değerinden, 2000 yılında %5'e gerilemiştir.

**Grafik 4**  
**Gelişmekte Olan OECD Ülkelerinde**  
**Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımı (%)**



**Kaynak:** Güler Aras ve Alövsat Müslümov, (2003), *Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde...*, a.g.e.

Gelişmekte olan OECD ülkelerinde kurumsal yatırımcıların portföy dağılımını, OECD ülkelerinde kurumsal yatırımcıların portföy dağılımı ile karşılaştırdığımızda, portföylerinde sabit getirili yatırım araçlarının çok daha ağırlıklı olduğunu görmekteyiz. Gelişmekte olan OECD ülkelerinde kurumsal yatırımcıların portföyündeki sabit getirili yatırım araçları oranı %70 seviyesine kadar yükselmiştir. Buna karşılık kurumsal yatırımcı portföyü içerisinde hisse senetlerinin payı %10-18 arasında değişerek, 2000 yılında %12 olmuştur. Diğer yatırım araçlarının toplam

kurumsal yatırımcı portföyünde hisse senetlerinde daha ağırlıklı paya sahip olması dikkati çeken diğer önemli unsurdur<sup>148</sup>.

Çalışmanın bu bölümünde kurumsal yatırımcıların, dünyadaki mevcut durumları incelenecek ve sayısal analizleri yapılacaktır.

## 2.2. Kolektif Yatırım Kurumları

Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve diğer kolektif yatırım kuruluşları (KYK'lar), gelişmiş ülkelerde yüz yıldan fazla bir süreden bu yana faaliyetlerini sürdürmektedirler ve bu kuruluşların önemi gün geçtikçe artmaktadır. Özellikle son on beş yılda, kolektif yatırım kuruluşlarının aktif büyüklüğü gelişmiş ülkelerde hızla tırmanmış, gelişmekte olan ülkelerin de sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunmak veya özelleştirmeye destek olmak amacıyla giderek artan bir hızla bu sürece katılmasıyla kolektif yatırım kuruluşları dünya ekonomisinde giderek daha büyük bir önem kazanmışlardır.

Kolektif yatırım kurumları, gelişmiş ülkelerde, son yıllarda, diğer kurumsal yatırımcılar olan hayat sigortası ve emeklilik fonlarına göre de paylarını sürekli arttırmışlardır. Bunun altında yatan nedenler ise; diğer ikisiyle kıyaslandığında basit bir işleyişe sahip olmaları, masraf ve komisyonlarının düşüklüğü, alım satım kolaylığı ve etkin düzenlemeler sayesinde kamuoyuna güvenli bir görüntü vermeleridir.

Amerika Birleşik Devletleri'nde ilk kurulan kolektif yatırım kurumları, 1889 tarihinde kurulan "New York Stock Trust" olmuştur. Kolektif yatırım kurumları, Almanya ve Fransa'da 1920'lerde, İsviçre'de ise 1930'larda ortaya çıkmıştır<sup>149</sup>

Kolektif yatırım kurumlarının yatırım fonu ve yatırım ortaklığı olarak ayrımı genellikle rastlanan temel ayrımdır<sup>150</sup>. Yatırım fonları katılma belgeleri, fon tarafından geri alınabilmekte ve katılma belgelerinin değeri, portföyü oluşturan menkul kıymete göre belirlenmektedir. Yatırım ortaklıkları; hisse senedi ihraç

<sup>148</sup> Aras ve Müslümov, **a.g.e.**, ss. 16-18.

<sup>149</sup> Yalçın Özge Okat, (2000), *Kolektif Yatırım Modellerine İlişkin...*, **a.g.e.**

<sup>150</sup> Yatırım fonu ve yatırım ortaklığı kavramı ABD'de aynı şirketi tanımlamaktadır.

etmekte ve ihraç ettiği payları, geri almamakla, payın değeri borsadaki arz ve talebe göre belirlenmektedir<sup>151</sup>.

### 2.2.1. Yatırım Fonları

İngiliz hukuk düzeninde “Unit Trust”, Amerikan hukukunda “Mutual Funds”, Fransız hukukunda “Fond De Placement” ve Alman-İsveç hukukunda “Anglagefonds” şeklinde düzenlenmiş bulunan ve sözleşmeye dayalı kolektif fonlar Türkçe’ye “Menkul Kıymetler Yatırım Fonları” veya daha kısa şekilde “Yatırım Fonları” şeklinde girmiş ve yerleşmiştir<sup>152</sup>.

Dünya’da ilk yatırım fonu 1822 yılında Belçika’da Soci t  de Belgiue adı ile kurulmuş ve onu 1960 yılında İskoçya’da kurulan fon izlemiştir. İngiltere’de ilk yatırım fonu 1930 yılında, Amerika’da 1924 yılında, İsviçre’de ise 1930 yılında kurulmuştur<sup>153</sup>. Birçoğunun gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olduğu söz konusu bu ülkelerde, günümüze kadar yapılan bu düzenlemeler ve piyasaların gelişim sürecinde gelinen noktalar, yatırım fonlarının günümüzdeki etkinliğinde temel nedeni oluşturmaktadır.

Yatırımcıların bir araya gelerek fonlarını birleştirdikleri bir havuz olarak tanımlanabilen yatırım fonları; Kıta Avrupası’nda, Anglo-Sakson hukukuna özgü bir kurum olan Trust’ı örnek alarak oluşturulmuş, kanunda belirtilmiş esaslar uyarınca yetkili kişi ve kuruluşlar tarafından katılma belgeleri karşılığında tasarruf sahiplerinden toplanan paralarla, belge sahiplerinin hesaplarına, riskin dağıtılması ilkesine uygun olarak çeşitli sermaye piyasası araçlarından ve kıymetli madenlerden oluşan portföyü işletmek amacı ile, sözleşme hukukuna göre kurulan mal varlığıdır.

Yatırım fonları küçük tasarrufçu için risk ayarlaması yapmakta, portföy yönetimi ve uzmanlık hizmeti sunmaktadır. Yatırım fonları risk, vade ve miktar ayarlamasını ve fon aktarımını en düşük maliyetle gerçekleştirdiğinden mali piyasanın gelişmesine de en önemli katkıyı yapmaktadır. Yatırım fonlarının katılım

---

<sup>151</sup> Ünal, **a.g.e.**, s. 49.

<sup>152</sup> Vural Günel, **Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1997, s. 380.

<sup>153</sup> İktisadi Araştırmalar Vakfı (İAV), **Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler**, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayını, İstanbul, 1989, ss. 30-31.



belgelerinin alışverişi bir taraftan iştirakçilere likidite sağlarken, diğer taraftan da borsalarda işlem hacminin artmasına hizmet etmektedirler. Dünya’da 1920’li yıllardan itibaren faaliyet gösteren yatırım fonları, günümüzde gelişmiş borsalarda hisse senedi piyasasına yapılan yatırımların önemli kısmını oluşturmaktadırlar<sup>154</sup>.

Gelişmiş piyasalarda yatırım fonlarının ülke piyasasına sağlamış oldukları birçok yarar mevcuttur;

- Yeni kurulan kamu kuruluşlarının, belediyelerin finansmanında önemli roller oynamaktadırlar,
- Hazine bonoları ve tahvillere yatırım yaparak kamu açığının finansmanına da yardımcı olmaktadır,
- Portföylerine aldıkları ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile konut ipoteği piyasasında yeni kaynaklar yaratmakta,
- Portföylerine yüksek getirili bono, tahvil ve finansman bonusu olarak kurumların borçlanma maliyetini düşürmektedirler.

Yatırım fonlarının finans dünyasına getirmiş oldukları en önemli avantajlardan birisi, değişken sermayeli, yani açu-uçlu olabilme, istenildiği anda pay sayısını arttırabilme özellikleri ile yatırımcıya likidite, fon alım satımında da kolaylık yaratmasıdır. Son yirmi beş yılda vergiden muaf fonların ve para piyasa fonlarının ortaya çıkması ile yatırımcı , borsada fiyatların düşmesi halinde hisse senedi fonlarından, sabit getirili ve para piyasası fonlarına kayabilmekte, sonuçta da sağlanan likidite özelliği sayesinde yatırımcı yatırım fonundan çıkmamaktadır<sup>155</sup>.

Dünyada, farklı ülkelerdeki toplam yatırım fonu rakamları ve yatırım fonu varlıkları aşağıdaki tablolarda görülmektedir.

---

<sup>154</sup> Ünal, a.g.e., s. 48.

<sup>155</sup> Ünal, a.g.e., s. 49.

**Tablo 3**  
**Yatırım Fonlarının Varlıkları (%GSYİH) (2002)**

Ülkeler	Yatırım Fonu Varlıkları	GSYİH	%GSYİH
ABD	6,390,360	10,417,000	61.34
Almanya	209,168	1,976,000	10.58
Arjantin	1,021	102,000	1.00
Avusturya	66,877	411,000	16.27
Avusturya	356,304	203,000	175.51
Belçika	74,983	248,000	30.23
Brezilya	96,729	452,000	21.40
Çek Cumhuriyeti	3,297	70,000	4.71
Danimarka	40,153	175,000	22.94
Filipinler	474	77,000	0.62
Finlandiya	16,516	131,000	12.60
Fransa	845,147	1,410,000	59.93
Güney Afrika	20,983	104,000	20.17
Hindistan	20,364	515,000	3.95
Hollanda	84,211	414,000	20.34
İngiltere	288,887	1,552,000	18.61
İrlanda	250,116	120,000	208.43
İspanya	179,133	650,000	27.55
İsveç	57,992	230,000	25.21
İsviçre	82,622	268,000	30.83
İtalya	378,259	1,181,000	32.03
Japonya	303,191	3,979,000	7.61
Kanada	248,979	716,000	34.77
Kosta Rika	1,738	17,000	10.22
Lüksemburg	803,869	20,000	4019.34
Macaristan	3,992	66,000	6.04
Meksika	30,759	637,000	4.82
Norveç	15,471	189,000	8.18
Polonya	5,468	188,000	2.91
Portekiz	19,969	121,000	16.50
Romanya	27	44,000	0.06
Rusya	372	347,000	0.10
Şili	6,705	64,000	10.47
Türkiye	6,002	183,000	3.27
Yeni Zelanda	7,505	58,000	12.94
Yunanistan	26,621	1,333,000	1.99

**Kaynak:** Yatırım Fonu Varlıkları; ICI Factbook 2005'den, GSYİH rakamları; Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı'ndan alınarak %GSYİH yapılmıştır.

Tabloda ülkeler için 2002 yılında yatırım fonu varlıklarının GSYİH içindeki payları yer almaktadır. Lüksemburg %4019.34, İrlanda %208.43 ve Avusturya %175.51, ABD %61.34, Fransa %59.93, Kanada %34.77, İtalya %32.03, İsviçre %30.83, Belçika %30.23, İspanya %27.55 ve İsveç %25.21 oranlarına sahiptirler. Türkiye bu tablo içerisinde oldukça küçük bir payla %3.27 ile yer almaktadır.

### 2.2.1. Yatırım Ortaklıkları

Anglo-Sakson kökenli bir kurum olan yatırım ortaklıkları, İngiltere’de “Investment Trust”, Amerika Birleşik Devletleri’nde “Investment Company”, Fransa’da “Société d’investissement” ve Almanya’da “Kapitalanlagegesellschaft” olarak bilinmektedir<sup>156</sup>. Yatırım ortaklıkları (investment trust) aslında bir İngiliz-Amerikan buluşudur<sup>157</sup>.

Bugünkü anlamda, tek amacı “halktan topladıkları paraları çeşitli menkul kıymetlere yatırarak riskin dağıtılmasını sağlamak” olan şirketler ilk olarak 1860’lı yıllarda İngiltere’de kurulmuştur. Bu müesseselerin çıkış sebebi o yıllarda İngiltere’deki faiz gelirin çok düşük (%3), buna karşılık yabancı ülkelerdeki demiryolu işletmelerinin çıkardıkları borç senetlerinin gelirin yüksek (%5-6) olmasıdır. Küçük tasarruf sahiplerinin bu riskli fakat yüksek gelir getiren senetlerden faydalanması ise, Kara Avrupa’sı hukuklarına yabancı ve fakat geleneksel bir İngiliz hukuki kurumu olan “trust” ile gerçekleşmiştir. İngiltere’de 1870’li yıllarda bu çeşit pek çok trust kurulmuştur. Ancak daha sonraları, bu tip organizasyonların trust şeklinde kurulmasından vazgeçilmiş, şirket hukuki yapısı altında faaliyet göstermeye başlamışlardır. Bugün yatırım fon ve ortaklıklarının en geliştiği ülke olan Amerika Birleşik Devletleri’nde ise, bu müesseseler 1800’lü yılların sonuna doğru kurulmuştur<sup>158</sup>. Anlaşıldığı üzere, yatırım ortaklıkları (investment trust) aslında bir İngiliz-Amerikan buluşudur<sup>159</sup>.

Bugün istatistiklere bakıldığında, yatırım fon ve ortaklıklarının dünyada çok büyük bir sermayeyi temsil ettiği görülmektedir. Bu kurumların dünyada ve aynı zamanda Avrupa’da bugünkü hacimlerine ulaşmalarını sağlayan asıl gelişme dönemi İkinci Dünya Savaşı’nın sonrasına rastlamaktadır.

2003 yılı itibari ile; tüm dünyadaki 53.150 adet yatırım fon ve ortaklığının net malvarlığı değerinin (total net assets) toplamı 10.288.862 milyon Euro’yu

---

<sup>156</sup> Selahattin Tuncer, **Türkiye’de Sermaye Piyasası, Teori-Uygulama**, Okan Yayıncılık Dağıtım, İstanbul, 1985, s. 130.

<sup>157</sup> Vural, **a.g.e.**, s. 17.

<sup>158</sup> Nomer, **a.g.e.**, ss. 32-34.

<sup>159</sup> Vural, **a.g.e.**, s. 17.

bulmaktadır. Ayrıca Amerika Birleşik Devletleri'nde kurulu yatırım fon ve ortaklıklarının net varlığının değeri 6.265.242 milyon US-Dolar'ı, Fransa'da kurulu olanların, 831.800 milyon Euro'yu, Lüksemburg'da kurulu olanların 747.377 milyon Euro'yu, Japonya'da kurulu olanların 267.334 milyon Euro'yu, Almanya'da 192.965 milyon Euro'yu, İsviçre'de 67.191 milyon Euro'yu bulduğu görülmektedir<sup>160</sup>.

Özellikle İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri'nde yaygın bir uygulama alanı bulan yatırım ortaklıklarının önde gelen faaliyetleri; tasarruf sahiplerine, paralarını taşınır değerlere yatırmada aracılık etmesi ve yardımcı olmasıdır. Bunun yanında yatırım ortaklıkları, ekonomik bakımdan tasarrufların gelişip çoğalmasını ve korunmasını sağlamak, sermaye piyasasında düzenleyici rol oynayarak dolaylı bir biçimde de olsa, ortaklıkların finansmanında yardımcı olmak işlevleri açısından, bugün sermaye piyasalarını vazgeçilmez kurumları olmuşlardır<sup>161</sup>.

Yatırım ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet amacı, yatırım fonları ile aynıdır. Yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları arasında bazı farklılıklar mevcuttur. Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda ve örgütlenmiş diğer piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacı ile kurulmuş olan sermaye piyasası kurumlarıdır. Fonların aksine, tüzel kişilik altında, anonim ortaklık türünde ve kayıtlı sermaye sistemine göre kurulmaları şarttır. Fonların talep doğrultusunda katılma belgesi ihraç edip büyüyebilmelerine karşılık, yatırım ortaklıkları sermaye artırımına gitmedikleri takdirde ihraç ve halka arz ettikleri hisse senetlerinin dışında büyüyemezler. Bu yüzden de, yatırım fonları “açık uçlu” olarak anılırlarken, yatırım ortaklıkları “kapalı uçlu” olarak tanımlanmaktadır<sup>162</sup>.

### **2.2.2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları dünyada 1960'larda ilk defa Amerika'da, REIT (Real Estate Investment Trust) adı ile faaliyet göstermeye başlamışlardır.

---

<sup>160</sup> Nomer, **a.g.e.** , s. 34.

<sup>161</sup> Vural, **a.g.e.** , s. 16.

<sup>162</sup> Çanakçı, **a.g.e.** , ss. 4-5.

Daha sonraları Uzak Doğu ve Avrupa’da yaygın bir şekilde faaliyet göstermeye başlamışlardır<sup>163</sup>.

Gayrimenkul piyasalarında yatırımcıların kendi paralarına yüksek getiri sağlayabilecek bir gayrimenkul yatırımı yapmalarının çoğu kez mümkün olmadığı gözlenmektedir. Sahip olunan kısıtlı mali kaynaklar ile yüksek gayrimenkul geliri sağlayabilecek projelere yatırım yapılmaması sorunu, gelişmiş ülkelerde, gayrimenkul finansmanı amaçlı finansal kuruluşların devreye girmesine yol açmış ve dolayısı ile sermaye piyasaları ile gayrimenkul piyasaları kaçınılmaz olarak bir araya gelmişlerdir<sup>164</sup>.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kendilerine özgü şirketlerdir. Bunun nedeni ise gelir getirici gayrimenkulleri işletmeleridir. Bazı gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayri menkulleri finanse ederler. Bir şirketin gayrimenkul yatırım ortaklığı olabilmesi için, yıllık vergilendirilebilir gelirinin %90’ını hissedarlarına kar payı şeklinde dağıtması gerekmektedir. Bugün Amerika’da 200 adet civarında gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketi bulunmaktadır. Bu şirketlerin de toplam varlıkları 475 milyar doların üzerindedir. Bu şirketlerin hisselerinin büyük borsalarda işlem görmeleri piyasada bu paya sahip olmaları için en önemli etkidir. Borsada işlem görebilmeleri gayrimenkul yatırım ortaklıklarını diğer gayri menkullerden oldukça farklı bir şekilde öne çıkarmaktadır<sup>165</sup>.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sınırlı (sürelili) gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Finite life REITs) ve belli amaca sahip, süresiz (devamlı) gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Perpetual REITs) olarak ikiye ayrıldığı gibi; halka açık gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Public REIT) ve halka açık olmayan gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Private REIT) olarak da gruplandırılır. Pek çok gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO) menkul kıymet piyasalarında işlem görür. Ancak GYO’nın halka açılması gibi bir gereklilik aslında yoktur. Borsada yer almayan ve tezgah üstü piyasalarda alınıp satılmayan GYO’ları, özel gayrimenkul yatırım ortaklığı

---

<sup>163</sup> Güler Aras. ; “Türk Sermaye Piyasasında Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Değerlendirme”, *İktisat Dergisi* , sayı:400, Nisan 2000, s. 67.

<sup>164</sup> Altunyuva, **a.g.e.**, s. 86.

<sup>165</sup> Invest in REITs, (2006), *The REIT Story*, Erişim:08.06.2006, <http://www.investinreits.com/learn/reitstory.pdf>.

(Private REIT) olarak isimlendirilir. Özel GYO'ı da kendi arasında üç grupta incelenir;

- Büyük miktarlarda yatırım yapan kurumsal yatırımcıları hedefleyen özel GYO,
- Bir mali danışman tarafından sunulan hizmet paketinin parçası olarak yatırımcı temsilcisi olan GYO,
- İleride halka açılmak üzere gelişecek olan GYO beklentisi ile risk sermayedarlarınca satılan korumacı GYO (incubator REITs)

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının diğer bir ayırım şekli ise, aktiflerinde yer alan gayri menkullerin mülkiyetine sahip olup olmamalarına göre yapılmaktadır. Buna göre GYO'lar üç grupta incelenir,

- Özvarlığa dayalı GYO (Equity Trusts)
- İpotek ortaklıkları (Mortgage Trusts)
- Karma ortaklıklar (Hybrid Trusts)

İpotek ortaklıklar, ipotek yükümlülüklerini satın alırlar, öncelikli olarak öz kaynağı ellerinde tutanlara verilen ipotek rehin hakları (mortgage liens) ile kreditor durumundadırlar. Öz varlığa dayalı ortaklıklar ise, gayri menkulün hisselerini elde etmektedir<sup>166</sup>. İlerleyen zaman içerisinde her iki ortaklığın da avantajlı tarafları birleştirilerek karma (melez- hybrid) ortaklıklar oluşturulmuşlardır<sup>167</sup>.

Portföylerindeki gayri menkulün mülkiyetine sahip olan öz varlığa dayalı GYO'ları da kendi içerisinde 9 grupta toplanmaktadır.

- Tam tanımlanmamış ortaklıklar
- Tam tanımlanmamış ortaklıklar ve satın alma ortaklıkları
- Tam tanımlanmış ortaklıklar
- Karışık ortaklıklar

---

<sup>166</sup> Belgin Akçay, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, İktisat, İşletme ve Finans Yayını, Ankara, 1999, ss. 20-21.

<sup>167</sup> Rejean Abraham Morgan, (2005), *REITs: Yes, I Pretended to Know What They are, too*. Erişim:06.06.2006, <http://law.marquette.edu/s3/site/images/library/ereserve/Morgan.pdf>.

- Finansal kaldıraç oranı yüksek ve düşük olan ortaklıklar
- Süreli ve süresiz (FREITs) gayrimenkul yatırım ortaklıkları
- Kapalı uçlu ve açık uçlu gayrimenkul yatırım ortaklıkları
- Mübadele ortaklıkları
- Gayrimenkul geliştirme amaçlı olarak teşebbüs ortaklıkları
- Sağlık hizmetlerinde uzmanlaşmış gayrimenkul yatırım ortaklıkları<sup>168</sup>.

#### 2.2.2.2. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Risk sermayesi yatırım ortaklıkları (RSYO) , dünyada “Venture Capital Trust” adı ile tanınmaktadır. Teknoloji ağırlıklı sanayileşme stratejisinin benimsendiği başta ABD, İngiltere, Fransa, Japonya, Hollanda ve Almanya gibi ülkelerde özellikle II. Dünya Savaşı'ndan sonra ortaya çıkan risk sermayesi genel olarak; dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansmanı biçimi olarak tanımlanabilir<sup>169</sup>.

Risk sermayesi; bu sermayeyi koyanların ya da başka bir ifade ile ortaklıklarda yeterli büyüklükte hisse sahibi olmak isteyen yatırımcıların, gelişme potansiyelini yüksek gördükleri firmaların faaliyetlerine devam edebilmesi için yaptıkları uzun vadeli yatırımdır<sup>170</sup>. Risk sermayesinin esas amacı; yüksek gelişme potansiyeline sahip ve rekabet üstünlüğü olan veya olabilecek olan işletmelere uzun vadeli yatırımlarda bulunarak ve gerektiği durumlarda aktif yönetsel destek ve diğer uzmanlık hizmetlerini sağlayarak ekonomik değer artışı elde etmek yolu ile portföylerinde yer alan menkul kıymetlerin değerlerini arttırmak ve bu menkul kıymetleri elden çıkarmak suretiyle yüksek getiri sağlamaktır<sup>171</sup>.

Risk sermayesi temel olarak, teknolojik yenilik, sermayeye katılım, yönetime katılım, küçük işletme, hızlı büyüme, uzun vadeli yatırım gibi unsurlardan oluşur. Risk sermayesinin asıl amacı; yatırım yapılan projenin dayandığı teknolojinin

<sup>168</sup> Akçay, a.g.e. , s. 22.

<sup>169</sup> SPK, (2006), *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi*, Erişim:10.06.2006, [http://www.spk.gov.tr/kyd/yo/rsyo/gsyoy\\_tanitimrehberi.html](http://www.spk.gov.tr/kyd/yo/rsyo/gsyoy_tanitimrehberi.html).

<sup>170</sup> Günel, a.g.e., s. 374.

<sup>171</sup> Canbaş ve Doğukan, a.g.e., s. 150.

getireceği verimlilik artışından dolayı ortaya çıkan karı elde etmektir. Burada; sermaye doğrudan veya finansal aracı kuruluşlar vasıtası ile gelecek vaat eden projelere aktarılır. Yapılan yatırım esas olarak öz sermaye yatırımdır. Yapılan yatırımlarda göz önünde tutulacak temel faktör, şirketin büyüme ve verimlilik artışı potansiyeline sahip olmasıdır. Risk sermayesi genellikle; yeni ve yüksek büyüme ve karlılık potansiyeli gösteren projelere yatırım yapar, hisse senedi alır, ürün ve hizmet üretimine yardımcı olur, şirket yönetimine katılır, stratejik kararlarda yardımcı olur ve uzun dönemli düşünür. Risk sermayesi bir tür yatırım ortaklığıdır. Ancak farklı bir statü ve işleyiş şekli vardır.

Tasarruf sahipleri risk sermayesi yatırım ortaklığının birincil piyasalardan (halka arzdan) veya ikinci piyasalardan (borsadan) satın alabilirler ve aldıkları hisse senetlerini yine borsalarda elden çıkarabilirler. Risk sermayesi yatırımları, girişim şirketlerine ortak olunarak ya da bu şirketlerin ihraç ettikleri borçlanma senetlerini satın almak suretiyle yapılabilen uzun vadeli yatırımlardır<sup>172</sup>.

Risk sermayesi yatırımları özellikle ABD’ de başarılı şekilde uygulanmaktadır. ABD’ de Macintosh bilgisayarlarının üreticisi Apple Computer Inc ve Digital Equipment Corporation şirketleri risk sermayesi yatırımları ile kurulmuş şirketlerdir. ABD’de risk sermayesi yatırımlarını gerçekleştiren kuruluşlar olan SBIC’s önceleri yatırımlarını ortaklık yerine faizli kredi tahsisi şeklinde gerçekleştirirken, bu uygulamanın başarılı sonuçlar vermemesi üzerine risk sermayesi yatırımları ortaklık şeklinde şirket sermayesine katkı olarak dönüşmüş ve emeklilik fonlarının risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini satın alabilme imkanlarının getirilmesiyle bugünkü durumuna gelmiştir.

Japonya’da 1974 yılında risk sermayesi girişim merkezi kurulmuş olup, KOBİ’lere bankalarca verilen yatırım kredilerinin %80’ i oranında kefalet verilmektedir. Japonya’da risk sermayesi şirketleri önceleri kamu kuruluşlarının desteğinde kurulmuş daha sonra banka ve aracı kuruluşlar tarafından kurulan risk sermayesi şirketleri ile geliştirilmiştir. ABD’nde risk sermayesi yatırımları daha ziyade başlangıç sermayesinin sağlanmasında ağırlık kazanırken Japonya’da genelde

---

<sup>172</sup> Altunyuva, a.g.e., ss. 101-102.



gelişme aşamasındaki şirketlere yönelmektedir. Japonya’da risk sermayesi şirketlerince desteklenen firmaların üçte ikisi 10 yıldan eski şirketlerdir.

Avrupa Birliği (AB) ülkelerinde risk sermayesi kaynaklarının büyük bir bölümü bankalar tarafından yaratılmaktadır. Genel olarak AB ülkelerinde risk sermayesi yatırımı işletmenin hisse senetlerini alarak değil borç karşılığı kredi verilerek yapılmaktadır. Çünkü bankalar risk almaktan kaçınmaktadırlar. Avrupa’da bu konuda en gelişmiş ve köklü uygulamalara sahip ülke İngiltere’dir. İngiltere’de holdingler, bankalar ve bölgesel kuruluşlar risk sermayesi kaynağını oluşturmaktadır. Bankalar gelişme potansiyeli taşıyan küçük ve orta boy işletmelerin hisse senetlerini satın alarak bu şirketlere ortak olmakta ve gerekli sermaye desteğinin sağlamaktadırlar.

Fransa’da bankalar risk sermaye sektörüne ağırlıklı paya sahiptirler. Almanya’da ise risk sermayesi kamu şemsiyesi altında gelişmiştir. 1978 yılında 28 Alman bankasının katılımıyla büyük çapta bir risk sermayesi şirketi kurulmuştur. Devlet bu şirketin zararlarının %75’ ini karşılamayı taahhüt etmiştir. Ancak bu uygulama başarılı sonuçlar vermemiş ve kurulan şirket uzun zaman zarar etmiştir. Zarar etme nedenleri arasında bu şirketin yönetiminin oldukça bürokratik yapıda olması ve çok sayıda temsilciden (bankalar, sanayiciler, bürokratlar) oluşması ve kamunun proje değerlendirici durumda olması gelmektedir.

Dünya’da risk sermayesi yatırım ortaklıkları ihtisaslaşmışlardır. Hemen hemen her alanda yatırım yapmaktadırlar. Ayrıca risk sermayesi sisteminin başarısı ve bu derece yaygın olmasının sebebi küçük işletmelerin hisselerinin işlem gördüğü borsaların olmasıdır. Bu tür piyasaların dünyadaki en iyi örneği NASDAQ Borsası’dır. Tamamen KOBİ’lere yönelik olarak elektronik ortamda işlem yapmaktadır. Sadece risk sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı şirketlerin kolay açılabilmesini sağlamak amacı ile kurulmuş bir borsadır. Bunun yanında Avrupa’da ESDAQ, Japonya’da JASDAQ, İngiltere’de Alternative Investment Market (AIM), Almanya’da Neue Markt, Fransa’da Nouveau Marché, Kanada’da Vencuver Borsası

da küçük ve orta boy işletmelerin işlem yapmaları amacıyla kurulmuş diğer borsalardır<sup>173</sup>.

Risk sermayesi yatırımları oldukça hızlı bir gelişme potansiyeline sahiptirler. Uygulamalarda, risk sermayesi yatırımları için ayrı bir borsa belirleyip orada faaliyet göstermeleri sağlandığı durumda atılım yapacak şirketler için yeni imkanlar doğacaktır.

## 2.3. Sigorta Sektörü

### 2.3.1. Sigorta Sektörünün Gelişimi

Sigortacılığın ilk örnekleri, 15. yüzyıldan itibaren yeni keşifler ve okyanus aşırı deniz ticaretinin gelişmesiyle birlikte ortaya çıkmıştır. Cenevizli tüccar ve armatörlerin, deniz yolu ile gönderdikleri malların ve gemilerin kazaya ya da saldırıya uğraması ihtimaline karşı prim sistemi ile çalışan bir dayanışma içerisine girmeleri, günümüz sigortacılığının temellerini atmıştır<sup>174</sup>.

İlk sigorta poliçesi olarak kabul edilen mukavele 23 Ekim 1347 tarihini taşımaktadır ve İtalya'nın Cenova Limanı'ndan Mayorka'ya "Santa Clara" adlı geminin yükünü temin etmek amacıyla düzenlenmiştir. İlk sigorta şirketi de 1424 yılında, yine Cenova şehrinde kurulmuştur. Sigorta konusunda ilk kanuni mevzuat ise 1435 yılında yayınlanan Barselona Fermanı olmuştur. İtalya'daki başlangıçtan sonra, deniz sigortalarının özellikle 18. yy' da İngiltere' de geliştiği görülmektedir.

Denizde başlayıp gelişen sigortacılık, daha sonraları hayat sigortası fikrinin doğmasına neden olmuştur. Gemi ve yükünün sigorta edilebilmesi, kaptan, yolcular ve tayfaların da sigorta edilebilmesi fikrini getirmiştir. 17.yy.'da bir İtalyan bankeri olan Tonti'nin getirdiği "Tontines" denilen sistemde, belirli kişiler bir araya gelerek, belirlenen bir süre için ortaya belirli bir para koymakta, süre sonunda hayatta kalanlar parayı aralarında paylaşmaktaydı. İnsanların çoğu, kendilerinin

---

<sup>173</sup> KOBİNET, (2006), *Risk Sermayesinin Dünya ve Türkiye'deki Uygulamaları*, Erişim:25.05.2006, <http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html>.

<sup>174</sup> Çağatay Ergenekon, *Sigorta Sektörü*, İMKB Yayınları, Sektör Araştırmaları Serisi No:5, İstanbul, 1995, s. 4.

başkalarından daha çok yaşayacaklarına inandıklarından epey rağbet gören bu sistemde ölenlerin maddi kayba uğradıkları düşünülerek, öngörülen süreden önce ölenler için de, ölüm rizikosu karşılığı prim ödenmesi öngörülmüştür ve hayat sigortalarına bir geçiş de bu şekilde başlamıştır.

17.yy.'ın ikinci yarısı, sigortacılığın gelişmesine yol açan iki önemli olaya sahne olmuştur. Bunlardan ilki sigortacılıkta istatistik metot ve tekniğinin uygulanmaya başlaması (İhtimal Hesapları), ikincisi ise 2 Eylül 1666 tarihinde Londra'da meydana gelen ve dört gün sürerek 13.000 evle 100 kilisenin kül olmasına yol açan büyük yangındır. Kara sigortalarının doğmasına neden olan bu olay, halk üzerinde büyük etki yaratıp böyle felaketlerin sonuçlarına karşı önlem alınması fikrini doğurmuştur. Gelişen bu fikirden hareketle 1667 yılında "Fire Office" (Yangın Bürosu) kurulmasından sonra 1684 yılında buna rakip bir ortaklık şeklinde ortaya çıkan ilk yangın sigorta şirketi "Friendly Society" faaliyete geçmiştir. 1688 yılında İngiltere'de Lloyd's'un temellerinin atılmasıyla sigortacılıkta yeni bir dönem başlamıştır. Londra'da bulunan ve Edward Lloyd adında bir kişinin işlettiği kahvehane, gemi sahipleri, iş adamları, ve tüccarların deniz ticaretine ilişkin bilgi alışverişinde buldukları bir mekan olmuştur. Burada sefere çıkan bir gemi veya geminin yükü üzerine teminat veren kişiler, "Underwriter" sıfatıyla belgeler düzenleyerek faaliyette bulunmaya başlamışlar ve yine bu kişiler Edward Lloyd'un ölümünden sonra, kendi aralarında Lloyd's adında bir topluluk kurmuşlardır. Lloyd's 1871 yılında İngiltere Parlamentosunun çıkardığı bir kanunla Birlik haline getirilmiştir. Lloyd's ilk yıllarında sadece deniz sigortaları sahasında faaliyet gösterirken sonraları kara sigortaları sahasına da geçmiş olup, günümüzde her türlü sigortanın yapılabildiği bir kuruluş haline gelmiştir. Lloyd's, dünyada başka benzeri olmayan, tamamen kendine mahsus bir sigorta kuruluşudur. Lloyd's bir sigorta şirketi olmayıp, sigorta teminatı veren şahısların oluşturduğu bir topluluk, bir birlik ve aynı zamanda dünya gemicilik istihbaratı konusunda bir merkezdir. Lloyd's'un en belirgin özelliği Lloyd's üyelerinin bütün varlıklarıyla sorumluluk taşımaları ve hiç bir zaman sigortalı ile doğrudan temas etmemeleri, ilişkinin "Broker" denilen aracı kişi veya firmalarla temin edilmesidir. Broker'lar Lloyd's ile çalışabilmek için buraya kaydolmakta ve müşterinin gerek sigorta gerekse tazminat alma işlerini takip etmektedirler.

Modern sigortacılığın doğuşuna deniz, kara sigortacılığına yangın, kaza sigortacılığına tren kazaları ile ilişkin bireysel kazalar öncülük ederken, sanayinin gelişmesiyle yaşanan büyük teknik hasarlar, mühendislik sigortalarının gelişimine yol açmıştır.

20. yüzyılın başlarında sigorta şirketleri her türlü sigorta ihtiyacına cevap verebilecek şekilde örgütlenmelerini tamamlamış kuruluşlar olarak etkin hizmet verebilecek düzeye ulaşmışlardır<sup>175</sup>.

Kolonileşme dönemi, sigorta kavramının Kıta Avrupası'ndan dünyaya yayılmasında önemli bir dönemeç teşkil etmiştir. Avrupa devletleri ile yakın ticari ve siyasi ilişkiler kuran koloniler yolu ile sigortacılık Avrupa dışında da uygulanmaya başlanmıştır. Avrupa kökenli firmaların eski kolonilerin sigorta sektörüne hakimiyeti bu ülkelerin bağımsızlıklarını kazanmalarından sonra da sürmüştür. Son yıllarda da eski kolonilerde ulusal sigortacılığı teşvik eden politikaların uygulanmasıyla, yerel şirketlerin pazar payları artış göstermeye başlamıştır<sup>176</sup>.

### 2.3.2. Günümüzde Sigortacılık

William Beadles 'in "Law and Life Insurance Contract" adlı eserinde, sigortacılık; "ekonomik kayıplar doğuran olası risklerle baş edebilme planı" olarak tanımlanmaktadır<sup>177</sup>.

Sigortacılık faaliyetlerinin amacı, sigortalanması mümkün olan risklerin meydana gelmesinden kaynaklanan zararların teminat altına alınması yolu ile maddi varlıkların kaybını önlemek, mali sorumlulukların karşılanmasını temin etmek, hayat sigortalarında ölüm halinde sigortalının ailesine ya da lehdarına, hayatta kalma halinde ise sigortalıya güvence ve koruma sağlamaktır. Sigorta şirketleri bu amaçları gerçekleştirmek üzere, piyasanın mevcut ve değişen

---

<sup>175</sup> Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği (TSRSB), (2006), *Sigortanın Tarihi*, Erişim:20.05.2006, <http://www.tsrbs.org.tr/tsrbs/Sigorta/Sigortanın+tarihi/>.

<sup>176</sup> Ergenekon, **a.g.e.**, s. 4.

<sup>177</sup> Ergenekon, **a.g.e.**, s. 2.

gereksinimlerine uygun yeni ürünler geliştirmek ve hasar halinde tazminat ödemek sureti ile hizmet fonksiyonlarını yerine getirirler<sup>178</sup>.

Sigortacılık faaliyetlerinin bireysel ya da işletme bazındaki işlevleri “mikro” düzeyde fonksiyonlar, ÷lke ve dünya ekonomisi ölçeğinde kalkınmaya olan etkileri ise “makro düzeyde fonksiyonlar olarak değerlendirilebilir. Sektör, önemli bir tasarruf birikimi yaratmak suretiyle sosyo-ekonomik çöküntü, ve kayıpları azaltmakta, vergiye kaynak oluşturmakta, genel refah düzeyini yükseltmekte ve uluslar arası ekonomik ilişkilerle ticareti arttırmaktadır. Ayrıca, hasarların yol açtığı zararın sigorta şirketlerince karşılanması, devleti vergi kaybından kurtararak, dolaylı olsa da kamuya fon yaratılmasını güvence altına almaktadır.

Dünyanın tüm gelişmiş ekonomilerinde lokomotif rol üstlenen sigortacılık, sanayileşmekte olan ekonomilerin en dinamik sektörlerinden birisidir. Gelir seviyesi düşük olan ÷lkelerin ekonomilerinde ağırlığı hissedilmeyen sigorta sektörü, ÷lkenin gelir seviyesi yükseldikçe ekonomik kalkınma içerisinde önem kazanmaya başlamaktadır. Ekonominin gelişmişlik düzeyi arttıkça sigortacılığın yaygınlaşacağı, sigorta kavramı toplumda benimsedikçe de ekonomik gelişmenin ivme kazanacağı genel bir kural olarak kabul edilmektedir.

Sigortacılığın en etkin fonksiyonu, fon yaratmak ve yaratılan fonları çeşitli yatırım enstrümanları vasıtası ile ekonomiye kazandırmaktadır. Sigorta sektörünün yönettiğı fonlar, sigortalıların gönüllü tasarrufları ile yaratılmakta, toplanan primler mali kesime aktarılarak rasyonel alanlarda yatırımlara yönlendirilmektedir. Gelişmiş ÷lkelerin en büyük kurumsal yatırımcıları arasında yer alan sigorta şirketlerinin fonları, teminat hesaplarında ve hayat fonlarında birikmektedir.

Sigortacılık faaliyetleri sayesinde biriken büyük hacimli fonlar, günümüzün gelişmiş ÷lkelerinin kalkınmalarında dinamik bir rol oynamıştır. Kalkınma hızı ile kapital birikimi arasındaki ilişkiden kaynaklanan bu dinamik rol sayesinde, ekonomik büyümenin yarattığı parasal büyüme yatırımlara kanalize edilmektedir.

---

<sup>178</sup> İktisadi Araştırmalar Vakfı, **Türk Sigortacılığında Yeni Gelişmeler**, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayını, İstanbul, 1994, ss. 23-24.

Mal ve hizmet üretimini arttırarak harcamaları dengeleyen bu etkinin doğal ve de en önemli sonucu, fiyatlar genel seviyesindeki artışın önünün alınmasıdır<sup>179</sup>.

Gelişmiş ülkelerde sigortacılığa, fon yaratma kapasitesine sahip ve bu fonların verimli alanlara yöneltmesine elverişli bir sektör olarak bakılmaktadır. Sanayileşmekte olan ülkelerde ise, fon yaratma olarak nitelendirilebilecek unsurların parasal boyutlarına bakıldığında, bankalardan sonra en güçlü fon yaratma kapasitesine sahip olması gereken sigortacılığın bu işlevine gereken önemin verilmediği görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde, sigorta şirketlerinin yatırımları ve bu yatırımların ekonomiye katkıları, yapılan yatırımların büyüklükleri dikkate alındığı zaman öne çıkmaktadır. Örneğin; İngiltere Dış Alem Geliri'nin %60'a yakın bölümünü Görünmeyen Muameleler kalemlerinden sayılan sigorta ve sigortacılıktan kazanmaktadır. Bu ise, İngiltere'nin sigorta ve sigortacılığa verdiği önemin bir göstergesidir. Diğer taraftan, gelişmiş ülkelerde tasarrufların, toplam tasarruflar ve hane halkı tasarrufları içindeki payının da çok yüksek oranlarda olması dikkat çekmektedir<sup>180</sup>.

#### **a. Hayat Sigortası Yatırımları**

Hayat sigortası; kişinin bir çok nedenlerle kendi kendine biriktiremediği küçük tasarruflarını, belli aralıklarla ve düzenli bir şekilde biriktirebilmesini sağlar. Sigortalı ve sigorta ettiren tarafından ödenen prim tutarları bir nevi tasarruf sayılır. Sigorta şirketlerinin elde ettikleri primlerin bir kısmı ikraz ya da hisse senedi veya tahvil satın alma yolu ile yatırımların finansmanında kullanılır<sup>181</sup>.

Sigortacılığın fon yaratma işlevini gerçekleştirmesinde hayat sigortacılığının payı oldukça büyüktür. Hayat sigortacılığının sağlamış olduğu uzun vadeli fonlar, ekonomilerin en büyük finansman kaynağını oluşturmaktadır. Gelişmekte olan

---

<sup>179</sup> Ergenekon, **a.g.e.**, ss. 2-3.

<sup>180</sup> Mehmet Kahya, "Sigorta Sektörünün Ekonomik Kalınmadaki Yeri ve Önemi İle Fon Yaratma İşlevi ve Sermaye Piyasasındaki Etkinliği", *İktisat Dergisi*, Sayı:400, Nisan 2000, s. 31.

<sup>181</sup> Kahya, **a.g.e.**, s. 29.

ülkelerde, nüfusun ortalama yaşı yükseldikçe, hayat sigortası ve emeklilik fonlarına olan talep artmaktadır<sup>182</sup>.

### b. Hayat Dışı Sigorta Yatırımları

Hayat dışı sigorta ya da elementer sigorta olarak adlandırılan yangın, nakliyat, kaza, mühendislik, sağlık vb. gibi sigortalar, insanların sigortalanabilir menfaatlerini, daha başka bir anlatımla ekonomik varlıklarını veya sağlıklarını çeşitli rizikolara karşı korumak amacı ile yapılmaktadır. Yapılan bu sigortalar için alınan primler, sigorta şirketleri için bir yatırım kaynağı olmaktadır<sup>183</sup>.

**Tablo 4**  
**Hayat, Hayat Dışı Branşlarda Dünya Sigorta Prim Hacmi**

	Prim Üretimi (Milyon\$)		Reel Değişim		Dünya Piyasası Payı	Prim %GSYİH	Kişi Başı Prim(\$)
	2003	2002	2003	2002	2003	2003	2003
<b>Amerika</b>	<b>1,159,732</b>	<b>1,098,698</b>	<b>2.7</b>	<b>8.8</b>	<b>39.35</b>	<b>8.52</b>	<b>1354.8</b>
Kuzey Amerika	1,117,944	1,057,595	2.7	9.0	37.93	9.42	3478.1
Latin Amerika ve Karayip	41.788	40,103	1.2	4.8	1.42	2.40	78.2
<b>Avrupa</b>	<b>1,024,936</b>	<b>847,148</b>	<b>1.4</b>	<b>4.0</b>	<b>34.78</b>	<b>7.85</b>	<b>1230.1</b>
Batı Avrupa	990,448	821,799	0.9	4.0	33.61	8.33	2042.1
Merkez/Doğu Avrupa	34,488	25,349	18.5	2.5	1.17	3.06	103.3
<b>Asya</b>	<b>684,758</b>	<b>629,150</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>23.23</b>	<b>7.49</b>	<b>182.9</b>
Japonya	472,820	446,141	-1.5	-1.4	16.04	10.66	3723.1
Doğu ve Batı Asya	198,997	171,174	12.4	13.9	6.75	5.05	59.3
Orta Doğu ve Merkez Asya	12,942	11,835	2.6	10.0	0.44	1.66	45.6
<b>Afrika</b>	<b>31,671</b>	<b>24,851</b>	<b>-6.7</b>	<b>8.3</b>	<b>1.07</b>	<b>4.82</b>	<b>37.3</b>
<b>Okyanusya</b>	<b>46,097</b>	<b>37,429</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.9</b>	<b>1.56</b>	<b>7.76</b>	<b>1469.4</b>
<b>OECD</b>	<b>2,210,847</b>	<b>2,442,841</b>	<b>1.2</b>	<b>5.0</b>	<b>91.98</b>	<b>8.92</b>	<b>2321.1</b>
<b>Türkiye</b>	<b>3,316</b>	<b>2,403</b>	<b>9.4</b>	<b>-</b>	<b>0.11</b>	<b>1.38</b>	<b>47.0</b>
<b>Dünya</b>	<b>2,947,195</b>	<b>2,636,275</b>	<b>2.1</b>	<b>5.6</b>	<b>100.00</b>	<b>8.08</b>	<b>470.2</b>
Endüstrileşmiş Ülkeler	2,627,126	2,362,964	1.2	5.0	89.14	9.14	2738.6
Gelişen Piyasalar	319,811	273,312	9.2	10.5	10.86	3.87	59.7

**Kaynak:** Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği (TSRSB) , (2004), *Dünya İstatistikleri* Erişim:10.06.2006, <http://www.tsrbs.org.tr>’den geliştirilerek alınmıştır.

<sup>182</sup> Targan Ünal, *Sigorta Sektörünün Ekonomik İşlevi ve Fon Yaratma Kapasitesi*, İTO Yayınları, İstanbul, 1994, s. 53.

<sup>183</sup> Kahya, a.g.e., s. 29.

Hayat, Hayat Dışı branşlarda toplamda dünya üretiminin %39.5'i Amerika, %34.8'i Avrupa ülkeleri tarafından gerçekleştirilmektedir. Batı ülkeleri %33'lük paya sahiptir. Türkiye'nin payı da %0.11'dir. Dünya toplam prim üretiminin 2003 ve 2002 yılları itibariyle reel değişimlerine bakıldığında Amerika %8.8'den %2.7'ye düşmüştür. Avrupa'da ise bu oran %4.0'dan %1.4'e düşmüştür. Asya'da iki yıl arasındaki % değişim farkının çok olmadığı gözlemlenmektedir. Afrika'da da 2003'de %6.7 iken 2002'de %8.3 olmuştur. Avrupa kıtasında Merkez/Doğu Avrupa'da iki yıldaki yüzde değişim oranı farkı çok fazladır. 2003'de % 18.5 iken 202'de 2.5 dur. Kıtaların prim üretiminde Dünya piyasasındaki yerine bakıldığında, Amerika birinci sırada yer almıştır. Avrupa Amerika'yı izlemektedir. Asya da üçüncü sırada yer almaktadır. Türkiye Dünya piyasasında çok küçük bir yüzdeye sahiptir. Kişi başına prim üretiminin en yüksek olduğu Japonya'nın dünya üretimindeki payı %16.04'dür. Ayrıca Japonya %10.66 ile GSYİH 2003 Prim yüzdesinin en büyük oranına sahiptir.

### **2.3.3. Sigorta Sektörü-Milli Gelir İlişkisi**

Kurumsal yatırımcılardan biri olan sigorta şirketlerinin gelişimi, genel olarak prim üretim miktarının büyüklüğü ile açıklanmaktadır. Prim üretim miktarındaki artış ile GSMH arasında yakın bir ilişki mevcuttur. Bu yaklaşımı desteklemek üzere, 45 ülkeye ait kişi başına düşen prim miktarının kişi başına milli gelir ile açıklandığı bir model yatay kesit analizi ile ekonometrik olarak tahminlenmiştir.

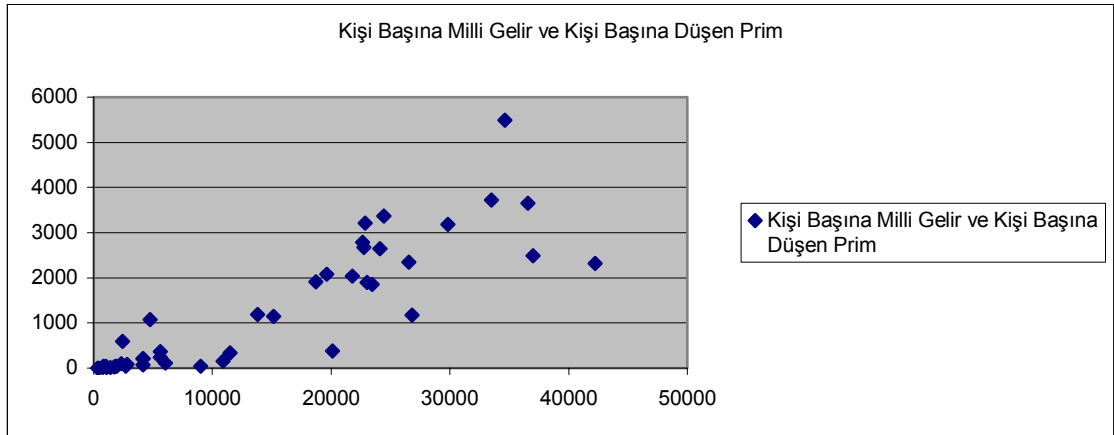


**Tablo 5**  
**Ülkelerin Kişi Başına Milli Gelir ve Kişi Başına Düşen Prim Rakamları (2003) (ABD \$)**

	Ülkeler	Kişi Başına Milli Gelir	Kişi Başına Prim Üretimi		Ülkeler	Kişi Başına Milli Gelir	Kişi Başına Prim Üretimi
1	ABD	36562	3651.1	24	İzlanda	26828	1180.8
2	Almanya	21764	2038.5	25	Japonya	33520	3723.1
3	Avustralya	19651	2081.9	26	Kanada	23016	1891.2
4	Avusturya	23481	1850.9	27	Lüksemburg	36978	2484.9
5	Belçika	22631	2787.1	28	Macaristan	5590	242.6
6	Birleşik Arap Emirlikleri	20097	387	29	Meksika	6059	107.7
7	Brezilya	2825	82.6	30	Mısır	1379	8.4
8	Bulgaristan	1834	49	31	Nijerya	314	3.5
9	Çek Cumhuriyeti	5600	367.4	32	Norveç	42222	2323.2
10	Çin	1035	36.3	33	Pakistan	405	3.3
11	Danimarka	29852	3183.2	34	Polonya	4736	1074.5
12	Endonezya	741	14.6	35	Portekiz	10880	162.2
13	Filipinler	1097	14.7	36	Romanya	1931	35.8
14	Finlandiya	24096	2650.6	37	Rusya	2327	98.6
15	Fransa	22753	2667.9	38	Şili	4156	216
16	Güney Afrika	2427	600	39	Slovakya	4154	211.3
17	Hollanda	22869	3209.1	40	Suudi Arabistan	9005	45.5
18	Iran	1734	23.4	41	Türkiye	2715	47
19	İrlanda	24416	3371.7	42	Ukrayna	798	35.4
20	İspanya	15138	1143.8	43	Uruguay	4171	66.5
21	İsveç	26517	2355.5	44	Yeni Zelanda	13782	1182.9
22	İsviçre	34621	5483.9	45	Yunanistan	11477	343.4
23	İtalya	18702	1911.1				

**Kaynak:** Kişi başına prim üretimi ve kişi başına milli gelir rakamları <http://www.studentsoftheworld.info/infopays/rank/PNBH2.html> ve [http://www.hazine.gov.tr/Sigortacilik\\_Sektor.pdf](http://www.hazine.gov.tr/Sigortacilik_Sektor.pdf) adreslerinden derlenmiştir.

**Grafik 5**  
**Kişi Başına Milli Gelir ve Kişi Başına Düşen Prim Miktarı**



Grafik 5 incelendiğinde; yatay ekseninde yer alan kişi başına prim ve dikey ekseninde yer alan kişi başına milli gelir değişkenlerinin pozitif yönde artan bir ilişki içinde oldukları görülmektedir.

Model tahminlerinde EKKY kullanılmıştır. Model doğrusal, logaritmik ve yarı logaritmik formlarda tahmin edilmiştir. Tanı testleri olarak fonksiyonel biçim için Ramsey Reset (R-R), otokorelasyon için Breusch-Godfrey (B-G), eşit varyans için White (W), normal dağılım için Jarque-Bera (J-B) testleri uygulanmıştır<sup>184</sup>.

Araştırmanın başlangıcında bir modelin gerçek veya doğru olduğu kabul edildikten sonra ortaya çıkabilecek hatalar spesifikasyon hatalarıdır. Spesifikasyon hatasının nedenleri; modelin fonksiyonel biçiminin yanlış seçilmesi, modele gereksiz değişken alınması, modele gerekli değişkenlerin alınmaması ve değişkenlerin ölçme hatası taşımasından kaynaklanmaktadır. EKKY varsayımlarından biri modelin spesifikasyonunun doğruluğudur<sup>185</sup>. Eksik ya da yanlış tanımlanmış bir model gerçeği yansıtmaktan uzak kalacaktır. Ekonometrik modelin spesifikasyon hatasına sahip olup olmadığını tespit etmek için çalışmada Ramsey Reset (R-R) testi kullanılmıştır.<sup>186</sup>

Otokorelasyon, ana kütle hata terimi serisi ile ilgili bir konudur ve hata terimlerinin birbirlerini takip eden değerleri arasında ilişki olması durumudur. Hata terimi(u)'yu meydana getiren nedenlere öncelikle değinmek yerinde olacaktır. Modele alınmayan bağımsız değişkenler, modelin kalıbının yanlış seçilmesi, insanların davranışlarının farklı olması gibi sebepler sonucunda hata terimi ortaya çıkmaktadır. Örnek hata terimleri, ana kütle hata terimlerinin tahmini olduğundan, eğer örnek hata terimleri arasında bir ilişki mevcutsa ana kütle hata terimleri arasında da bir ilişki olacaktır. Bu durumda otokorelasyonun nedenleri; modele dahil edilmeyen bağımsız değişkenler, modelin fonksiyonel şeklinin yanlış seçilmesi ve bağımsız değişkenin ölçme hatası taşıması gibi durumlardır. Otokorelasyon ekonometrik bir modelde istenmeyen bir durumdur. Çünkü, otokorelasyonlu EKK

---

<sup>184</sup> Şahin Akkaya ve M. Vedat Pazarlıoğlu, **Ekonometri I**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 2000, ss. 372-464.

<sup>185</sup> Şahin Akkaya ve M. Vedat Pazarlıoğlu, **Ekonometri II**, Erkam Matbaacılık, İzmir, 1998, s. 3.

<sup>186</sup> Akkaya ve Pazarlıoğlu, **Ekonometri II**, ss. 1-14.

tahmin edicileri etkin değildirler. Bu durumda uygulanan t ve F testlerinin sonuçları güvenilir olmaz<sup>187</sup>. Otokorelasyonun varlığını tespit etmek için her modele Breusch-Godfrey (B-G) testi uygulanmıştır.

Klasik doğrusal regresyon modelinin EKKY ile çözümü için gerekli şart veya varsayımlardan önemli birisi de, anakütle regresyon fonksiyonu hata terimlerinin homoskedastik olması, yani hepsinin eşit varyanslı olmasıdır<sup>188</sup>. Eşit varyans varsayımı; açıklayıcı değişkenlerin seçilmiş değerlerinin koşullu sonucu olan her bir hata teriminin varyansının eşit ve sabit bir sayı olmasıdır<sup>189</sup>. Buna göre, ekonometrik bir modelde farklı varyansın olmaması istenen bir durumdur. Farklı varyansa sahip bir modele doğrudan EKKY uygulandığında, t ve F testleri doğru olmayan ve anlamsız katsayı tahminleri verecektir. Ayrıca standart hatalar da olduğundan büyük tahmin edilecektir. Farklı varyansa rağmen katsayı tahminçileri, doğrusal ve sapmasız olmaya devam ederler, fakat etkin ve en iyi tahminci olma yani doğrusal sapmasız tahminçiler sınıfında minimum varyanslı olma özelliklerini kaybederler<sup>190</sup>. Farklı varyans tespiti için çalışmada White (W) testi uygulanmıştır.

EKK tahminçilerinin ihtimal dağılımları, örnek hata terimlerinin ihtimal dağılımları hakkında yapılan varsayıma bağlıdır. Bu yüzden, katsayı tahminçileri için bir test uygulamak gerektiğinde (t ve F testi gibi) dağılımlarının da normal olması gerekmektedir. Bu da hata terimlerinin normal dağılımlı olmasını gerektirmektedir. Uygulamada ana kütle hata terimleri bilinmediğinden, Merkezi Limit Teoremi'ne göre normal dağıldıkları kabul edilir. İstatistikte tüm testler, ancak normal dağılmış bir ana kütlede çekilen örneklere uygulanabilmektedir. Ayrıca, hata teriminin normal dağılımlı olmasının gerekliliği EKKY varsayımlarından biridir<sup>191</sup>. Çalışmada, oluşturulan modellerin normal dağılıma sahip olup olmadığını sınamak için Jarque-Bera (J-B) testi uygulanmıştır.

---

<sup>187</sup> Akkaya ve Pazarlıoğlu, **Ekonometri I...**, a.g.e., ss. 443-446.

<sup>188</sup> Akkaya ve Pazarlıoğlu, **Ekonometri I...**, a.g.e., s. 401.

<sup>189</sup> Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen (çev.), **Temel Ekonometri**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1999, s. 355.

<sup>190</sup> Akkaya ve Pazarlıoğlu, **Ekonometri I...**, a.g.e., ss. 401-406.

<sup>191</sup> Akkaya ve Pazarlıoğlu, **Ekonometri I...**, a.g.e., ss. 97-371..

Doğrusal, logaritmik ve yarı logaritmik formlarda EKKY ile tahmin edilen modeller, sırasıyla bahsedilen tanı testlere tabi tutularak KBDP (Kişi Başına Düşen Prim) ve KBMG (Kişi Başına Milli Gelir) arasındaki ilişkiyi en iyi yansıtan modelin seçimine karar verilecektir.

Ön bilgi olarak; katsayıların ve modelin F istatistik değerlerinin p\_değerleri %5 den küçük olduğunda; katsayıların anlamlı olduğuna karar verilmektedir. Fonksiyonel biçim için uygulanan Ramsey Reset (R-R) testinin p\_değeri %5 den büyük olduğunda; modelin spesifikasyonu doğru, otokorelasyonun varlığı için uygulanan Breusch-Godfrey (B-G) testinin p\_değeri %5 den büyük olduğunda; hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığı, eşit varyans için uygulanan White (W) testinin p\_değeri %5 den büyük olduğunda; modelin eşit varyanslı oluşu (farklı varyans sorunu taşımadığı) son olarak da modelin normal dağılımı için uygulanan Jarque-Bera (J-B) testinin p\_değeri %5 den büyük olduğunda; normal dağılımın sağlandığı sonucuna varılmaktadır.

**Tablo 6**  
**Doğrusal Modelin Ekonometrik Sonuçları**

**Bağımlı değişken: Kişi Başına Düşen Prim: (KBDP)**

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	Prob.
Sabit	-138.7226	151.80406	0.3659
KBMG	0.098410	0.008176	0.0000
$R^2 = 0.771131$		$s = 673.2357$	F-ist = 144.8802[0.00]
R-R:F-ist = 0.46992[0.49678]		W:F-ist = 10.91[0.00015]	
B-G:F-ist = 0.27141[0.60512]		J-B: F-ist = 11.005[0.004]	

Doğrusal formda tahmin edilen modelin sonuçlarına göre; kişi başına milli gelirden 1\$'lık artış kişi başına düşen primde yaklaşık 10 "sent"lik bir artışa neden olmaktadır. Modeldeki  $R^2$  değeri; milli gelirin prim üretimini açıklama yüzdesini ifade etmektedir. F-ist değerinin p\_değeri %5'den küçüktür ve katsayılar topluca

anlamlıdır. R-R:F-istatistiğinin p\_değeri %5 den büyük olduğu için; modelin spesifikasyonu doğrudur sıfır hipotezi kabul edilir. Buna göre, doğrusal formda tahmin edilen model spesifikasyon hatası taşımamaktadır. B-G:F-istatistiğine göre; p\_değeri %5'den büyüktür ve modelde otokorelasyon yoktur sıfır hipotezi kabul edilir. Farklı varyans için W:F-istatistiğine bakıldığında; p\_ değeri %5 den küçüktür. Eşit varyans durumu söz konusudur. Hata terimlerinin normal dağıldığının sınaması için kullanılan J-B: F-istatistiğinin p\_değeri yine %5 den küçüktür. Hata terimleri normal dağılımlı değildir.

**Tablo 7**  
**Tam Logaritmik Modelin Ekonometrik Sonuçları**

**Bağımlı değişken: log Kişi Başına Düşen Prim: log(KBDP)**

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	Prob.
Sabit	-6.986461	0.767622	0.0000
Log(KBMG)	1.439601	0.085418	0.0000
$R^2 = 0.868520$		$s = 0.779574$	$F\text{-ist} = 284.0458[0.00]$
$R\text{-R:F-ist} = 0.01758[0.8951]$		$W\text{:F-ist} = 2.33[0.109727]$	
$B\text{-G:F-ist} = 0.0688[0.7943]$		$J\text{-B: F-ist} = 5.98[0.05026]$	

Bu sonuçlara göre kişi başına milli gelirdeki %10 artış, kişi başına düşen primde %14 artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı  $R^2$ ; kişi başına primin, kişi başına milli gelir tarafından yüzde olarak açıklanmasındaki yeterliliğinin göstergesidir. Modeldeki  $R^2$  değeri 1'e oldukça yakındır, logKBMG'daki değişmelerin %87'si logKBDP değişkeni tarafından açıklanmaktadır. Modelde F istatistiğine bakıldığında; p\_değerinin %5 den küçük olduğu ve katsayıların topluca anlamlı olduğu sonucuna varılmaktadır. R-R testinin p\_değeri %5'den büyük olduğundan; "modelin spesifikasyonu doğrudur" sıfır hipotezi kabul edilir. B-G istatistiğinin p\_değerine göre; hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığı hipotezi kabul edilir. Farklı varyans tespiti için White testi sonucunda p\_değerine göre; farklı varyans durumunun olmadığı hipotezi kabul edilir. J-B testinin

sonucunda elde edilen p\_değeri için yine %5'den büyük olduğundan, hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğu hipotezi kabul edilir.

**Tablo 8**  
**Log-Doğ Modelin Ekonometrik Sonuçları**

**Bağımlı değişken: logKişi Başına Düşen Prim: log(KBDP)**

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	Prob.
Sabit	3.786609	0.259353	0.0000
KBMG	0.000145	1.40E-05	0.0000
$R^2 = 0.713783$		$s = 1.150205$	F-ist = 107.2355[0.00]
R-R:F-ist = 22.1542[0.000027]		W:F-ist = 4.33973[0.01935]	
B-G:F-ist = 1.67081[0.203216]		J-B: F-ist = 0.8279[0.6610]	

Yarı logaritmalı bu model, üstel model olarak da adlandırılmaktadır. Model; kişi başına milli gelirdeki 1 birimlik artışın kişi başına düşen prim miktarında binde 0.0145 artışa neden olacağını göstermektedir. KBMG'nin katsayısı; 0.000145 kişi başına düşen primin artış hızını ifade etmektedir. Bu modelde F-istatistiğinin p\_değerine bakıldığında katsayıların topluca anlamlı olduğu görülmektedir. R-R testinin p\_değeri %5'den küçük olduğundan; "modelin spesifikasyonu doğrudur" sıfır hipotezi ret edilir. Buna göre, modelin spesifikasyon hatasına sahip olduğu sonucuna varılır. B-G istatistiğinin p\_değerine göre; hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığı hipotezi kabul edilir. Yani, hata terimlerinin gecikmeli değerleri arasında bir ilişki söz konusu değildir. Farklı varyans tespiti için White testi sonucunda p\_değerine göre; model %5'den küçük p\_değerine sahip olduğundan, modelde farklı varyans olduğuna karar verilir. J-B testinin sonucunda elde edilen p\_değeri için hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğu hipotezi kabul edilir.

**Tablo 9**  
**En İyi Model İçin Karar Tablosu**

<b>MODEL</b>	<b>R-R</b> <b>Modelin</b> <b>Spesifikasyonu</b>	<b>B-G</b> <b>Otokorelasyon</b>	<b>W</b> <b>Farklı Varyans</b>	<b>J-B</b> <b>Normal</b> <b>Dağılıma Sahip</b>
<b>Doğrusal</b> <b>Modelin</b> <b>Ekonometrik</b> <b>Sonuçları</b>	Doğrudur	Yok	Var	Normal Dağılımlı Değil
<b>Tam</b> <b>Logaritmik</b> <b>Modelin</b> <b>Ekonometrik</b> <b>Sonuçları</b>	Doğrudur	Yok	Yok	Normal Dağılımlı
<b>Log-Doğ</b> <b>Modelin</b> <b>Ekonometrik</b> <b>Sonuçları</b>	Yanlıştır	Yok	Var	Normal Dağılımlı

Üç formda tahminlenen modeller kıyaslandığında, doğru spesifikasyona sahip, otokorelasyonsuz, eşit varyanslı, hata terimleri normal dağılımlı, belirlilik katsayısı yüksek ve standart hatası küçük olan tam logaritmik modelin seçilmesi uygun görülmüştür. Bu sonuca göre; tam logaritmik modelin denklemi;

$$\log\text{KBDP} = -6.986461 + 1.439601 \log\text{KBMG}$$

ya da;

$$\text{KBDP} = 1.439601 \text{ KBMG}^{-6.98641}$$

şeklindedir. Tablo 7’de tam logaritmik model için yapılmış olan yorum yinelenirse, KBMG’de %10 artış, KBDP’de %14 artışa neden olmaktadır. Model iktisadi olarak da anlamlıdır. Kişi başına gelir düzeyi yüksek ülkelerde, kişi başına prim üretimi de yüksek olmaktadır. Dolayısıyla, ekonomik gelişme-büyüme ile sigortacılık sektörünün gelişmişliği arasında aynı yönlü ilişki söz konusudur. Kişi başına milli gelir seviyesi arttıkça, refah düzeyi artmakta ve kişilerin sigorta sektörüne ayırdıkları paylar da artmaktadır. Modele göre; ülkelerin sigorta sektörüne verdikleri önem, o ülke vatandaşlarının kazanç durumları ile yakından ilişkilidir. Ülkenin gelişmişlik

düzeyi arttıkça, sigorta sektörünün gelişimi de hızlanacaktır. Milli gelir artışının hedeflenmesinin yanında, nüfus artışı da düşük tutulabilirse, sigorta sektörünün gelişimine katkı sağlanmış olacaktır.

Araştırmanın sonucuna göre, Türk sigorta sektörünün yeterince gelişmiş olmadığı görülmektedir. Gelişmiş piyasalarda sigorta sektörü, finansal piyasalara fon aktaran en önemli sektörlerden biridir. Türkiye’de de bu potansiyelin ortaya çıkarılması gerekmektedir.

## **2.4. Emeklilik Fonları**

Emeklilik fonları, genel olarak finansal olmayan kurumların sponsorluk yaptığı fon toplayarak yatırıma dönüştüren ve katılımcılarına emekli olduklarında geri ödemede bulunan finansal araçlar olarak tanımlanmaktadır. Emeklilik fonları birçok ülkede hızla gelişmekte ve mali piyasaların önemli kurumları haline gelmektedir.

Emeklilik fonları genelde sistem olarak “maaş esaslı” ve “prim esaslı” olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Aralarındaki temel fark üye ve sponsor arasındaki riskin dağıtılmasından kaynaklanmaktadır. İlkinde, sponsor, üyeye, emekli olduğunda son veya ortalama maaşının belirli bir yüzdesini çalışan yıl sayısını da göz önünde bulundurarak ödemede bulunmaktadır. Bu durumda üyeler emekli aylıkları için maaşlarını sermaye piyasasındaki uzun dönem getiri oranıyla mübadele ederken işverenler yatırım riskiyle karşı karşıya kalmakta ve fon yetersiz kaldığında ek ödemede bulunmaktadır.

Uygulamada fon varlıklarının değeri düşünce ya da yükümlülükleri artınca aktüeryal dengenin sağlanabilmesi için bir garanti gerekmektedir. Bu tür bir risk, prim esaslı planlarda bulunmamaktadır. Prim esaslı planlarda ek ödemeler piyasa getirisine göre değişmektedir. Ancak, bu durumda bütün risk, emekliler üzerinde olmaktadır. Örneğin emekliliğin hemen öncesinde bir kriz yaşanacak olursa, emekli maaşı alacak olanlar büyük zararlara uğramaktadır. Maaş esaslı planlar, prim esaslı planlara göre daha üstün bir sigorta sağladığı için dünyada daha yaygın olarak kullanılmaktadır. Özellikle yüksek ve değişken enflasyonun olduğu ve endekslenmiş varlıkların bulunmadığı durumda, prim esaslı plan yatırım riskine karşı daha az bir



koruma sağlamaktadır. Maaş esaslı planın avantajlarına rağmen bazen firmalar, daha düşük maliyetli olduğu ve yönetiminin kolay olmasından dolayı prim esaslı planı tercih etmektedirler.

Son yıllarda dünyada emeklilik fonlarının önemi giderek artmakta ve finansal piyasalarının gelişimde daha büyük rol oynamaktadırlar. Emeklilik fonlarının getiri hesaplaması ve tahminlemelerine ilişkin çeşitli modeller kullanılmaktadır. Amaç, belirli bir modele bağlı olarak, emeklilik durumunda fon maliyeti ile getiri arasında rasyonel ilişkinin oluşturulmasıdır.

Emeklilik fonları aşağıda sayılan başlıca özellikleri nedeniyle gelişmekte olan ülke hükümetlerine de çekici gelmektedirler:

- Uzun dönem sermaye stoklarında artış sağlanması, tasarruf artışı
- Finansal yenilik,
- Menkul kıymet piyasalarının alt yapısının modernizasyonu,

Yukarıda sayılan özellikler, ekonominin gelişmesine de katkıda bulunmaktadır. Örnek olarak, emeklilik fonları ucuz mali kaynak bulunmasına imkan sağlayarak ya da sermaye piyasası fonlarının artmasına olanak vererek, endüstriyel gelişimin hızlanmasına yardımcı olmaktadır. Emeklilik fonları, özellikle gelişen ülkelerde verimliliği düşük emek yoğun gayri-resmi üretimden, verimliliğin yüksek olduğu sermaye yoğun reel sektöre geçişi sağlayarak işgücü verimliliğini arttıran sermaye yatırımlarının artmasına olanak sağlamaktadır. Öte yandan emeklilik fonları sayesinde çok hızlı bir şekilde fon biriktirebilmektedir. Bir örnek üzerinden gidilerek, emeklilik fonları ile sağlanan katkı daha net bir şekilde görülebilir. Mesela, işçi gelirlerinin GSYİH'nın %50'sini oluşturduğu varsayılırsa, %10 katkı paylı ve işçilerin %40'ını kapsayan zorunlu bir emeklilik fonu düzenlenmesi ile yılda GSYİH'nın %2'si oranında bir fon biriktirebilmek mümkündür. İşçi kapsamının genişletilmesi ya da katkı payının arttırılması daha büyük fonların daha hızlı birikmesini sağlar. Ancak emeklilik fonlarının yararlı

olabilmesi için diğer mali varlıklar etkili bir şekilde vergilendirilmeli, ve fonlar hükümet harcamaları için kaynak olarak kullanılmamalıdır<sup>192</sup>.

**Tablo 10**  
**Emeklilik Fonlarının Toplam Yatırımları (%GSYİH)**

	2001	2002	2003	2004
ABD	93.9	82.0	92.0	95.0
Almanya	3.3	3.4	3.6	3.8
Avustralya	57.7	58.1	56.1	72.7
Avusturya	3.9	3.9	4.2	4.5
Belçika	5.6	5.0	4.0	4.1
Çek Cumhuriyeti	2.3	2.8	3.1	3.6
Danimarka	27.2	25.6	27.6	30.0
Finlandiya	8.2	8.0	8.3	45.3
Fransa	3.9	6.6	7.0	7.0
Hollanda	107.0	89.4	106.2	106.2
İngiltere	72.5	72.5	65.1	65.1
İrlanda	44.3	35.1	39.4	42.6
İspanya	5.8	5.7	6.2	9.0
İsveç	8.3	7.7	7.8	12.7
İsviçre	104.4	96.7	111.6	111.6
İtalya	2.3	2.4	2.5	2.6
İzlanda	86.4	87.6	101.9	111.9
Japonya	13.9	14.1	15.3	14.2
Kanada	53.3	47.8	52.1	52.1
Kore	..	1.5	1.6	1.7
Macaristan	4.0	4.6	5.4	6.8
Meksika	4.3	5.2	5.8	6.3
Norveç	4.0	4.0	4.6	6.8
Polonya	2.5	4.0	5.5	7.0
Portekiz	12.1	12.1	12.5	11.2
Slovak Cumhuriyeti	10.7	16.6	22.7	22.7
Türkiye	..	..	..	0.1
Yeni Zelanda	14.8	13.1	11.4	11.3

**Kaynak:** Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), (2006), *Global Pension Statistics*, Erişim:12.02.2006, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

2001 ve 2004 yılları arasında, dünyada emeklilik fonlarının toplam yatırımlarının GSYİH içindeki payları yukarıdaki tabloda görülmektedir. 111.9 ile İzlanda, 111.6 ile İsviçre, 106.2 ile Hollanda, 95.0 ile Amerika, 72.7 ile Avustralya, 65.1 ile İngiltere emeklilik fonları yatırımlarında etkin olan ülkelerdir. Türkiye'nin bu tablo içerisinde oldukça küçük bir paya sahip olduğu dikkat çekmektedir. Bunun nedeni ise; emeklilik fonları ile ilgili kanunun 2001 yılı itibari ile yürürlüğe girmiş

<sup>192</sup> Erdoğan ve Özer, a.g.e., ss. 22-24.

olması, 2003 yılında uygulamasına başlanması ve dolayısı ile yeni bir sektör oluşudur.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. Türkiye’de Kurumsal Yatırımcıların Analizi

Tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi ve sermayenin tabana yayılmasında tüm dünyada kurumsal yatırımcıların önemli bir yere sahip olduğu bilinmektedir. Küçük tasarruf sahiplerinin bireysel birikimlerini bir araya getirerek verimli alanlara yönlendiren kurumsal yatırımcılar, aynı zamanda da ekonomik kalkınmayı desteklemektedir. Gelişmekte olan piyasalar tanımı içinde bulunan ve henüz 25 yıllık bir geçmişi bulunan Türk sermaye piyasasında, kurumsal yatırımcıların gelişimi sermaye piyasası gelişimine paralel bir seyir izlemiştir<sup>193</sup>. Çalışmanın bu bölümünde Türkiye’deki mevcut kurumsal yatırımcı türleri incelenecek ve sayısal olarak analiz edilecek daha sonra kurumsal yatırımcıların eksik yönleri karşılaştırılmalı olarak ortaya konulacak, bu eksikliklerin giderilmesi durumunda Türk sermaye piyasasına ekleyecekleri katkılar ortaya konulacaktır.

#### 3.1. Kurumsal Yatırımcı Türleri

Küçük tasarruf sahiplerinin İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin değer artışları ve kar payı dağıtımlarından istifade etmeleri, ilk yıllarda bireysel işlemlerle sınırlıyken, 1991 yılından itibaren kurumsal yatırımları piyasadaki payları artmaya başlamıştır. Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasındaki ağırlığının artmasına paralel olarak, sermaye piyasasında ve özellikle İMKB Hisse Senetleri Piyasası’ndaki aşırı dalgalanmaların giderek azalması beklenmektedir. Profesyonel kadroları ile piyasaya giriş/çıkış zamanlamasını bireysel yatırımcılara kıyasla daha hassas ayarlayabilen kurumsal yatırımcıların düşüş dönemlerinde alıcı ve yükseliş dönemlerinde satıcı olmaları, piyasa volatilitesinde azaltıcı etki yaparak, istikrarı sağlamaktadır. İMKB’nin endeks bazında volatilitesinin azalması ise, piyasa riskinin azalması yolu ile kurumsal yatırımcılar açısından önem taşıyan beklenen getirilerin daha sağlıklı hesaplanmasına ve kurumsal yatırımların daha kazançlı olmasına yol açacaktır. Bu gelişimin doğal sonucu, küçük tasarruf sahiplerinin sermaye piyasasına yönelttikleri birikimlerine kurumsal yatırımlardaki payları oranında, düşük riskle ve

---

<sup>193</sup> Aras ve Müslümov, **a.g.e.**, s. 47.

aynı zamanda da yüksek kazanç imkanı sunarak gelir dağılımı dengesizliğini giderici bir kaynak aktarımı sağlanmıştır<sup>194</sup>.

Finansal kurumların gelişimi, sermaye piyasalarının derinlik kazanmasında önemli aşamalardan biridir. Bu durum da farklı kurumsal yatırımcı sınıflamalarını beraberinde getirmektedir. Ülkemiz sermaye piyasasında menkul kıymet talebinde bulunan kurumsal yatırımcıları iki ana grupta sınıflandırmak mümkündür. Bunlardan birincisi; Emekli Sandığı, Bağ-Kur, SSK, OYAK, Banka Emekli Sandıkları gibi zorunlu kurumsal yatırımcılar, ikincisi ise; portföy yönetim şirketleri, sigorta şirketleri, özel emeklilik şirketleri, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi isteğe bağlı kurumsal yatırımcılardır<sup>195</sup>.

### **3.1.1. Yatırım Fonları**

#### **3.1.1.1. Genel Olarak Yatırım Fonları**

Yatırım fonları ülkemizde ilk defa 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasasının yardımcı kuruluşu olarak 1981 yılında Türk Hukuk Sistemi'ne girmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun verdiği yetki kapsamında Sermaye Piyasası Kurulu 12.12.1986 tarih ve 19310 sayılı Resmi Gazete'de Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği'ni yayımlayarak konuya ilişkin ilk kapsamlı düzenlemesini yapmıştır<sup>196</sup>.

Yatırım fonları, halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı kararın 15. maddesi çerçevesinde alım satımı yapılabilenler dahil sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslar arası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyünü işletmek amacı ile kurulan mal varlıklardır<sup>197</sup>.

---

<sup>194</sup> Erdoğan ve Özer, **a.g.e.**, ss. 56-57.

<sup>195</sup> Bay, **a.g.e.**, s.37.

<sup>196</sup> Yönu, **a.g.e.**, s. 90.

<sup>197</sup> Atilla Uyanık, **Finansal Ürünlerin Vergilendirme ve Yasal Düzenlemeler Açısından Değerlendirilmesi**, SPK Yayınları, Ankara, 1997, s. 118.

Kurul, piyasanın ihtiyaçları ve yatırımcının korunması ilkesinden hareketle yatırım fonlarına ilişkin Tebliği'ni 1996 yılının sonlarında gözden geçirmiş ve 19 Aralık 1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete'de yayımlayarak yeni Tebliğ'i yürürlüğe koymuştur. Seri: VI, No: 4 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Madde 4'e göre, menkul kıymet yatırım fonları, aşağıda sayılacak olan varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacı ile kurulurlar.

- a) Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu borçlanma senetleri,
- b) Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı ve kamu borçlanma senetleri ve hisse senetleri,
- c) Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve kıymetli maden ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsada işlem gören sermaye piyasası araçları,
- d) **(Değişik: Seri: VII, No: 11 sayılı Tebliğ ile)** Kurul'ca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri.
- e) **(Ek:Seri:VII, No:24 sayılı Tebliğ ile)** Nakit değerlendirmek üzere yapılan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdindeki borsa para piyasası işlemleri.

Türkiye'de SPK'nun vermiş olduğu yetki çerçevesinde, Kurul tarafından belirlenmiş esaslara uyan aşağıda sayılan kuruluşlar Kurul'dan izin almak şartıyla fon kurup işletebilmektedirler. Bunlar;

- Bankalar,
- Aracı Kurumlar,
- Sigorta Şirketleri,
- Kanun'larında engel bulunmayan Sosyal Sigortala Kurumu, Emekli Sandığı, Bağ-Kur, Oyak gibi sosyal güvenlik kurumları,
- 506 sayılı Kanun'un geçici 20. maddesi uyarınca kurulan özel emeklilik sandıklarıdır.

Ayrıca kurucu yetkisine haiz kuruluşlar bir araya gelip oluşturacakları konsorsiyum eliyle de müşterek fon kurup işletebilmektedirler<sup>198</sup>.

Türk sermaye piyasalarında A-Tipi ve B-Tipi olmak üzere iki ana grup yatırım fonu bulunmaktadır. Bunlardan portföy değerinin en az %25'i hisse senedinden oluşan fonlar A Tipi (portföyleri hisse senedi ağırlıklı) , kalanlar ise B Tipi (portföyleri tahvil ve bono ağırlıklı) yatırım fonları olarak nitelendirilmektedir. Bu iki ana grup, fon portföyündeki finansal enstrümanlara bağlı olarak 12 alt grup fona ayrılmıştır. Bunlar; Tahvil ve Bono Fonu, Hisse Senedi Fonu, Sektör Fonu, İştirak Fonu, Grup Fonu, Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, Altın Fonu, Kıymetli Madenler Fonu, Değişken Fon, Karma Fon, Likit Fon , Endeks Fon ve Borsa yatırım fonudur<sup>199</sup>.

Halen yürürlükte olan mevzuata göre fonlar, portföy birleşimlerinin ağırlıklarına göre üç başlık altında sınıflandırılabilir.

**1. Fon portföyünün en az %51'i devamlı olarak;**

- a) Kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılmış borçlanma araçlarına yatırılmış fonlara **“Tahvil ve Bono Fonu”**
- b) Özelleştirme kapsamındakiler de dahil olmak üzere Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırılmış fonlara **“Hisse Senedi Fonu”**
- c) Belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırılmış fonlara **“Sektör Fonu”**
- d) **(Seri: VII, No: 11 sayılı Tebliğ ile değişik (d) bendi)** Kurul'un Seri: XI, No: 1 Tebliği'nin 3 nolu ekinde tanımlanan iştiraklerce<sup>200</sup> çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış fonlara **“İştirak Fonu”**,
- e) Kurul'un Seri: XI, No:10 sayılı Tebliği'nin 2. maddesinde tanımlanan belli bir topluluğun<sup>201</sup> menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlara **“Grup Fonu”**

<sup>198</sup> Yönu, a.g.e., s.92.

<sup>199</sup> SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005*, Erişim:23.05.2006, <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu>.

<sup>200</sup> İştirak; Bir ortaklıkta en az %10 oranında oy hakkına sahip olmak veya ortaklık yönetimine en az bu oranda katılmak anlamına gelmektedir.

- f) Yabancı, özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırılmış fonlara **“Yabancı Menkul Kıymetler Fonu”**
- g) **(Değişik: Seri: VII, No: 19 sayılı Tebliğ ile)** Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar **“Kıymetli Madenler Fonu”**, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ile altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar **“Altın Fonu”**,

**2. Fon portföyünün tamamı;**

- h) Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve kıymetli madenlerle bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20’sinden az olmayan fonlara **“Karma Fon”**
- i) **(Değişik: Seri: VII, No: 22 sayılı Tebliğ ile)** Devamlı olarak, portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi<sup>202</sup> en fazla 45 gün olan fonlara **“Likit Fon”**
- j) Portföy sınırlamaları itibari ile yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlara **“Değişken Fon”**

**3. (Seri: VII, No: 13 Sayılı Tebliğ ile ek bent) Fon portföyünün en az %80’i devamlı olarak;**

- k) Seri:VII No:13 sayılı Tebliğ’in 3 numaralı ekinde yer alan formüle uygun olarak yapılan hesaplama çerçevesinde, baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birikim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki

---

<sup>201</sup> Bu topluluklar; hukuki açıdan birbirlerinden bağımsız olmakla birlikte, yönetim ve denetim açısından birbiri ile ilişkili, faaliyet konuları yönünden aynı sektöre bağlı olsun ya da olmasın, planlama, organizasyon, finansman, sevk ve idare, konularının ana ortaklık çatısı altında tek merkez koordine edildiği ana ortaklık ve bağlı ortaklıklardır.

<sup>202</sup> Portföyün ağırlıklı ortalama vadesi sermaye piyasası araçlarının ayrı ayrı ortalama vadeleri dikkate alınarak bulunur.

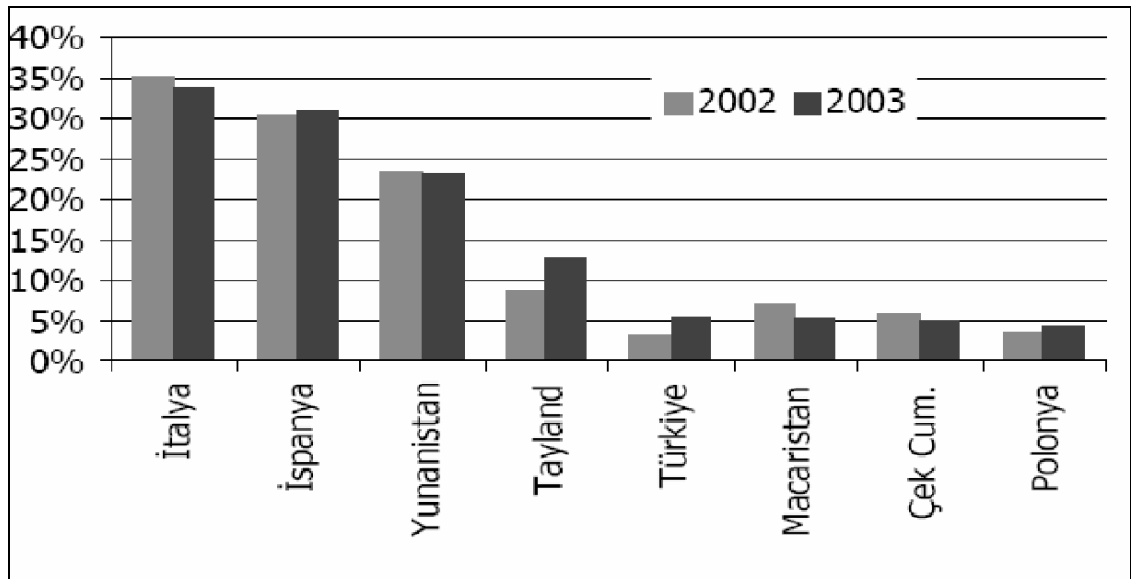


menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yolu ile seçilen bir kısımdan oluşan fonlara “*Endeks Fon*” denilmektedir.

Yukarıda ana başlıklar altında sayılan fonların dışında, içtüzüklerinde belirtilmek şartıyla ve Kurul’un uygun görmesi koşuluyla bunlardan farklı tür ve bileşimlerde fon kurmak mümkün olabilmektedir. Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi ya da kuruluşlara tahsis edilmiş “*Özel Fonlar*” bu genişlemeye örnek teşkil etmektedir.

Yatırım fonları portföy büyüklüğünün GSYİH’ya oranı, ülkedeki kurumsal yatırımcı tabanının gelişmişliğinin göstergesidir.

**Grafik 6**  
**Yatırım Fonları Portföy Büyüklüğünün GSYİH’ya Oranı**



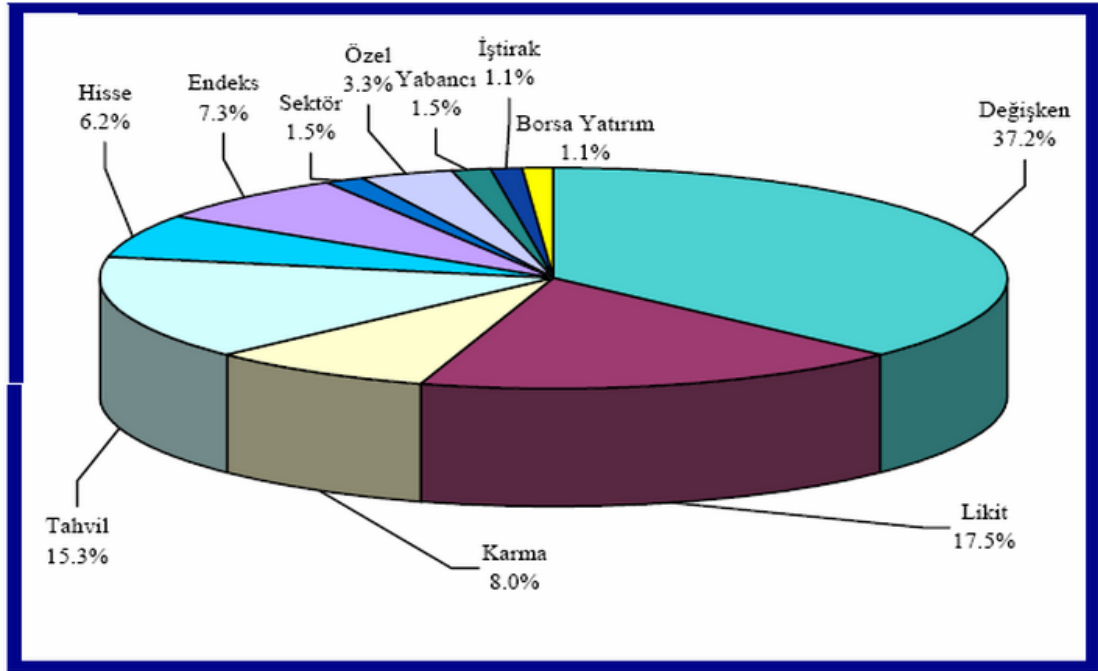
**Kaynak:** TSPAKB, (2003), *Türkiye Sermaye Piyasası*, Erişim:16.02.2006, <http://www.tspakb.org.tr/docs/rapor03/sermayepiyasasi2003.pdf>.

Türkiye’de yatırım fonlarının GSYİH’ya oranı yıllar itibarıyla artmasına rağmen diğer ülkeler ile kıyaslandığında düşük kalmaktadır. Örneğin, komşumuz Yunanistan’da yatırım fonlarının GSYİH’ya oranı 2003 yılında %23 olarak gerçekleşmiştir. Sermaye piyasası daha gelişmiş olan İtalya ve İspanya’da yatırım fonlarının milli gelire oranı %30’ların üzerindedir. Yıllar itibarı ile düzenli bir artış

gösterse de Türkiye’de 2002 yılında %3.4 olan bu oran 2003 yılında sadece %5.5’e ulaşmıştır<sup>203</sup>.

Türkiye’de 2005 yıl sonu itibariyle toplam 275 adet fon faaliyet göstermektedir. 2006 yılında bu rakama 2 adet daha yatırım fonu dahil olmuştur. Bunlar arasında 103 adet ile Değişken ve 47 adet ile Likit fonlar en yaygın fonlardır. Bu iki fon grubu toplam fonların %54.7’sini oluşturmaktadır. Bunları %15.3 pay ile tahvil ve bono fonları, %8.0 pay ile karma fonlar izlemektedir.

**Grafik 7**  
**A ve B Tipi Yatırım Fonu Türlerinin Sayısal Dağılımı (2005)**



**Kaynak:** SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

Yatırım fonlarının toplam portföy değerleri 2005 yılında bir önceki yıla göre %16.8 (ABD Doları bazında %20.0) oranında artarak 29.4 milyar YTL’ye (22.9 milyar ABD Dolarına) ulaşmıştır. Ayrıca 53 adet de yabancı yatırım fonu bulunmaktadır ve bunların Türkiye’de dolaşımda bulunan paylarının toplam değeri 2005 sonu itibariyle 24.8 milyon ABD Dolarıdır.

<sup>203</sup> TSPAKB, (2003), *Türkiye Sermaye Piyasası...*, a.g.e.

2005 yılında, A-Tipi fonların portföy değeri bir önceki yıla göre yalnızca %38 oranında artarak 1,033 milyar YTL'ye (770 milyon ABD doları) yükselirken, B-Tipi yatırım fonlarının portföy değeri %18 oranında artarak 23,7 milyar YTL'den (17,7 milyar ABD Doları) 28,3 milyar YTL'ye (21,1 milyar ABD Doları) yükselmiştir.

2005 yıl sonu itibariyle Türk sermaye piyasalarında toplam fon değeri 1,033 milyar YTL olan 126 adet A-Tipi yatırım fonu faaliyet göstermektedir. A tipi fonlar içinde en yaygın fon türü olarak birinci sırada %42.4 ile değişken fonlar, ikinci sırada %16.8 ile karma fonlar yer almakta ve onları %14.4 ile endeks fonlar izlemektedir. A-Tipi yatırım fonlarının portföy kompozisyonunda hisse senetlerinin payı yıllar itibariyle artarak, 1995'te %36.2 iken 2005'te %70.2'ye ulaşmıştır. 2005 yıl sonu itibariyle Türk sermaye piyasalarında toplam fon değeri 28,3 milyar YTL olan 149 adet B-Tipi yatırım fonu faaliyet göstermektedir. B-Tipi fonlar içinde en yaygın fon türü olarak %33.8 ile (48 adet) birinci sırayı değişken fonlar alırken, onu %33.1 ile (47 adet) likit fonlar izlemektedir. Toplam fon değeri açısından da %70.3 ile (19,9 milyar YTL) en büyük paya likit fonlar sahiptir.

B-Tipi yatırım fonlarının portföylerinde, ilk yıllarda (1987-1991) önemli ölçüde özel sektör menkul kıymeti bulunmasına karşın, bu son yıllarda tamamen değişerek repo ve devlet iç borçlanma senetleri ağırlıklı bir yapıya dönüşmüştür. 2005 yılı sonunda, hazine bonusu ve devlet tahvili portföyün %72.3'ünü oluştururken, ters reponun payı %26.5 olmuştur.

Her iki tip Fon birlikte değerlendirildiğinde, 2005 yılı itibariyle portföylerin %26.0'ını ters repo, %70.3'ünü hazine bonusu ve devlet tahvili ve %2.5'ini hisse senedi oluşturduğu görülmektedir. Söz konusu fonlara ilişkin ayrıntılı bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir<sup>204</sup>.

---

<sup>204</sup> SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

**Tablo 11**  
**A ve B Tipi Yatırım Fonlarının Toplam Portföy Dağılımı (%)**

Yıl	Ay	Fon Sayısı	Toplam Değeri (YTL)	Yatırımcı Sayısı	HS %	KB %	ÖT %	TR %	BPP %	YMK %	Diğer %
1987	12	-	53	-	0.46	24.57	57.72	0.00	0.00	0.00	17.25
1988	12	-	136	-	0.17	8.68	69.89	0.00	0.00	0.00	21.26
1989	12	-	441	-	1.98	29.06	63.07	0.00	0.00	0.00	5.90
1990	12	-	1,515	-	2.14	73.75	20.82	0.00	0.00	0.00	3.29
1991	12	-	1,628	-	2.51	70.12	22.35	0.00	0.00	0.00	5.02
1992	12	-	2,982	-	1.34	85.17	8.51	0.00	0.00	2.56	2.42
1993	12	-	15,179	-	18.04	73.97	4.68	0.00	0.00	2.98	0.33
1994	12	-	27,880	-	5.06	88.95	0.23	0.00	0.00	2.38	3.38
1995	12	-	31,061	-	5.54	91.04	0.03	0.00	0.00	3.26	0.13
1996	12	-	118,424	-	5.71	92.74	0.07	0.00	0.00	1.43	0.05
1997	12	-	190,126	-	15.12	23.84	0.00	56.39	0.00	2.95	1.69
1998	12	-	347,064	-	8.45	35.07	0.00	56.08	0.00	0.29	0.11
1999	12	-	1,219,444	-	13.55	26.01	0.00	60.07	0.00	0.16	0.22
2000	12	-	1,937,611	-	12.40	12.72	0.00	74.63	0.00	0.18	0.06
2001	12	-	4,755,782	-	7.43	32.94	0.00	59.47	0.00	0.11	0.05
2002	12	-	9,346,672	-	2.56	49.28	0.00	48.04	0.00	0.10	0.02
2003	12	-	19,858,160	-	2.43	66.98	0.00	30.50	0.00	0.09	0.00
2004	12	253	24,443,774	2,632,462	2.22	67.17	0.00	27.77	2.83	0.02	0.00
2005	12	275	29,374,122	2,959,573	2.52	70.27	0.00	26.03	1.14	0.03	0.00
2006	06	279	25,350,279	3,047,694	2.29	56.12	0.00	40.90	0.59	0.10	0.00

**Kaynak:** SPK, (2006), *Aylık Raporlar. (Haziran 2006)*, Erişim:17.07.2006, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

HS % : Portföydeki Hisse Senedi Oranı  
KB % : Portföydeki Kamu Borçlanma Araçları Oranı  
ÖT % : Portföydeki Özel Sektör Tahvil Oranı  
TR % : Portföydeki Ters Repo Oranı  
BPP % : Portföydeki Borsa Para Piyasası Oranı  
YMK % : Portföydeki Yabancı Menkul Kıymet Oranı

### 3.1.1.2. Borsa Yatırım Fonları

Kurulun Seri:VII, No:23 sayılı “Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”nin 13.04.2004 tarih ve 25432 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmesi ile Borsa Yatırım Fonları faaliyete başlamıştır.

Borsa Yatırım Fonu (BYF) baz aldığı endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlayan ve katılma payları borsada işlem görebilen, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır.

BYF’ler, hukuki yapı olarak yatırım fonu niteliğinde olmakla birlikte, katılma paylarının borsada işlem görebilmesi nedeniyle yatırım ortaklıklarına da

benzemektedirler. Başka bir deyişle, BYF'lerin yatırım fonları ile yatırım ortaklarının karışımı bir finansal araç oldukları söylenebilir.

BYF'leri yatırım ortaklıklarından ayıran en önemli özellik, belirli bir işlem büyüklüğünde birincil piyasa işlemlerinin yapılabilmesidir. BYF'lerin net aktif değeri çok kısa aralıklarla (1 dakikanın altında) hesaplanarak veri dağıtım firmaları aracılığıyla tüm yatırımcılara sunulmaktadır. Bu sayede BYF'nin borsa fiyatı ile pay başına net aktif değerini her an karşılaştırmak mümkün olmaktadır. Borsa fiyatının net aktif değerden önemli derecede yüksek olması veya önemli derecede düşük olması durumunda yatırımcıların birincil piyasada fon payı oluşturarak veya fon payı iade ederek prim veya iskontoya engel olmaları mümkündür. Bu durumu mümkün kılan en önemli etken bu fonlar aracılığıyla arbitraj yapılabilmesidir. Şöyle ki; fonun pay başına net aktif değeri, fon katılma paylarının borsa fiyatından daha yüksekse, yatırımcının katılma payını iade edip, yerine bunu temsil eden menkul kıymetleri alarak (redemption), bunları borsada satabilmesi mümkündür. Aksi durumda, yani, katılma paylarının borsa fiyatı, fonun pay başına düşen net aktif değerinden yüksekse, yatırımcı bu defa katılma paylarına tekabül eden menkul kıymetleri teslim ederek yeni katılma paylarını talep edip (creation), bu katılma paylarını borsada satmak suretiyle arbitraj kârı elde edebilir. Birincil piyasa işlemlerinde, fon portföy kompozisyonunu temsil eden menkul kıymetlerle birlikte bir miktar nakit bileşen de kullanılmaktadır. Söz konusu birincil piyasa işlemleri sayesinde BYF'lerin önemli derecede iskontolu veya primli işlem görmesinin önüne geçilmekte olup, yatırım ortaklıklarında yaşanan en büyük sorun BYF'lerde yaşanmamaktadır<sup>205</sup>.

İlgili Tebliğ'in yürürlüğe girmesinin ardından, Finansbank A.Ş. A Tipi Karma Fonu'ndan dönüşen Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu, Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından Dow Jones DJIM Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu ve Finansbank A.Ş. Mali Sektör Dışı NFIST İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu 2005 yılı içerisinde halka arz edilmiştir. 2005 yılı sonu itibari ile halka arz edilmiş üç adet borsa yatırım fonunun toplam değeri 60,7 milyon YTL'dir. 2005

---

<sup>205</sup> SPK, (2006), *Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler Haftalık Raporu*. (24-30 Haziran 2006), Erişim:01.07.2006, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr).

yılında son olarak Akbank T.A.Ş. tarafından S&P FCI Türkiye A Tipi Akbank Borsa Yatırım Fonu kurulmuştur<sup>206</sup>.

Aşağıdaki tabloda 2005 yılı ocak ayından, 2006 yılı mayıs ayına kadar olan dönemde borsa yatırım fonu sayısı ve toplam değeri görülmektedir. Toplam değerdeki hızlı artış ileride borsa yatırım fonlarının sermaye piyasaları için çok daha etkin bir araç olacağını ortaya koymaktadır.

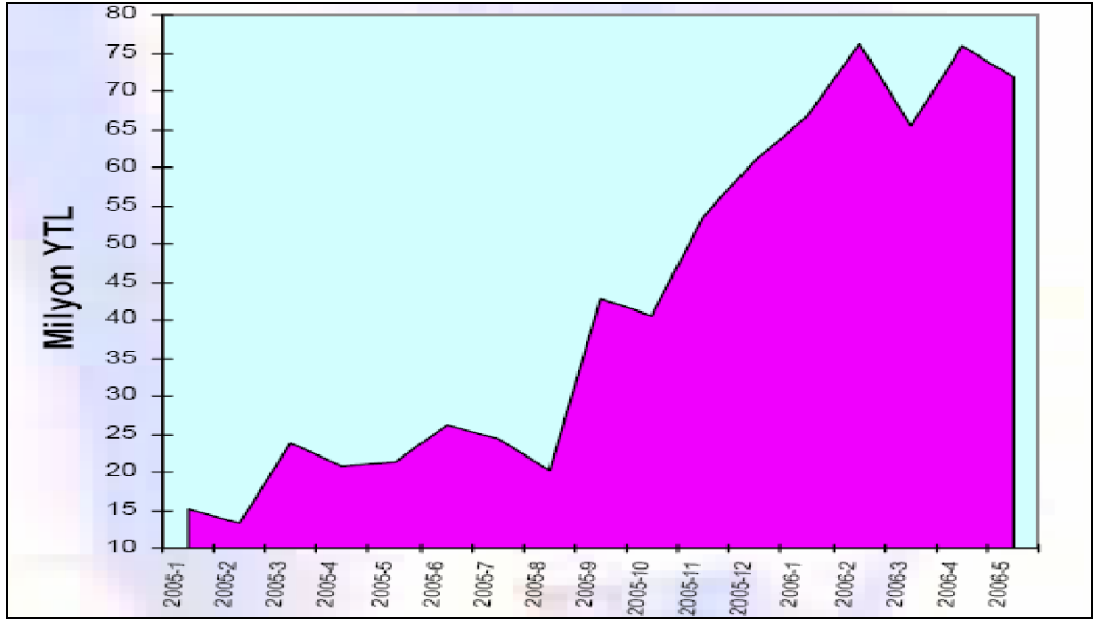
**Tablo 12**  
**Borsa Yatırım Fonlarının Sayısı ve Toplam Değeri**

Tarih	Sayısı	Toplam Değer (Milyon YTL)
<b>2005</b>		
Ocak	1	15.1
Şubat	1	13.2
Mart	1	23.7
Nisan	1	20.9
Mayıs	1	21.3
Haziran	1	26.2
Temmuz	1	24.2
Ağustos	1	20.2
Eylül	1	42.8
Ekim	1	40.6
Kasım	1	53.6
Aralık	3	60.7
<b>2006</b>		
Ocak	3	66.6
Şubat	3	76.2
Mart	3	65.4
Nisan	3	76.0
Mayıs	3	72.0

**Kaynak:** SPK, (2006), *Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler...*, a.g.e.

<sup>206</sup> SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

**Grafik 8**  
**Borsa Yatırım Fonlarının Net Aktif Değerleri**



**Kaynak:** SPK, (2006), *Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler...*, a.g.e.

Grafikte, 2005 yılı ocak ayından 2006 yılı mayıs ayına kadar olan sürede borsa yatırım fonlarının aktif değerleri yer almaktadır. Oldukça hızlı gelişme gösterdiği, net bir şekilde görülebilmektedir.

### 3.1.2. Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilk metninde yer almış olmasına rağmen, Kanun'un yürürlüğe girdiği tarihten 1991 yılına kadarki 10 yıllık süre içerisinde uygulaması olmamıştır. 1991 yılında ilk olarak Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin kurulması ile bu kurumlar hayata geçmiştir. Daha sonra 1992 ve 1993 yıllarında birer yatırım ortaklığı faaliyete geçmiştir<sup>207</sup>. 1994 yılından itibaren yatırım ortaklıklarının kuruluşunda belli bir hızlanma görülmüştür<sup>208</sup>.

Yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar Seri:VI No:4 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği ile düzenlenmiştir. Yatırım ortaklıkları; sermaye piyasası araçları ile

<sup>207</sup> Çanakçı, a.g.e., s. 1.

<sup>208</sup> Süzgen, a.g.e., s. 82.

ulusal ve uluslar arası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır.

Fonların tersine, tüzel kişilik altında, anonim ortaklık türünde ve kayıtlı sermaye sistemine göre kurulmaları şarttır. Fonların, talep doğrultusunda katılma belgesi ihraç ederek büyüyebilmelerine karşılık, yatırım ortaklıkları sermaye artırımına gitmedikleri takdirde ihraç ve halka arz ettikleri hisse senetlerinin dışında büyüyemezler. Bu nedenle fonlar “açık uçlu” olarak anılırken, yatırım ortaklıkları “kapalı uçlu” olarak tanımlanmaktadır<sup>209</sup>.

Yatırım ortaklıklarının varlık nedeni; diğer kurumsal yatırımcılarda olduğu gibi yatırımcıların bireysel tasarruflarını bir araya toplayıp, oluşacak güçle modern portföy yönetim kuralına uyarak verimli bir portföy işletmeciliği ortaya koymaktır. Bu nedendir ki satın aldıkları ortaklıkların hisse senetlerini, söz konusu ortaklıkların yönetimini ele geçirmek ya da sermayelerine egemen olmak amacı ile almamaktadırlar.

Yatırım ortaklıklarının varoluş nedenleri portföy işletmeciliği yapmaktır. Bu amaçla;

- Portföy oluşturmak, bunu yönetmek, gerektiğinde portföyde revizyon yapmak,
- Yatırım riskini olabildiğince aza indirerek yatırım araçlarında çeşitliliğe gitmek,
- Menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri izlemek,
- Bütün bunların ışığında riski en aza indirerek, etkin ve karlı bir portföy işletmeciliği yapmaktır<sup>210</sup>.

---

<sup>209</sup> Çanakçı, a.g.e., ss. 4-5.

<sup>210</sup> Yönu, a.g.e., s. 75.



2006 yılında Türkiye’de mevcut yatırım ortaklığı sayısı 43’dür. Bunların 31 tanesi menkul kıymet yatırım fonu (MKYF), 10 tanesi gayrimenkul yatırım ortaklığı (GMYO), 2 tanesi girişim sermayesi yatırım ortaklığı (GSYO)’dır<sup>211</sup>.

**Tablo 13**  
**Yatırım Ortaklıklarının Portföy Dağılımları**

Yıl	Ay	Ortaklık Sayısı	Net Aktif Değeri (YTL)	HS %	KB %	ÖT %	TR %	BPP %	YMK %	Diğer %
1998	12	17	20,707,033	50.45	14.46	0.00	34.63	0.00	0.00	0.46
1999	12	21	84,245,181	57.09	12.96	0.00	27.02	0.00	0.00	2.93
2000	12	21	78,578,764	56.25	12.39	0.00	30.57	0.00	0.00	0.79
2001	12	22	128,225,194	51.31	23.07	0.00	22.79	0.00	0.00	2.82
2002	12	22	138,926,236	47.09	32.13	0.00	20.51	0.00	0.00	0.27
2003	12	22	223,676,358	54.60	32.87	0.00	11.82	0.00	0.00	0.71
2004	12	23	314,433,125	62.56	27.21	0.00	8.28	1.95	0.00	0.00
2005	12	26	488,241,858	53.36	31.52	0.00	12.88	2.52	0.00	-0.28
2006	06	30	487,564,390	54.76	31.58	0.00	12.42	1.32	0.00	0.00

**Kaynak:** SPK, (2006), *Aylık Raporlar Haziran 2006*, Erişim:17.07.2006, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr).

HS % : Portföydeki Hisse Senedi Oranı  
KB % : Portföydeki Kamu Borçlanma Araçları Oranı  
ÖT % : Portföydeki Özel Sektör Tahvil Oranı  
TR % : Portföydeki Ters Repo Oranı  
BPP % : Portföydeki Borsa Para Piyasası Oranı  
YMK % : Portföydeki Yabancı Menkul Kıymet Oranı

Yukarıdaki tabloda yatırım ortaklıklarının 1998 yılından 2006 yılına kadar olan dönemde mevcut portföy dağılımları yer almaktadır. Kamu borçlanma araçları oranındaki artış dikkat çekmektedir. Bununla birlikte ters repo oranı da düşüş göstermektedir. Hisse senedi oranında da yatırım fonlarında görülen aksine istikrarlı bir davranış söz konusudur.

Türkiye’de A-Tipi ve B-Tipi menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları olmak üzere 3 tür yatırım ortaklığı faaliyet göstermektedir<sup>212</sup>.

<sup>211</sup> Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), (2006), *İstatistikler*, Erişim:20.06.2006, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr).

<sup>212</sup> SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, **a.g.e.**

### 3.1.2.1. A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları arasında esas sözleşmelerinde asgari sınırlar belirtilmiş olmak kaydıyla, portföy değerinin en az %25'ini özelleştirme kapsamına alınmış kamu iktisadi teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıkları "A Tipi Yatırım Ortaklığı" olarak adlandırılır.

Türk sermaye piyasalarında 2005 yıl sonu itibariyle 192,3 milyon YTL tutarında çıkarılmış sermayesi, 445,9 milyon YTL piyasa değeri ve 482,2 milyon YTL net aktif değeri bulunan 25 adet A tipi yatırım ortaklığı faaliyet göstermektedir. Yatırım ortaklıklarının portföylerinin %53,4'ünü hisse senedi, %31,5'ini devlet tahvili ve hazine bonusu, %12,9'unu da ters repo işlemleri oluşturmaktadır<sup>213</sup>. Aşağıdaki tabloda A tipi yatırım ortaklıklarının mevcut durumu görülmektedir.

**Tablo 14**  
**A Tipi Yatırım Ortaklıklarının Mevcut Durumu (2005)**

A Tipi Yatırım Ortaklıkları	Kuruluş Tarihi	Kayıtlı Sermaye Tavanı (Bin YTL)	Çıkarılmış Sermaye (Bin YTL)	Net Aktif Değer(*) (Bin YTL)	Toplam Piyasa Değeri (Bin YTL)
1 AK	18.09.1998	40,000	18,000	48,747	43,380
2 ALTERNATİF	14.09.1995	25,000	10,200	20,326	24,378
3 ATA	20.03.1997	5,000	500	3,809	7,850
4 ATLANTİS	19.08.1994	20,000	2,000	6,535	6,000
5 ATLAS	22.10.1993	10,000	858	4,471	6,263
6 AVRASYA	01.03.1996	10,000	4,720	7,139	8,873
7 BUMERAN	17.05.1995	10,000	2,500	2,854	3,950
8 DENİZ (1)	05.05.1995	25,000	9,900	25,126	26,532
9 ECZACIBAŞI	15.06.1998	25,000	14,000	23,223	15,660
10 EVG	22.03.2005	5,000	2,500	3,380	3,400
11 EGELİ & CO.	02.09.2004	10,000	3,800	11,841	11,249
12 FİNANS	17.11.1995	50,000	9,750	23,514	20,962
13 GARANTİ	09.07.1996	10,000	7,000	9,150	2,130
14 GEDİK	12.03.1998	10,000	1,925	3,236	3,907
15 HEDEF	22.03.2005	50,000	2,500	2,989	3,975
16 İNFO	22.09.2003	10,000	3,000	3,532	5,040
17 İŞ	16.08.1995	135,000	30,000	155,394	135,000
18 MUSTAFA YILMAZ	05.08.1994	5,000	2,700	3,474	5,184
19 PERA	24.01.1992	50,000	16,000	29,404	21,600
20 TAÇ	22.08.1994	20,000	1,995	9,240	11,471
21 TSKB	10.11.2000	6,000	12,000	17,696	19,680
22 VAKIF	13.06.1991	6,000	2,550	11,554	10,761
23 VARLIK	10.02.1998	6,000	3,750	4,158	1,580
24 YAPI KREDİ	02.10.1995	50,000	25,140	44,045	37,961
25 YATIRIM FİNANSMAN	31.12.1998	50,000	5000	7,424	9,150
<b>TOPLAM</b>		<b>643,000</b>	<b>192,288</b>	<b>482,261</b>	<b>445,936</b>

(\*) NET AKTİF DEĞER=Portföy Değeri+Hazır Değerler+Alacaklar-Borçlar  
(1) Demir M.K.Y.O. A.Ş.'nin unvanı Deniz M.K.Y.O. A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

Kaynak: SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

<sup>213</sup> SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

### 2.1.2.2. B Tipi Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

A tipi yatırım ortaklıkları için tanımlanmış asgari sınırın altında hisse senedi yatırımında bulunan yatırım ortaklıkları “B Tipi Yatırım Ortaklığı” olarak adlandırılmaktadır.

2005 yıl sonu itibariyle 1 adet B tipi yatırım ortaklığı faaliyet göstermektedir. İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. portföyünün %100’ü ters repo işlemlerinden oluşmaktadır<sup>214</sup>.

Aşağıdaki tabloda B tipi yatırım ortaklıklarının mevcut durumu görülmektedir.

**Tablo 15**  
**B Tipi Yatırım Ortaklıklarının Mevcut Durumu (2005)**

B Tipi Yatırım Ortaklıkları	Kuruluş Tarihi	Kayıtlı Sermaye Tavanı (Bin YTL)	Çıkarılmış Sermaye (Bin YTL)	Net Aktif Değer(*) (Bin YTL)	Toplam Piyasa Değeri (Bin YTL)
İNFOTREND	23.12.2004	5,000	5,000	5,607	6,050
<b>TOPLAM</b>		<b>5,000</b>	<b>5,000</b>	<b>5,607</b>	<b>6,050</b>

(\*) NET AKTIF DEĞER=Portföy Değeri+Hazır Değerler+Alacaklar-Borçlar

Kaynak: SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

### 2.1.2.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunlarında yapılan düzenlemelerle ilk kez hukuk sistemimize girmiştir. 13.05.1992 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanarak uygulamaya konulan 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yapılan değişikliklerle birlikte Sermaye Piyasası Kanunu’nun 35. maddesi, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşuna imkan sağlamıştır<sup>215</sup>.

<sup>214</sup> SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

<sup>215</sup> Akçay, a.g.e., s. 89.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) yasal yönden SPKn'nın "Sermaye Piyasası Kurumu" olarak tanımladığı yatırım ortaklıklarının, kuruluş ve faaliyet koşullarına yer veren 32. , 35. ve 36. maddeleriyle, bu hususları ve hisse senetlerinin halka arzına ilişkin ilkeleri ayrıntılı bir şekilde kapsamına alan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklarına İlişkin Esaslar Tebliği" çerçevesinde düzenlenmiş iken son yapılan düzenleme ile yerini 08.11.1998 tarih 23517 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan seri VI, No:11 numaralı ve bir önceki ile aynı başlığı taşıyan tebliğe bırakmıştır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları;

- Gayrimenkullere,
- Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına,
- Gayrimenkul projelerine,
- Gayrimenkule dayalı haklara,

yatırım yapabilen belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen, Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumları olarak tanımlanmaktadır<sup>216</sup>.

Türkiye'de toplam net aktif değeri 2,209 milyon YTL<sup>217</sup>, buna karşın piyasa değeri 2,489 milyon YTL olan 10 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyet göstermektedir. İMKB'ye kote olan bu ortaklıkların portföylerinin %84'ünü gayrimenkul yatırımları, %16'sını para ve sermaye piyasası araçları oluşturmaktadır. Söz konusu ortaklıklara ilişkin ayrıntılı bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

---

<sup>216</sup> İMKB, "Türkiye'de ve Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", *İMKB Kotasyon Müdürlüğü Aylık Panel Bildirisi*, İstanbul, Haziran, 1999, s. 13.

<sup>217</sup> Mevcut olan 10 adet GYO'nun Mart 2006 dönemi itibariyle net aktif değeri 2,176 milyon YTL (1.4 milyon USD)'ye gerilemiştir.

**Tablo 16**  
**Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Mevcut Durumu (2005)**

	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	Kuruluş Tarihi	Kayıtlı Sermaye Tavanı (Bin YTL)	Çıkarılmış Sermaye (Bin TL)	Net Aktif Değer (Bin YTL)	Piyasa Değeri (Bin YTL)
1	AKMERKEZ	15.02.2005	27,400	13,700	758,811	637,598
2	ALARKO	31.07.1996	20,000	3,565	183,141	237,143
3	ATAKULE	21.08.2000	100,000	63,000	119,590	131,670
4	EGS	01.10.1997	75,000	50,000	16,797	21,500
5	GARANTİ	25.07.1997	500,000	73,800	103,967	160,884
6	İHLAS	23.12.1997	35,000	33,162	32,607	42,779
7	İŞ	06.08.1999	500,000	329,966	803,025	970,100
8	NUROL	03.09.1997	50,000	10,000	38,565	58,600
9	VAKIF	26.11.1996	100,000	15,000	56,752	57,750
10	YAPI KREDİ KORAY	24.12.1996	100,000	40,000	96,120	171,200
	<b>TOPLAM</b>		<b>1,507,400</b>	<b>632,193</b>	<b>2,209,379</b>	<b>2,489,125</b>

Kaynak: SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

#### 3.1.2.4. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Daha önce 6.11.1988 tarihli ve 23515 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: VI, No: 10 sayılı “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”, Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kuruluşları, faaliyet ilke ve kuralları, hisse senetlerini halka arz etmelerine ilişkin esasları, 20/3/2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:VI, No:15 sayılı tebliğ ile düzenlenmiştir. Bu tebliğ 2499 sayılı kanunun 22 nci maddesinin birinci fıkrasının (o) bendi , 36 ncı maddesi ve 39 uncu maddelerine dayanılarak hazırlanmıştır.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, Türkiye’de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan menkul kıymetlerin, likiditesi düşük olan girişim şirketlerinde birinci el piyasasında ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yaparak uzun vadeli kaynak aktarımı gerçekleştirirler<sup>218</sup>.

<sup>218</sup> Uyanık, a.g.e., s. 122.

Türkiye’de 2005 sonu itibariyle portföy değeri 110,4 milyon YTL (69,5 milyon \$)<sup>219</sup> olan 2 adet girişim sermayesi yatırım ortaklığı faaliyet göstermektedir. Söz konusu ortaklıklardan İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin yaklaşık 98,8 milyon YTL tutarındaki portföyünün %44.8’i girişim sermayesi yatırımlarından, %55.2’si menkul kıymetlerden, Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin ise yaklaşık 11,6 milyon YTL’lik portföyünün %79.0’ı girişim sermayesi yatırımlarından, %21.0’ı menkul kıymetlerden oluşmaktadır<sup>220</sup>.

### 3.1.3. Portföy Yönetim Şirketleri

Portföy yöneticiliği faaliyetine ve bu faaliyette bulunacak kurumlara ilişkin esaslar 20.04.1993 tarih ve 22264 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan SPK Tebliği ile düzenlemiştir. Portföy yöneticiliği faaliyeti belirlenen şartları yerine getirerek Kurul’dan yetki belgesi almış portföy yönetim şirketleri ve aracı kuruluşlarca yürütülür. Tebliğ’in amacı portföy yöneticiliğinin, portföy yönetim şirketleri tarafından güven ve istikrar ortamı içerisinde yapılmasıdır.

Portföy yönetimi ve yöneticiliği geniş anlamli bir ticari faaliyettir ve kara yöneliktir. SPK tarafından düzenlenmiştir. SPK Tebliği’nde portföy yöneticiliği ve işleticiliği; risk ve getiri analizleri çerçevesinde menkul kıymetlerin temettü, faiz gibi getirileri ile değer artışından yararlanmak, bu senetlere bağlı hakları kullanmak ve hizmetleri yapmak amacıyla yönelik bir faaliyet türü olarak tanımlanmaktadır<sup>221</sup>.

2005 yıl sonu itibarı ile Türk sermaye piyasasında faaliyet gösteren 19 adet portföy yönetim şirketi bulunmaktadır. Bu şirketlerin yönettiği portföy büyüklüğü 30,266 milyon YTL’dir. Yönetilen portföyün %1.9’u bireysel bazda, %94.9’u kurumsal bazda ve %3.1’i de tüzel kişi bazında yönetilmektedir. ABD Doları bazında, 2004 yılına göre yönetilen portföy büyüklüğü %23.7 oranında artarak 18,105 milyon ABD Dolarından 22,395 milyon ABD Dolarına yükselmiştir<sup>222</sup>.

---

<sup>219</sup> GSYO’larının Mart 2006 dönemi itibariyle, mevcut olan 2 adet GSYO’nun net aktif değeri 112 milyon YTL (71 milyon USD)’ye ulaşmıştır.

<sup>220</sup> SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

<sup>221</sup> Bay, a.g.e., s. 67.

<sup>222</sup> SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

Portföy yönetim şirketlerinin 2005 yılı sonu itibari ile mevcut durumları aşağıdaki tabloda görülmektedir.

**Tablo 17**  
**Portföy Yönetim Şirketlerinin Mevcut Durumu (2005)**

	Portföy Yönetim Şirketleri	Sözleşme Sayıları (Adet)				Yönetilen Portföy Büyüklüğü (Milyon YTL)			
		Bireysel	Kurumsal	Tüzel Kişi	Toplam	Bireysel	Kurumsal	Tüzel Kişi	Toplam
1	Ak	0	24	0	24	0	4,019.7	0	4,019.7
2	Ata	0	10	0	10	0	146.2	0	146.2
3	Bender	0	9	0	9	0	162.9	0	162.9
4	Deniz	3	0	0	3	0.05	0	0	0.05
5	Eczacıbaşı-Ubp	222	11	0	233	10	127.9	0	137.9
6	Finans	794	14	22	830	125.7	851.03	14.01	990.74
7	Fortis	6	14	4	24	5.6	250.4	49	305
8	Garanti	17	29	30	76	51.6	3,465.9	250.2	3,767.7
9	Global	87	6	4	97	12.2	80	3	95.3
10	HSBC	0	10	0	10	0	1,873.8	0	1,873.8
11	İnter	11	5	1	17	9.1	8.3	0.24	17.6
12	İsviçre	243	5	16	264	15.6	21.6	4.8	42.2
13	İş	0	52	0	52	0	6,833.8	0	6,833.8
14	Koç	419	24	23	466	161.9	3,817.3	245.1	4,224.4
15	Oyak	130	14	8	152	19.4	971.1	34.6	1,025.2
16	Teb	258	17	13	288	174.6	1,026.4	12.3	1,213.5
17	Vakıf	0	12	2	14	0	90	315.1	405.2
18	Yapı Kredi	0	21	0	21	0	3,173.07	0	3,173.07
19	Ziraat	0	12	1	13	0	1,809.8	21.5	1,831.4
	<b>Toplam (YTL)</b>	<b>2,190</b>	<b>289</b>	<b>124</b>	<b>2,603</b>	<b>586.1</b>	<b>28,730.05</b>	<b>950.01</b>	<b>30,266.2</b>
	<b>(ABD Doları)</b>	<b>2,190</b>	<b>289</b>	<b>124</b>	<b>2,603</b>	<b>433.7</b>	<b>21,257.9</b>	<b>702.9</b>	<b>22,394.5</b>

**Kaynak:** SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

Sermaye yeterliliği tabanı; likit olmayan varlıkların şirketin öz sermayesinden düşülmesi yoluyla hesaplanması açısından önemli bir mali göstergedir. Aşağıdaki grafikte portföy yönetim şirketlerinin sermaye yeterliliğine göre analizi yapılmıştır.

Sektörün son 3 aylık faaliyet giderlerinin, risk karşılıklarının ve toplam borçlarının sermaye yeterliliği tabanına oranları incelenerek yapılan analizde sektörün son 3 aylık faaliyet giderlerinin sermaye yeterliliği tabanına oranının ve toplam borçlarının sermaye yeterliliği tabanına oranının düşüş trendinde olduğu görülmektedir.

Sektörün risk karşılığının sermaye yeterliliği tabanına oranında ise herhangi bir artış veya düşüş trendi gözlemlenmemektedir. Bahsedilen düşüş trendleri





esasları düzenlemektir. Yönetmelik, emeklilik yatırım fonlarının türleri, kuruluşları, örgüt yapısı, faaliyet ilke ve esasları, katkıların bu fonlarda toplanması ve değerlendirilmesi, fon malvarlığı, fon portföyündeki varlıkların saklanması, portföyün yönetimi, fonların birleşme ve devir esasları, iç ve dış denetimi ile kamunun aydınlatılmasına ilişkin esas ve usulleri kapsar.

Fon, şirket tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inanlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan malvarlığıdır. Süresiz olarak kurulan fonun tüzel kişiliği yoktur. Fon, Kanunda yer alan amaçlar dışında kullanılamaz ve kurulamaz<sup>223</sup>.

Türkiye’de bireysel emeklilik sistemi 2003 yılında faaliyete geçmiş olup, 2005 yılı sonu itibariyle halka arz edilmiş olan emeklilik fonu sayısı 96’dır. Söz konusu fonların toplam değeri 1,219 milyon YTL’dir. Emeklilik yatırım fonları içinde en yaygın fon türü olarak %35.8 ile YTL veya döviz cinsinden kamu borçlanma araçları emeklilik yatırım fonları (31 adet) birinci sırayı alırken, ikinci ve üçüncü sırada karma emeklilik yatırım fonları (19 adet) ile para piyasası likit kamu emeklilik yatırım fonları (15 adet) bulunmaktadır<sup>224</sup>.

---

<sup>223</sup> SPK, (2006), *Sermaye Piyasası Mevzuatı, Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik*, Erişim:04.07.2006, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr).

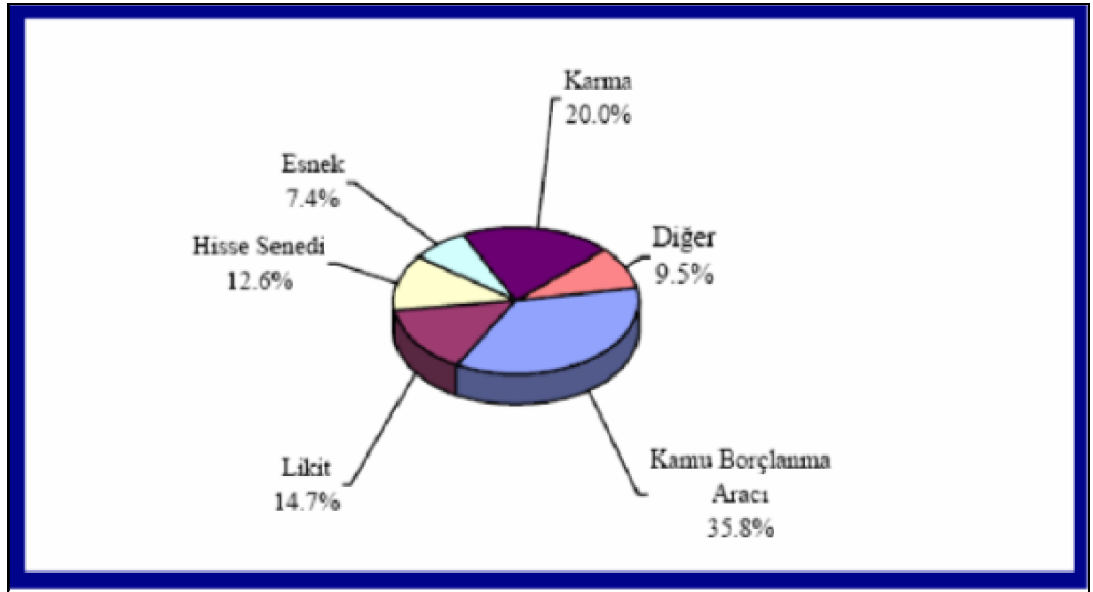
<sup>224</sup> SPK Faaliyet Raporu 2005..., **a.g.e.**

**Tablo 18**  
**Emeklilik Yatırım Fonlarının Toplam Değerleri**

Tarih	Toplam Değer (Milyon YTL)
<b>2004</b>	295
<b>2005</b>	
Ocak	348
Şubat	396
Mart	450
Nisan	501
Mayıs	559
Haziran	640
Temmuz	716
Ağustos	796
Eylül	888
Ekim	964
Kasım	1,100
Aralık	1.210
<b>2006</b>	
Ocak	1,348
Şubat	1,475
Mart	1,570
Nisan	1,683
Mayıs	1,781
Haziran	1,881

Kaynak: SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

**Grafik 10**  
**Emeklilik Yatırım Fonu Türleri (2005)**



Kaynak: SPK, (2006), *Faaliyet Raporu 2005...*, a.g.e.

**Tablo 19**  
**Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları**

Tarih	Hisse Senetleri %	Kamu Borçlanma Senetleri %	Ters Repo %	Yabancı Menkul Kıymetler %	Diğer %
<b>2004</b>	13.32	72.44	9.07	1.84	3.30
<b>2005</b>	11.12	80.41	5.35	0.76	2.36
<b>2006</b>					
Ocak	12.46	75.37	10.55	0.37	1.25
Şubat	12.75	72.11	12.09	0.70	2.35
Mart	11.29	71.92	13.16	0.62	3.63
Nisan	10.76	73.23	12.22	0.65	3.14
Mayıs	9.80	72.26	15.00	0.18	2.76
Haziran	9.18	69.11	18.75	0.62	2.34

**Kaynak:** SPK, (2006), *Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler...*, a.g.e.

Emeklilik yatırım fonlarının toplam değerlerinin görüldüğü tabloda bu fonlara olan talebin giderek arttığı dikkati çekmektedir. Ancak emeklilik fonlarının portföy dağılımlarına bakıldığında portföylerinin büyük bir kısmının kamu borçlanma senetlerine ayrıldığı görülmektedir. Son aylar itibari ile ters repoya ayrılan pay artarken kamu borçlanma senetlerine ayrılan pay da azalma göstermektedir.

### 3.1.5. Sosyal Güvenlik Kurumları

Türkiye’de sosyal güvenlik alanında ilk kapsamlı kurumsal yapı, kamu kesimi çalışanları için 17.09.1949 tarihi resmi gazetede yayınlanan 5434 sayılı kanunla kurulan T.C. Emekli Sandığı ile oluşturulmuştur. Daha sonra sosyal güvenlik sistemi, bir işverene bağlı olarak çalışanları kapsayan ve 17.07.1967 tarih ve 506 sayılı kanun ile kurulan Sosyal Sigortalar Kurumu ile genişletilmiştir. Esnaf ve sanatkarlar ile diğer bağımsız çalışanların sosyal güvenliğinin sağlanması

amacıyla 02.09.1971 tarihinde kabul edilen 1475 sayılı kanun ile Bağ-Kur'un kurulmasıyla son şeklini almıştır<sup>225</sup>.

Ülkemizde uygulanmakta olan matematik karşılıklar yöntemi yani kanun gereğince bağlanan gelir ve aylıkların ödenmesini sağlamak üzere hesaplanacak peşin değerlerin toplamı, teorik olarak kapitalizasyon sistemine denk gelmekle birlikte, ödenen aylıkların toplanan primler içindeki paylarından da görülebileceği gibi dağıtım sistemine göre işletilmektedir.

Dağıtım yöntemi uygulamasında herhangi bir fon yaratılması durumu söz konusu değildir. Bu sistemin temelinde nesiller arası dayanışma vardır. Çalışan nesiller, ödedikleri primler ile emeklileri finanse etmektedirler ve bu sebepten dolayı, dağıtım yöntemi ile fon yaratılması mümkün olmamaktadır. Sistemde toplanan tüm fonlar bugünkü emeklilerin tüketimlerini finanse etmeye yönelik kullanıldıkları için yatırımlara yönlenebilecek bir fon birikimi sağlanamamaktadır. Ancak, dağıtım sisteminde belli miktarlarda karşılıklar ayrılmaktadır. Türkiye'de ve Latin Amerika ülkeleri uygulamalarında görüldüğü gibi, dağıtım sistemi ile çalışan sosyal güvenlik sistemlerinin fonları sürekli olarak erimektedir<sup>226</sup>.

Ülkemizde; çalışma ilişkisine dayalı üç sosyal güvenlik kurumu vardır. Bunlar bir işveren emrinde çalışanlar için Sosyal Sigortalar Kurumu, işveren ve kendi nam ve hesabına çalışanlar için Bağ-Kur ve memurlara yönelik olarak Emekli Sandığı'dır. Bu kurumlar hizmetlerini verirken kişilerden prim toplarlar. Onun için bunlara primli sistem denir. Ancak ülkemizde bu kurumların gelirleri, giderlerini karşılayamamaktadır ve sürekli açık vermektedirler. Bu kurumların gelir ve giderleri aşağıdaki tablolarda görülmektedir.

---

<sup>225</sup> Ünal, **a.g.e.**, s. 138.

<sup>226</sup> Yönu, **a.g.e.**, s. 64.

**Tablo 20**  
**Emekli Sandığı Gelir ve Giderleri (YTL)**

Yıl	Toplam Gelir	Toplam Gider	Fark
1980	50,747	44,760	5,987
1981	66,732	62,718	4,014
1982	94,848	93,926	922
1983	129,505	123,231	6,274
1984	175,795	168,537	7,258
1985	255,143	251,844	3,299
1986	358,026	347,907	10,119
1987	422,273	500,560	-78,287
1988	568,780	792,145	-223,365
1989	2,153,093	2,392,359	-239,266
1990	5,346,434	5,092,844	253,590
1991	9,485,809	8,616,909	868,900
1992	17,476,280	16,112,726	1,363,554
1993	27,498,058	31,450,714	-3,952,656
1994	47,875,632	53,930,240	-6,054,608
1995	103,543,112	108,362,222	-4,819,110
1996	220,793,655	260,272,479	-39,478,824
1997	465,317,434	573,548,058	-108,230,624
1998	914,083,750	1,109,524,985	-195,441,235
1999	1,508,714,904	2,016,291,584	-507,576,680
2000	2,138,765,110	2,976,238,608	-837,473,498
2001	3,217,177,726	4,800,176,358	-1,582,998,632
2002	4,981,388,344	7,629,741,972	-2,648,353,628
2003	6,814,266,712	10,346,934,283	-3,532,667,571
2004	7,780,452,224	12,245,126,168	-4,464,673,944
2005	9,556,918,351	14,096,141,737	-4,539,223,386
2006	2,645,862,368	3,748,499,000	-1,102,636,632

**Kaynak:** T.C. Emekli Sandığı, (2006), *Yıllar İtibariyle Gelir ve Giderler*, Erişim:20.06.2006, [www.emekli.gov.tr](http://www.emekli.gov.tr).

**Tablo 21**  
**Bağ-Kur Gelir ve Gider Dengesi (YTL)**

Yıllar	Gelir	Gider	Fark
1996	43,600	108,125	-64,525
1997	130,042	307,274	-177,233
1998	220,140	650,473	-430,333
1999	414,138	1,309,599	-895,461
2000	725,913	1,899,118	-1,173,206
2001	1,280,348	3,059,214	-1,778,866
2002	2,101,540	5,032,115	-2,930,575
2003	2,982,986	8,061,199	-5,078,214
2004	4,241,518	9,953,538	-5,712,020
2005	3,726,768	11,020,036	-7,293,268

**Kaynak:** Bağ-Kur Genel Müdürlüğü, (2006), *İstatistiki Bilgiler 2005 Yıllığı*, Erişim:20.06.2006, <http://www.bagkur.gov.tr>.

**Tablo 22**  
**Sosyal Sigortalar Kurumu Gelir ve Giderleri**

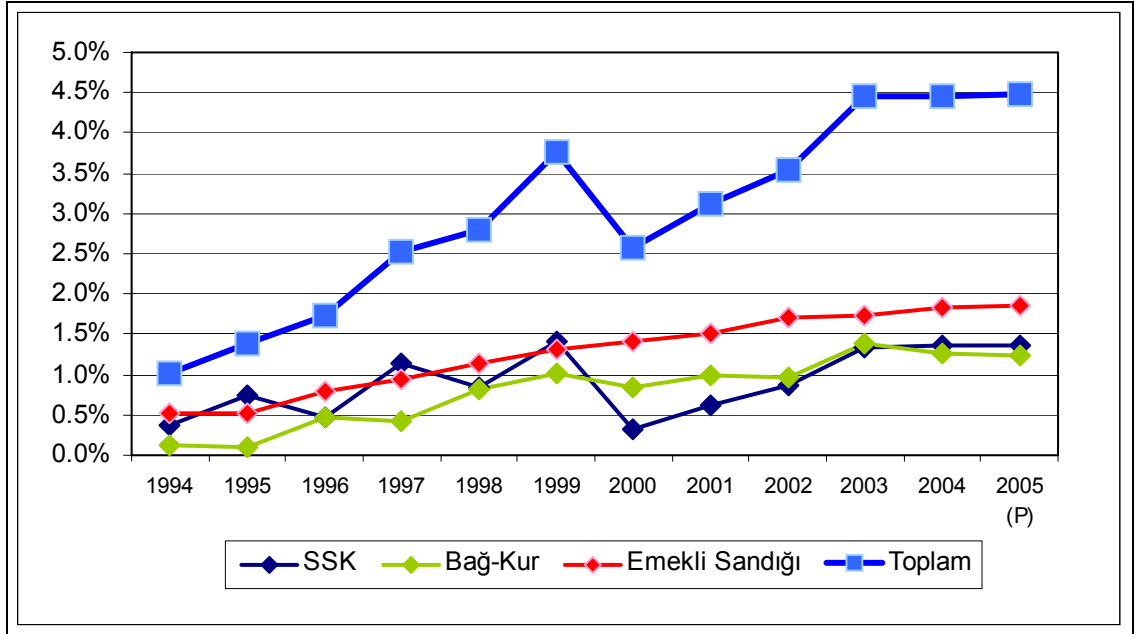
YILLAR	GELİRLER TOPLAMI	GİDERLER TOPLAMI	FARK
1989	5,374.0	4,692.0	682.0
1990	10,703.0	9,304.0	1,399.0
1991	18,511.0	18,383.0	128.0
1992	32,789.0	35,345.0	-2,556.0
1993	52,168.0	60,252.0	- 8,084.0
1994	90,335.0	109,734.0	-19,399.0
1995	138,158.0	219,493.0	-81,335.0
1996	342,436.0	486,819.0	-144,383.0
1997	724,389.0	1,060,389.0	-336,000.0
1998	1,550,018.0	1,997,018.0	-447,000.0
1999	2,494,835.0	3,605,835.0	-1,111,000.0
2000	4,894,718.0	5,294,718.0	-400,000.0
2001	7,698,531.0	8,806,531.0	-1,108,000.0
2002	11,132,049.0	13,518,049.0	-2,386,000.0
2003	15,450,060.0	20,258,677.0	-4,808,617.0
2004	19,417,958.0	25,174,958.0	-5,757,000.0
2005(Tah.)	22,739,769.0	30,151,436.0	-7,411,667.0

**Kaynak:** SSK, (2005), *2005 Yılı İstatistik Bülteni*, Erişim:16.07.2006, [www.ssk.gov.tr](http://www.ssk.gov.tr).

Gelir ve gider arası farkların artışından anlaşılacağı üzere, sosyal güvenlik kurumlarının gelir ve gider dengelerinin bozuk olduğu ve bu kurumların fon fazlası yaratamadığı görülmektedir. Bu halleri ile sosyal güvenlik kurumlarının Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcı olarak yer almaları imkansız olarak görülmektedir.

Sosyal güvenlik sisteminin yaşadığı finansman sorunu, kamu finansmanı üzerinde yarattığı baskı dolayısıyla, başta enflasyon olmak üzere, diğer temel ekonomik göstergeleri de olumsuz etkilemektedir. Kamu bütçesinden sosyal güvenlik kurumlarının açıklarını kapatmak için söz konusu kurumlara yapılan transferlerin milli gelir içindeki payı, sorunun büyüklüğünü açıklıkla yansıtmaktadır

**Grafik 11**  
**Sosyal Güvenlik Kurumlarına Bütçe Transferleri (% GSMH)**



**Kaynak:** T.C. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, (2006), *İstatistikler*, Erişim:28.06.2006, [www.calisma.gov.tr](http://www.calisma.gov.tr).

Sosyal güvenlik sisteminin yaşadığı finansman sorunu, kamunun borçlanma gereğini artırmaktadır. Bu kurumların 1994-2004 dönemindeki toplam açıklarının aynı dönemdeki Hazine iç borçlanma faiz oranları dikkate alınarak hesaplanan 2004 yılı güncel değeri 475 milyar YTL'ye ulaşmıştır (Tablo 20). Bir başka ifadeyle, son on yıldır sosyal güvenlik sisteminin açıklarının kapatılması için kullanılan kaynaklar, neredeyse Türkiye'nin 2004 yılında yarattığı toplam milli gelire eşittir. Ayrıca, bu tutar 2004 yıl sonu toplam konsolide borç stokunun 1.34 katıdır.

**Tablo 23**  
**Konsolide Bütçe Sosyal Güvenlik Transferlerinin Güncel Değeri**

<b>Makroekonomik istikrar açısından sosyal güvenlik sisteminin açıkları ne kadar önemli</b>	
	<b>2004 sonu (Milyar YTL)</b>
SSK, Bağ-Kur ve ES'nin 1994-2004 arası açıklarının Hazine borçlanma faiziyle güncellenmiş değeri	474,8
Toplam İç Borç Stoku	224,5
Toplam Konsolide Borç Stoku	316,1
GSMH	424,1

**Kaynak:** T.C. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, (2006), *İstatistikler...a.g.e.*

Bu tutar, bir anlamda sosyal güvenlik sisteminin yanlış kurgulanmış olmasından kaynaklanan zararın boyutunu ortaya koymaktadır. Türkiye'nin genç bir nüfusa sahip olduğu dikkate alındığında, doğru tasarlanmış bir sosyal güvenlik sisteminin açık vermek yerine, aynı dönemde fon birikimi sağlayarak ekonomiye olumlu katkıda bulunması gerekirdi<sup>227</sup>.

### 3.1.6. Sigorta Şirketleri

1872 yılında İngiliz sigorta şirketleri, açtıkları temsilciliklerle Türkiye' de ilk sigortacılık faaliyetlerini başlatmışlardır. İngilizler' den sonra Fransızlar da Türkiye' ye ilgi göstermişlerdir ve 1878 yılında ilk Fransız şirketi faaliyetlerine başlamıştır. Bundan sonra Alman, İtalyan, İsviçre gibi yabancı ülkelerin sigorta şirketlerinin çalışmaları ile sigortacılık genişlemeye başlamıştır. Cumhuriyetin ilanı ile birlikte sigorta alanında gerek yasal, gerekse kurumlaşma açısından büyük adımlar atılmıştır. 1924 yılında Türkçe'yi kullanma zorunluluğu getiren yasa ile, poliçelerin İngilizce ve Fransızca düzenlenmesine son verilmiş ve aynı yıl Sigortacılar Kulübü kurulmuştur. 1927 yılında Sigortacılığın ve Sigorta Şirketlerinin Teftiş ve Murakabesi hakkındaki kanun yürürlüğe girmiştir. Yerli ve yabancı sigorta şirketlerinin denetlenmesi, döviz çıkışının önlenmesi amacını taşıyan bu kanunun çıkışıyla sigortacılık gelişmeye, yerli sermaye ile kurulan şirketlerin sayısı artmaya başlamıştır. Bunu izleyen iki yıl boyunca gerekli hazırlık ve incelemelerin yapılması sonucu işletme hakkının Türkiye İş Bankası A.Ş' ye ait olacağı bir anonim şirket kurulmasına karar verilmiştir. Böylece 1929 yılında Milli Reasürans T.A.Ş faaliyete geçmiştir. Bu tarihten itibaren Türkiye' de reasürans tekeli başladı ve ülkedeki yerli-yabancı bütün sigorta şirketleri topladıkları primlerin bir kısmını Milli Reasürans'a devretmeye zorunlu tutulmuştur. Hemen hemen dünyada kurulan ilk reasürans tekeli olan Milli Re. önce çeşitli tepkiler gördüyse de suistimalleri önlemek, haksız rekabetin kakmasını ve ödemelerin zamanında yapılmasını sağlamak gibi yanlarıyla Türk sigortacılığının gelişmesinde olumlu rol oynamış ve halkın sigortaya olan güvenini arttırmıştır.

---

<sup>227</sup> T.C. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, (2005), *Sosyal Güvenlik Kurumları Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, Erişim:20.06.2006, [http://www.calisma.gov.tr/birimler/sgk\\_web/html/beyazkitap.html](http://www.calisma.gov.tr/birimler/sgk_web/html/beyazkitap.html).



Bu gelişmelerin paralelinde 1939 yılında sigorta şirketleri Ticaret Bakanlığı'na bağlanmıştır. Sigorta sektörünü ciddi bir biçimde ele alan 7397 sayılı Sigorta Murakabe Kanunu ise 1959 yılında yürürlüğe girmiştir. 1987 yılında yürürlüğe giren 3379 sayılı yasa ile 7397 sayılı yasada, yasal alandaki boşlukları doldurmak, sigorta şirketlerini mali yönden geliştirmek ve sigorta aracılarının durumunu yeniden düzenlemek amacıyla önemli ve köklü değişiklikler yapılmıştır. Bu kanun, sigorta ile ilgili organlar ve faaliyetlerini düzenleyen yönetmelikler çıkarılmasını öngörmekteydi. Sigorta şirketleri Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na bağlanarak mali yapının bir parçası olarak kabul edilmişlerdir. 1 Mayıs 1990 tarihinden itibaren Kaza Sigortaları (zorunlu sigortalar hariç), Mühendislik Sigortaları ile Zirai Sigortalarda; 1 Ekim 1990 tarihinden itibaren de Yangın ve Nakliyat sigortalarında da Serbest Tarife Sistemine geçilmiştir.

Zaman içerisinde yeni kurulan sigorta şirketlerinin sayısı artarken, sigorta taleplerinin aynı ölçüde artmaması, ayrıca prim tahsilatında yaşanan sorunlar dolayısıyla, 1993 yılından itibaren çıkarılan Kanun Hükmünde Kararnameler ile 7397 sayılı Kanunda birtakım düzenlemelere gidilmesi ihtiyacı duyulmuştur. 1 Ocak 1995 tarihinden itibaren sigorta primlerinin tahsili sorununa çözüm getirilmesi amacıyla, primlerin acente cari hesapları üzerinden takibi sistemi yürürlükten kaldırılarak, poliçe bazında takip sistemi uygulamaya konulmuştur.

2000 yılında, 1999 depremlerini takiben meskenler için zorunlu hale getirilmiş bulunan deprem sigortalarını yürütmek üzere tesis edilen "Doğal Afet Sigortaları Kurumu" (kısaca DASK) havuzu tesis edilerek yönetimi beş yıllık bir süre ile bu konuda deneyimli Millî Reasürans T.A.Ş.ne vermiştir. Diğer taraftan Türkiye'de 23.07.1927 tarih ve 1160 sayılı Yasa ile şekillendirilmiş zorunlu reasürans devri 31.12.2001'de sona ermiştir.

28 Mart 2001 tarihinde kabul edilen "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu" ile kurulan bireysel emeklilik sistemi 27 Ekim 2003 yılında faaliyete geçmiştir.

30.09.2004 tarihi itibariyle, ülkemizde toplam 47 sigorta şirketi faaliyette bulunmaktadır. Bunların 40'ı özel, 2'si kamu şirketi, 5'i Türkiye'de kurulu yabancı

şirkettir. Şirketlerin 9'u hayat, 10'u hayat/emeklilik, 1'i emeklilik, 15'i hayat-dışı, 12'si ise kompozit şirkettir. Halihazırda 15 şirketin faaliyeti durdurulmuş ve bu şirketlerden 5'i de iflas etmiştir.

Türkiye'de kurulu reasürans şirketi sayısı ise 3'tür. Ancak bunlardan ikisi prim üretimini durdurmuş olduğundan faal reasürans şirket sayısı 1 olmuştur. 3 şirketten 2'si aynı sermaye grubuna (İş Bankası) aittir<sup>228</sup>. Sektörün genel karlılığına baktığımızda 2004 yılının ilk dokuz ayı itibariyle kar ettiğini görmekteyiz. Zira sektör 2003 yılının ilk dokuz ayı itibariyle 49,756 bin YTL zarar ederken, 2004 yılının aynı döneminde 8,322 bin YTL kar etmiştir, karlılıkta bir önceki yıla göre %116,7'lik bir artış olmuştur<sup>229</sup>.

**Tablo 24**  
**Sigortacılık Sektöründe Direk Prim Üretimleri**

Sigorta Dalları	(Milyon YTL)			(Yüzde Dağılımı)			(Yüzde Artış)	
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2003/2002	2004/2003
Yangın	650	821	1 007	17,8	16,5	15,3	26,3	22,6
Nakliyat	159	194	258	4,4	3,9	3,9	22,0	32,9
Kaza	1 548	2 190	3 174	42,4	43,9	48,1	41,2	44,9
Makine-Montaj	182	207	257	5,0	4,2	3,9	13,7	24,1
Tarım	16	20	29	0,4	0,4	0,4	37,5	45,0
Sağlık	409	512	651	11,2	10,3	9,9	25,2	27,1
Hayat	687	1 027	1218	18,8	20,7	18,5	50,2	18,6
<b>Toplam</b>	<b>3 651</b>	<b>4 971</b>	<b>6 594</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>36,3</b>	<b>32,6</b>

**Kaynak:** Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), (2006), *2006 Yılı Programı*, Erişim:15.07.2006, <http://ekutup.dpt.org.tr/program/2006.pdf>.

<sup>228</sup> TSPAKB, Türkiye'de Sigortacılık. (2006). Erişim:

<http://www.tsrbsb.org.tr/tsrbsb/Sigorta/Türkiye+de+sigortacılık/> (20 Mayıs 2006)

<sup>229</sup> T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Reasürans Şirketlerinin Değerlendirilmesi. (2004). Erişim: [http://www.sigortacilik.gov.tr/06SSKI/6.03-Reasurans\\_Sirketleri/reasurans.htm](http://www.sigortacilik.gov.tr/06SSKI/6.03-Reasurans_Sirketleri/reasurans.htm) (15 Temmuz 2006).

Prim üretimi bakımından 2004 yılı sonu itibarıyla, sektördeki en büyük 10 şirketin payı %64.5'tir. Bu şirketler, toplam aktiflerin %64.5'ine, toplam öz kaynakların ise %69.4'üne sahiptir. Ayrıca bu büyük şirketlerden bazılarının aynı sermaye grubuna ait olduğu dikkate alındığında, sektörde yoğunlaşmanın daha da yüksek olduğu anlaşılmaktadır.

Sektörün gelişmişliğinin bir göstergesi olan direkt prim üretiminin gayri safi yurt içi hasıladaki oranı 1981 yılında %0.29 iken 2003 yılında %2.19'a çıkmıştır. Diğer taraftan, bu oran 2004 yılında 1.54 olarak gerçekleşmiştir. Gelişmiş ülkelerde bu oranın genelde %5'lerin üstünde olduğu düşünülürse yaşanan gelişmeye rağmen hala önemli bir potansiyel atıl bir şekilde durmaktadır<sup>230</sup>.

Gelişmiş ülkelerde yüzde 80'lerin üzerinde seyreden hayat dışı saklama oranları, ülkemizde sektörde kapasitenin yeterli olmaması nedeniyle %50'yi ancak 1991 yılında aşmış, 2003 yılında %56.2, 2004 yılı sonunda ise %62.7 düzeyinde gerçekleşmiştir. Hayat branşındaki saklama payı oranı ise, 2004 yılı itibarıyla %97.3 düzeyindedir<sup>231</sup>.

Sektörde prim üretimi ciddi artış göstermektedir. 1981 fiyatları ile 23 milyar lira olan direkt prim üretimi on üç kattan fazla artış göstererek 2004 sonu itibarıyla 388 milyar TL olmuştur. Son yirmi yılda 1994 ve 2001 yılları hariç sektörde hep ekonomik büyümenin üstünde bir büyüme yaşanmıştır. 2004 sonu itibarıyla sigorta şirketlerinin direkt prim üretimleri, bir önceki yıla göre %51.6 artarak 6,6 katrilyon TL'ye yükselmiştir. Bu büyüme oranı sabit fiyatlarla %33.2'ye tekabül etmektedir. Dolar bazında prim üretimi ise, 4,656 milyon \$ olmuştur. 2004 sonu itibarıyla kişi başına düşen prim miktarı, 2003 yılına göre %49.3'lük bir artışla 61,6 milyon TL'den 91,9 milyon TL'ye çıkmıştır. Dolar bazında kişi başına prim üretimi ise bir önceki yıla göre %57 oranında artarak 64,7 \$ olmuştur.

Prim üretiminin sigorta branşlarına göre dağılımına bakıldığında, en büyük payı kaza branşının aldığı görülmektedir. Kaza ve trafik branşında üretilen primler

<sup>230</sup> T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü, (2005), *Sigorta Şirketlerinin Değerlendirilmesi (2004 Yılı Sonu İtibarıyla)*, Erişim:05.07.2006, [http://www.sigortacilik.gov.tr/06SSKI/6.02-Sigorta\\_Sirketleri/sigorta\\_sirketleri.html](http://www.sigortacilik.gov.tr/06SSKI/6.02-Sigorta_Sirketleri/sigorta_sirketleri.html).

<sup>231</sup> Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), (2006), *2006 Yılı Programı...*, **a.g.e.**

hemen hemen toplam primlerin yarısıdır. Yıllar itibariyle kaza ve hayat branşının sektör içindeki payı artarken nakliyat ve yangın branşlarının payı azalmaktadır. Hayat branşının portföy içerisindeki payında meydana gelen düşüş bireysel emeklilik sisteminden kaynaklanmaktadır. Kaza branşının payı 1993 yılına kadar sürekli artarak % 54.2'ye çıkmasına rağmen bu tarihten sonra düşme eğilimi göstermiştir. 2004 yılında sigorta dallarının payları; Yangın %15.4, Nakliyat %3.9, Kaza %30 , Makine-Montaj %3.9, Dolu %0.3, Hayvan Ölümü %0.2, Hastalık %9.8, Hukuksal Koruma %0.2, Ferdi Kaza %2.5, Kredi %0, Trafik %15.4 ve Hayat %18.5 oranında pay almaktadır.

Hayat branşının payı ise 1990 yılında % 20.4 e kadar çıkmış, daha sonra 1994 yılında %12.2 ye kadar ani bir düşüş gösterdikten sonra tekrar artış göstererek 2004 sonu rakamlarına göre de %18.5 oranında pay almaktadır. 2003 yılı sonunda söz konusu rakam % 23.6 olarak gerçekleşmiştir.

Sigorta şirketlerinin 2004 yılı sonu itibariyle aktiflerinin toplamı bir önceki yılın aynı dönemine göre %29.3 civarında artış göstererek 9,8 katrilyon liraya ulaşmıştır. 2004 yılı sonu itibariyle, aktif toplamı içinde nakit değerler %8.5 menkul değerler cüzdanı %54.6 (%50.3 devlet tahvili ve hazine bonosu, %0.5 hisse senetleri, %2.8 diğer), prim alacaklarının payı %16.2, sabit değerler ise %11.2 olmuştur<sup>232</sup>.

### **3.2. Türkiye’de Kurumsal Yatırımcıların Sorunları**

Türkiye’de kurumsal yatırımcı portföy davranışları incelendiğinde, kurumsal yatırımcıların portföylerinin ağırlıklı kısmının kamu borçlanma kağıtlarına aktarıldığı görülmektedir. Bu durum ise kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasında yeterli kadar aktif olamamasına neden olmaktadır.

Türkiye’de devletin yüksek borçlanma ihtiyacı, reel faiz oranlarının çok yüksek olmasına ve mevcut tasarrufların devlet iç borçlanma senetlerine yönelmesine neden olmaktadır. Ayrıca ülkedeki makroekonomik istikrarsızlık sonucunda

---

<sup>232</sup> T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü, (2005), *Sigorta Şirketlerinin Değerlendirilmesi...*, **a.g.e.**

yatırımcılar, volatilitesi yüksek yatırım araçları yerine teoride riski sıfır olan hazine bonusu ve devlet tahviline yönelmektedirler.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasaları yüksek volatiliteye sahiptir. Şiddetli fiyat dalgalanmaları nedeni ile sermaye piyasasının istikrarı sağlanamamaktadır. Likidite sıkıntısı yaşanmakta ve bu durum krizlere davetiye çıkarmaktadır. Likidite krizi nedeni ile finansal kurumlar likidite sıkışması ile karşı karşıya kalmakta, ciddi finansal kayıplara uğramakta, reel sektör ve devlet ise yüksek borçlanma maliyeti ile karşı karşıya kalmaktadır. Yüksek volatiliteler aynı zamanda belirsizliği artırarak, ekonomik faaliyetleri olumsuz yönde etkilemektedir<sup>233</sup>.

Kurumsal yatırımcıları sermaye piyasalarında aktif olabilmeleri ve gerekli katkıları sağlayabilmeleri için kurumsal fon hacminin yüksek olması gerekmektedir. Ancak kurumsal fonların da önemli bir kısmının sermaye piyasası araçlarına yönlendirilmesi ve değerlendirilmesi gerekmektedir. Türkiye için, büyük bir eksiklik de toplam tasarruflar içerisinde kurumsal yatırımcıların payının artış göstermekte olsa bile oldukça yetersiz kalmasıdır. Ülkemizde Kurumsal yatırımcıların tasarruf biriktirme konusunda daha aktif hale gelmeleri gerekmektedir.

### **3.2.1. Yatırım Fonlarının Sorunları**

Yatırım fonları sayısal olarak incelendiğinde ve portföy büyüklükleri dikkate alındığında mevcut gelişim düzeyinin piyasaya katkı sağlayacak yeterli düzeyde olmadığı görülmektedir. Türk sermaye piyasasında faaliyette bulunan yatırım fonları gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarındaki yatırım fonları ile kıyaslandığında, oldukça kısa bir geçmişe sahip olunduğu ve gelişim sürecinin de oldukça yavaş olduğu görülmektedir. Gelişimin yavaş olmasının nedenleri uygulamadaki aksaklıklardan kaynaklanmaktadır. Bunun sonucunda da yatırım fonları kendilerinden beklenen performansı göstermekte yetersiz kalmışlar ve piyasanın sağlıklı bir yapıya kavuşmasında yeterince etkin olamamışlardır.

Performans düşüklüğünün temel nedenleri; yatırım fonlarının ücretlerinin portföy büyüklüğünün belirli bir oranı olarak hesaplanmasından dolayı kurucu ve

---

<sup>233</sup> Aras ve Müslümov, **a.g.e.**, ss. 73-74.

yöneticilerin kazandıkları gelirlerin yatırım fonunun performansından ziyade pazarlama faaliyetlerine dayanması, portföy yöneticiliği yetki belgesinin portföy yönetim şirketlerinin yanı sıra esas gelir kaynakları aracılık komisyonu olan ve ek gelir olarak da portföy yönetim ücreti alma imkanına sahip olan aracı kurumlara da verilmesidir<sup>234</sup>.

İçtüzüklerinde hüküm bulunmak ve kuralları belirlenmiş olmak koşuluyla, likit fonlar dışında kalan fonlarda, katılma belgelerinin tasarruf sahipleri tarafından fona geri satımında elde tutma süresine göre komisyon uygulanabilir. Elde edilecek komisyon tutarı fona veya kurucuya gelir olarak kaydedilir. Yatırım fonlarının, katılma belgelerinin geri döndüğünde likit fonlarda yatırımcıya bedelinin hemen ödenmesi ve hemen paraya çevrilmesi fon kurucusunu likidite sıkıntısına sokmaktadır. Diğer fon türlerinin hepsinde “ileri fiyat uygulaması” ile bu sorun ortadan kaldırılmıştır. Likit fonlarda yaşanan bu sorun için likidite yönetimi uygulanmalıdır. Sadece portföy yönetimi sağlanması durumunda yatırım fonlarının gerçek performansları ortaya konamayacaktır.

Türkiye tasarruf açığı veren bir ülkedir. Hızlı bir büyümenin sürdürülmesinde dış kaynak gereksinimi önemli bir faktördür. Mevcut şartlarda tasarrufların dengesi, borsaya çok fazla kaynak aktarımına imkan vermeyen bir yapıdadır. Ayrıca devlet, sabit getirili menkul kıymet piyasasının tamamını ele geçirmiştir. Bu durumda devletin borçlanma payı makro düzeyde azaltılmaya çalışılmalı ve tasarrufların borsada uzun vadeli araçlara kanalize edilmesi sağlanmalıdır. Ya da özelleştirmeler yolu ile devletin borç stoklarını azaltma yoluna gidilip bu piyasalardan borsaya bir hareketlilik kazandırılması gereği düşünülmelidir. Bunların ikisi de yapılmazsa, borsa yabancı yatırımcılara açılması sınırlı kalır ve hızlı büyüme gerçekleştirilemez.

Ekonomide yaşanan nakit sıkışıklıkları yatırım fonlarını büyük miktarlarda iadelerle karşı karşıya bırakmaktadır. Katılma belgeleri ani ve büyük ölçüde geri döndüğünde fon kurucuları nakit servisini vermede sıkıntı yaşamaktadırlar. Durum böyle olunca da, katılma belgeleri pazarlanabilir olmamakta ve piyasada

---

<sup>234</sup> Bülent Öztürk. (1999). *Yatırım Fonu Performanslarının Yatırım Fonu Endekslerinin Oluşturulması Yoluyla Ölçülmesi, Araştırma Raporları*, Erişim:20.04.2005, <http://www.spk.gov.tr>.

satılmamaktadır. Buradaki en büyük eksiklik, piyasa yapıcılarının ve büyük, ciddi, uzun vadeli yatırımcıların borsada bulunmayışıdır.

Uygulamada açık uçlu yatırım fonlarının en önemli sorunu likidite sorunudur. Aşırı likiditasyon durumunda da hisse senetlerinin yanında sabit getirili menkul kıymetler de erimektedir. İkinci el tahvil piyasasında satma olanağı aranmakta ve zaten derin olmayan bu piyasada menkuller değerlerinin oldukça altında satılmaktadır. Böyle olunca da fon kurucusu portföy yönetimini bırakıp likidite yönetimi ile ilgilenmektedir.

Katılma belgesi geri geldiğinde belli bir likiditeyi sağlamak için, ikinci el tahvil piyasasında satılmaktadır ve bu sırada sermaye kaybı olmaktadır. Büyük bir müşterinin aniden fondan çıkarak yaratmış olduğu finansal yük, kurucuya güvenip fonda kalan yatırımcıya yüklenmektedir.

Türkiye gibi volatilitesi yüksek borsalara sahip olan ülkelerde, fon yöneticisini yatırımcı yönetmektedir. Endekste hızlı bir düşüş, katılma belgesi iadesi durumunda fon yöneticisi fon portföyünden hisse senedi satmak durumunda kalmaktadır. Tersisi durumda da fon yöneticisi yüksek fiyattan katılma belgesi satın almaya zorlanmaktadır. Bir yerde fonu, fon yöneticisi değil yatırımcı yönetmekte ve yatırımcı kararına göre fon yöneticisi fonu büyütme ya da küçültmektedir.

Yatırım fonlarının amacı, yatırımcının hisse senetlerine yumuşak geçişini sağlamaktır. Piyasadaki yüksek volatiliteler, şiddetli dalgalanmaları ortadan kaldıracak çözümlerin aranması ihtiyacı doğurmuştur. Hızlı değer artışları karşısında riski değerlendiren kurumsal yatırımcılar, uygulamaya yedek akçe kavramını getirmişlerdir. Yedek akçe ayrımı<sup>235</sup> ile yatırım fonlarında risk azaltılmaktadır.

2006 yılından itibaren yürürlüğe giren olan vergileme rejimi, para ve sermaye piyasalarında elde edilen gelirlerin türüne ve niteliğine bakılmaksızın aynı oranda

---

<sup>235</sup> %5 oranında yedek akçe ayrımı, borsanın çok yükseldiği dönemlerde fonun gelirinden yine fonun içerisindeki likiditeyi sağlayacak bir kaynak ayrılarak, fona daha istikrarlı bir gelir verilmesi, elde edilen artı değerlerin ileride fon düşmeye başladığında oluşacak olan eksi değer durumunda kullanılmasıdır. %5'lik marj, fonlardaki ani fiyat hareketlerini önlemektedir.

vergi yüküne (% 15) tabi tutulmasını öngörmektedir<sup>236</sup>. 23 Temmuz 2006 tarih ve 26237 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 2006/10731 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yerli yatırımcılara uygulanan stopaj oranı %15'ten %10'a indirilmiştir. Bunun sonucu olarak, yatırımcıların yatırım kararlarında risk ve getiri karşılaştırması yaparken ayrıca vergi faktörünü hesaba katmalarına gerek kalmayacak. Dolayısıyla farklı araçlar arasında daha kolay tercih yapılabileceğini ve daha hızlı yatırım kararı alınabileceğini söylemek mümkündür. 2006 yılı öncesi itibariyle, yatırımcılar vergi yükü %7 ila %40 oranında değişen farklı finansal araçlar arasında, bunların risk derecelerini de dikkate olarak tercih yapmak durumundaydılar. Halbuki yeni dönemde vergi yükü %10 olarak sabitlendiğinden yatırımcılara, artık sadece risk–getiri değerlendirmesine yoğunlaşarak karar verebilme imkanı sağlanmıştır. Böylece sistemin karmaşıklığının önüne geçilmiştir.

Türkiye’de gayrimenkul portföy yönetimi bilinmekte ancak buna rağmen finansal varlık yönetimi diye bir kavram bulunmamaktadır. Buradaki sorun ise, riski hesaplayamamaktan ve riskten korunamamaktan kaynaklanmaktadır. Portföy yönetimi yapan kişilerin yeterli teorik temele sahip olmaları gerekmektedir. Portföy yönetimlerinin temel görevi yatırımcı tercihlerini belirlemek değildir, portföy yönetiminin sınırlarını belirlemektir. Bu ise, süresinin, betasının, risk seviyesinin belirlenmesinden sonra yatırım tercihlerinin teknik kadro tarafından verilmesi demektir. Portföy yönetiminde önemli bir nokta da kararların uzun vadeli verilebilmesidir.

Türkiye’de, uzun vadeli olması gereken yatırımların giderek kısa vadeye dönmesi de önemli bir problemdir. Mevduatın ortalama vadesi üç aya, hazine bonolarının üç buçuk-dört aya yoğunlaşmış olması yatırımcıların tercihlerinin kısa vadede yoğunlaştığının göstergeleridir. Bunun da en önemli nedenleri, uzun vadede fon yönetimi yapılamaması, uzun vadede ekonomik ve politik ortama güvenin olmamasıdır<sup>237</sup>.

---

<sup>236</sup> Niyazi Çömez, (2006), *Yatırım Araçlarından 2005 ve 2006 Yılında Elde Edilen Gelirlerin Vergileme Esasları*, Erişim:10.07.2006, <http://www.verginet.net/Gundem.aspx?ID=21>.

<sup>237</sup> Ünal, a.g.e., ss. 89-96.



Yatırım fonlarının mevzuattaki tanımını dikkate alındığında; Seri VI, No:10 Tebliğindeki 15. maddeye göre, fon tutarının arttırılmasına yönelik sınırlamadan, tescil ve ilan gereklerinden dolayı kapalı sonlu olarak tanımlanabilir. Ancak uygulamadaki duruma bakılınca yatırım fonları açık uçlu tanımına girmektedir bu durum ise bir kavram kargaşası yaratmaktadır. SPK tarafından aralık 2004’de gerçekleştirilen “AB’ye Tam Üyelik Sürecinde Türk Sermaye Piyasası Yol Haritası” adlı konferansta, fonların tamamen açık uçlu hale getirilmeleri öngörülmektedir.

Yatırım fonlarının daha hızlı gelişim gösterebilmesi için, yerli ve yabancı yatırımcılara daha çekici hale getirilmesi gerekmektedir. Yatırım fonlarına olan talebi arttırıcı uygulamalara gidilmelidir. Bunun için risk derecelendirmesi yapılmalıdır. Fonlar daha açık hale getirilmeli ve şeffaflaştırılmalıdır. Yatırımcılar portföylerindeki mevcut menkul kıymetlerin taşıdıkları riskler hakkında bilgilendirilmelidir. Piyasada var olan yüksek volatilitenin azaltılması için ek uygulamalara ihtiyaç vardır. Vergisel olarak gerekli düzenlemeler yapılmalıdır. Yatırımcıların uzun vadeli olarak yatırım yapması özendirilmelidir. Böylece yatırım fonlarının gelişimi sağlanacak ve dolayısı ile sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunulmuş olunacaktır.

### **3.2.2. Yatırım Ortaklıklarının Sorunları**

Yatırım ortaklıkları 1981 yılında hukuk sistemimize girmesine karşın ilk yatırım ortaklığı ancak 10 yıl sonra 1991’in ilk yarısında kurulmuş ve faaliyete başlamıştır. 1993 yılında hem yatırım fonları hem de yatırım ortaklıkları için bir takım teşvikler getirilmiştir.

Yatırım ortaklıklarının, portföy yapılarındaki çeşitlendirme daraltılmıştır. SPKnu’na göre, yatırım ortaklıklarında sermaye+yedek akçelerin %10’undan fazlasını bir ortaklığa yatırmak mümkün değildir. Bu sınır, Portföydeki varlıkların değerinin fiyat hareketleri ve rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle, fon içtüzüklerinde ve ilgili Tebliğ’de belirtilen asgari sınırların altına inmesi veya azami sınırların üzerine çıkması halinde oranın en geç 30 gün içinde içtüzükte ve Tebliğ’de belirtilen sınırlara getirilmesi zorunludur. Belirtilen süre içinde elden çıkartmanın imkansız olması veya büyük zarar doğuracağıının belirlenmesi halinde süre Kurul

tarafından uzatılabilir. Bu süre sonunda Kurul'a başvurmayan veya süre verilmesi Kurul'ca uygun görülmeyen fonların türleri Kurul'ca resen değiştirilir ve ilan ettirilmesi sağlanır<sup>238</sup>.

Yatırım ortaklıklarında maliyetler, hisse senetlerinin parçalanması söz konusu olduğundan hareketli ağırlıklı ortalama ile hesaplanmaktadır. Bu tür hesaplama şekli ile, fiziksel olarak hisse senedi stoku değişmese de maliyette gerçekleşen değişme dikkate alınmaktadır. Ağırlıklı hareketli ortalama hesabı, aynı senet üzerinde kısa sürede daha fazla yoğunlaşmayı gerektirmektedir.

Mevcut düzenlemelerle, yatırım fonlarının ve ortaklıklarının bir başka yatırım fonu ya da ortaklığından hisse senedi veya katılma belgesi alması mümkün değildir. Amacı; fiyatı net aktif değerinden daha az olan yabancı yatırım ortaklıklarının hisse senetlerine yatırım yapmak olan yatırım fonları bulunmaktadır. Buna örnek olarak da, İngiltere'de faaliyet gösteren ve açık sonlu bir yatırım fonu olan "City of London" verilebilir. Ayrıca bir yatırım ortaklığının net aktif değeri piyasa değerinin üzerinde bulunan bir başka yatırım ortaklığının hisse senedini alması durumunda, piyasa işlem hacminde önemli bir canlanma gerçekleşecektir.

Yatırımcıların az sayıda olması ve likidite sorunu da bu kurumların genel anlamda önemli sorunlarıdır. Yatırım ortaklıkların ayakta durabilmeleri için öz sermaye artışına ihtiyaçları vardır. Ancak yeni kaynaklardan gelecek fonlara duyulan gereksinim, bu hisse senetlerine talep olmayınca giderilememektedir. Ayrıca hisse senetlerini satın alan kişileri, gerektiği hallerde mevcut hisse senetlerini elden çıkaramama sorunu beklemektedir<sup>239</sup>. Yatırımcıların bu kurumlara yatırım yapmaya özendirilmesi ile bu sorun ortadan kalkabilecektir.

GMYO'ları yatırımcılarına, kendi tasarrufları ile ulaşamayacakları gayrimenkullerin rantlarına ulaşma imkanı veren vergi avantajlı bir portföy işletmeciliği hizmeti sağlamak amacı ile kurulmuşlardır<sup>240</sup>. Kuruluşlarından itibaren 14 sene geçmiş olmasına rağmen henüz sayıları 10'u aşamayan GMYO gelişme

<sup>238</sup> SPK, (2006), *Sermaye Piyasası Mevzuatı, Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği*, Erişim:04.07.2006, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr).

<sup>239</sup> Günel, a.g.e., ss. 376-378.

<sup>240</sup> Yönü, a.g.e., s. 81.

sürecindedir. İMKB’de işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının 1,0 milyar dolara yaklaşan tahmini toplam net aktif değer büyüklüğü gelişmiş ülkelerdekilerle karşılaştırınca oldukça küçük kalmaktadır. Ülkemizdeki gayrimenkul yatırım ortaklıkları çok likit olmamakla birlikte yine de tatmin edici düzeyde işlem hacmi yaratmaktadırlar<sup>241</sup>.

Varolan bir çok ekonomik fonksiyonunun yanı sıra sermaye piyasasında yeni bir kurum olarak önemli işlevleri olan GMYO’nın, daha etkin hale getirilmesi ile ekonomiye ve sermaye piyasalarına birçok katkıları bulunacaktır<sup>242</sup>. GMYO’nın önemli katkıları şöyle olacaktır<sup>243</sup>;

- Büyük altyapı yatırımlarının finansmanına olanak sağlamak,
- Atıl gayrimenkullerin değerlendirilmesini sağlamak,
- Konut sektörünün gelişmesine katkıda bulunmak,
- Sermaye piyasasına yeni yatırımcı kazandırmak,
- Gayrimenkul piyasasında kurumsal yatırımcı tabanının oluşması,
- Gayrimenkul sektörünün kurumsallaşması.

Gayrimenkullerin cazip bir yatırım alternatifi olması; psikolojik faktörler ve verdiği güven duygusunun yanında devletin sağlamış olduğu vergisel teşviklerden kaynaklanmaktadır. Gayrimenkul yatırımları, uzun dönemde enflasyonun üzerinde bir getiri sağlamaktadır. GMYO yatırımcılara özendirilerek hem sermaye piyasalarına uzun vadeli kaynak sağlanmış olacak hem de piyasanın volatilitesi azaltılmış olacaktır.

Gayrimenkul Türkiye’de uzun yıllardır güvenli ve popüler bir yatırım aracı olarak görülmektedir. Son zamanlarda yapılan kamuoyu araştırmaları Türk nüfusunun yarıya yakınının ilk yatırım tercihi olarak gayrimenkulü seçtiğini göstermektedir. 3 yıllık durgunluk döneminin ardından 2004 yılının ortalarından itibaren gayrimenkul sektöründe canlanma gözlenmektedir. Düşük enflasyon ve

---

<sup>241</sup> Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği (GYODER), (2005), *Sektör Analizi*, Erişim:17.07.2006, [http://www.gyoder.org.tr/images/content/GYODER\\_2005\\_GYO\\_Sektor\\_Istatistikleri.pdf](http://www.gyoder.org.tr/images/content/GYODER_2005_GYO_Sektor_Istatistikleri.pdf).

<sup>242</sup> Aras, **a.g.e.**, s. 76.

<sup>243</sup> Altınyuva, **a.g.e.**, s. 100.

düşük reel faiz oranlarının olduğu bir ortamda, emlak piyasasının alternatif yatırım aracı olarak ilgi çekmesinin yanı sıra, uzun vadeli konut finansman modellerinin (Mortgage) hayata geçirilmesinden de olumlu etkilenmesi beklenmektedir. Uzun vadeli konut kredilerinin GSMH içindeki payı Türkiye’de halen %3.5 gibi düşük bir seviyededir. Aynı oran ABD’de %53, AB’de %39 ve diğer gelişmekte olan ülkelerde ortalama %5-15 aralığındadır<sup>244</sup>.

Yeni, büyüme potansiyeli ve karlılık oranı yüksek olan projelere yatırım yapan risk sermayesi yatırım ortaklıkları yine uzun vadeli yatırımlardır. Çok hızlı gelişme potansiyeli taşırlar ancak sağlıklı sonuç vermesi açısından risk sermayesi yatırım ortaklıkları için ayrı bir borsa belirlenmeli ve orada faaliyet göstermelerini sağlamak gerekmektedir.

ABD’de 1978 yılına kadar risk sermayesine ilgi ciddi boyutlarda olmamıştır. 1978 yılında emeklilik fonlarına ilişkin düzenlemelerde yapılan değişiklikler neticesinde bu fonların varlıklarının %5’ine kadar olan bir bölümünü riskli yatırımlara kanalize edebilmelerine olanak sağlanmıştır. Bu düzenleme ile birlikte risk sermayesi sektörüne para akmaya başlamıştır. Ülkemizde de bu konuda yapılmış düzenleme umut vericidir ancak risk sermayesi/özel ortaklık konusunu RSYO’larla sınırlamak doğru değildir. Özel emeklilik fonlarının sektöre katkısını ABD örneğindeki gibi yüksek tutabilmek için bu fonların sadece RSYO’lara değil, yatırım ortaklığı şeklinde örgütlenmeyen diğer risk sermayesi/özel ortaklık şirketlerine/fonlarına da yatırım yapabilmelerinin önü açılmalıdır. Böylece risk sermayesine olan ilgi de artacaktır<sup>245</sup>.

Diğer ülke uygulamalarına bakıldığında Türkiye’de bu konudaki eksiklik ciddi bir şekilde göze çarpmaktadır. Eğer bu koşul sağlanırsa; İMKB kotasyon şartlarını sağlayamamış olan şirketler için bir imkan doğacaktır. Uzun vadeli bir yatırım şekli olmasının da GMYO’nda olduğu gibi piyasaya olumlu etkileri olacaktır.

---

<sup>244</sup> Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği (GYODER), (2005), *Sektör Analizi...a.g.e.*

<sup>245</sup> Abdullah Kaya, (2003), *Genel Olarak Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Mevzuatı ve Değişiklik Önerileri*, Erişim:15.07.2006, [http://www.turkvca.org/articles/AAbdullahKaya\\_20020924.doc](http://www.turkvca.org/articles/AAbdullahKaya_20020924.doc).

### 3.2.3. Portföy Yönetim Şirketlerinin Sorunları

Portföy yönetim şirketleri Türkiye’de yasal olarak, 1997 yılında kurulmaya başlamıştır. Buradaki fonların profesyonel bir şekilde yönetilmesinin sağladığı yararların belirgin bir hale gelmesi ile yatırımcıların ilgisini çekmiştir ve giderek büyüyen bir sektör haline gelmiştir.

Portföy yönetim şirketlerinin yönettikleri fonların büyük kısmını yatırım fonları oluşturmaktadır. Türkiye’de ağırlıklı olarak bankalar ve aracı kurumlar tarafından kurulan yatırım fonları, yine bu kuruluşlar tarafından kurulan portföy yönetim şirketlerine devredilerek yönetilmektedirler. Portföy yönetimi görevinin sadece bu kurumlara verilmesi yatırımcıların yararına sonuçlar doğuracak, piyasalar genişleyecek ve derinleşecektir<sup>246</sup>.

### 3.2.4. Özel Emeklilik Fonlarının Sorunları

Bireysel emeklilik sistemi yasal altyapısı ve sistemde yer alan kurumların niteliği itibariyle, ekonomik, sosyal ve siyasi istikrarın sağlandığı makroekonomik koşullarda, emeklilik döneminde ek bir gelir sağlanarak refah düzeyinin yükseltilmesi, ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılması, ekonomik kalkınmaya katkıda bulunulması, sosyal güvenliğin kapsamının genişletilmesi, kamunun sosyal güvenlik kaynaklı yükünün azaltılması ve mali sektörde uzun vadeli fonların artarak kurumsal yatırımcıların gelişmesi ve sermaye piyasalarının derinleşmesine üst düzeyde faydayı sağlayabilecek şekilde dizayn edilmiştir

Ancak bu sistemin başarılı olabilmesinde 4 temel hususun özellikle vurgulanması gerekmektedir. Bunlar;

- Teşvik mekanizmaları,
- Güvenlik,
- Şeffaflık, başka bir deyişle kamunun doğru aydınlatılması ve sistemin iyi tanıtımı ve

---

<sup>246</sup> Bay, a.g.e., s. 71.

- Maliyet konularıdır.

Günümüzde gelişmiş ülkelerin yanı sıra, sosyal güvenlik alanında reform gerçekleştirmiş ülkelerin birçoğunda özel emeklilik fonlarının sermaye piyasalarındaki en önemli kurumsal yatırımcılardan birisi olduğu görülmektedir. İngiltere, ABD, Hollanda gibi ülkelerde özel emeklilik fonlarının portföylerinin milli gelire oranı %60'ların üzerindedir. Emeklilik fonlarının ülke ekonomilerinde önemli bir yeri olmasına bağlı olarak bu fonlar en üst düzeyde teşvik edilmektedir.

Tüm dünyada özel emeklilik fonlarının gelişebilmesinde en önemli unsur vergisel teşviklerdir. Ülkemizde, sisteme önemli düzeyde vergi teşvikleri getirilmesi ile özellikle sistemin esas olarak hitap ettiği orta-üst gelir düzeyindeki katılımcıların sisteme girmesini teşvik edeceğine inanılmaktadır.

Güvenlik, bu sistem kurulurken üzerinde en çok durulan ve hassasiyetle dizayn edilen konudur. Bireysel emeklilik sisteminde, emeklilik şirketlerinin faaliyetlerinin günlük gözetimi Emeklilik Gözetim Merkezi tarafından sağlanırken, emeklilik fonu varlıkları da Takasbank nezdinde saklanarak güvenliği sağlanmış olacaktır. Takasbank'ın bireysel emeklilik sisteminde diğer görevleri, fon paylarının katılımcı bazında tutulması ve katılımcılara fon hesaplarında yatırıma yönlendirilecek katkı payı tutarı ile bunlara karşılık gelen pay sayılarını fon bazında izleme imkanı sağlanması, fon portföyünün mevzuatta belirlenen sınırlara uyumunun kontrolü, fon portföy değerinin ve birim pay değerinin mevzuatta öngörülen değerlendirme esasları çerçevesinde hesaplanmasının kontrolü, fon hesabından yapılacak ödeme ve virman işlemlerinin kontrol edilmesi, emeklilik şirketine, portföy yönetim şirketine, katılımcılara ve SPK ile Hazine Müsteşarlığına fon ile ilgili bilgileri izleme imkanının ve gerekli raporların elektronik ortamda sağlanmasıdır.

Bu sistem, tasarrufların bireysel tercihlere göre yatırıma yönlendirildiği ve yatırım riskinin katılımcıda olduğu belirli katkı esasına göre dizayn edildiğinden, sistemin katılımcılara doğru şekilde tanıtımı oldukça önemlidir. Bu sistemde kişilerin bireysel risk ve getiri tercihlerine göre yatırım yapabilme imkanlarının bulunduğu özellikle dikkat çekilmesi gerekmektedir. Katılımcıların risk ve getiri tercihlerinin doğru bir şekilde ortaya konabilmesi ve katılımcıların uygun emeklilik

planlarına yönlendirilebilmeleri için sistemin tanıtımında fonların risk yapıları, yatırım stratejileri, gibi yatırım kararı verilmesine etki edecek hususların ayrıntılı olarak açıklanmasına dikkat edilmelidir. Hazırlanan tanıtım dokümanları, katılımcının karar vermesini etkileyebilecek tüm bilgileri içermek suretiyle katılımcıya sunulmalıdır. Bu konuda emeklilik planlarının ve emeklilik fonlarının tanıtımını yapacak bireysel emeklilik araçlarına önemli bir rol düşmektedir.

Kamunun aydınlatılmasında bir diğer nokta, emeklilik yatırım fonlarının getirilerini doğru bir şekilde açıklamaları olacaktır. Bu konuda SPK tarafından hazırlanan performans sunum standartlarına ilişkin düzenlemelere uyulması ve fonların performanslarının objektif kriterlere göre katılımcılara açıklanması büyük önem taşımaktadır. Katılımcıların fon paylarına ilişkin kayıtların Takasbank'ta tutulacak olması sistemin şeffaflığını ortaya koyan önemli bir husus olarak vurgulanabilir.

Özel sektör tarafından yapılması ve daha kaliteli ve güvenli bir hizmet sunulmasının sonucunda belirli bir maliyet olması da doğaldır. Ancak burada katılımcıya yansiyabilecek, kuruluşun yapılanma ve faaliyet ile ilgili giderlerinin, uzun vadede katılımcıların sistemden elde edeceği getirilerden fazla olması, sistemin etkinliğini azaltabileceğinden, sistemin maliyet yapısına ilişkin denge noktaları üzerinde hassasiyetle durulmalıdır. Ayrıca bu noktada şirketlerin maliyetleri katılımcıların yararına düşürmeleri yönünde dahi olsa piyasa etkinliğini bozucu bir ücret rekabetine girilmemesi gerektiği, özellikle vurgulanması gereken bir konudur<sup>247</sup>.

Özel emeklilik fonunu yönetecek kuruluşların; bankalarca ve aracı kuruluşlarca kurulması ve işletilmesi bazı sakıncaları beraberinde getirmektedir. Hayat sigortası dışındaki kurumların bu konudaki deneyimleri, mevzuat ve aktüeryal bilgileri olmakla birlikte, özel emeklilik fonlarının sigorta şirketleri dışında başka kuruluşlara verilmesi, hayat sigortacılığını zayıflatacaktır. Hem aracı kuruluşların

---

<sup>247</sup> Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu (TİSK), (2003), *Bireysel Emeklilik Sistemi ve Emeklilik Yatırım Fonları*, Erişim:10.07.2006, [http://www.tisk.org.tr/isveren\\_sayfa.asp?yazi\\_id=828&id=49](http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=828&id=49).

hem de bankaların aracı kuruluş olmaları sonucunda, zaten borsa kendi kurumsal yatırımcısını yaratmış olacaktır.

Kurulacak fonların açık uçlu olarak kurulması esastır, çünkü burada fona sürekli para girişi olacaktır. Bunun dışında fon piyasasını olumsuz yönde etkileyen bir faktör de kısa dönemli para giriş ve çıkışlarının olmasıdır. Oluşturulan strateji, yeterli süre geçmeden portföy likite dönmek durumunda kaldığında portföy yöneticisi oldukça zor durumda kalacaktır<sup>248</sup>. Bu yüzden sisteme bazı düzenlemeler ve sınırlamalar getirilmiş, bireylerin belli bir süreye kadar emeklilik sisteminden çıkmaları durumunda bazı vergisel yaptırımlar uygulamaya konulmuştur. Böylece yatırımcıların fonda daha uzun süre kalmaları hedeflenmiştir.

Özel emeklilik fonları gibi uzun vadeli kaynakların varlığı, ülke ekonomileri açısından enflasyonu düşürücü etki yaratır. Özel emeklilik fonları sayesinde insanlarda zorunlu tasarruf hissi uyanır ve uzun vadeli yatırım düşüncesi oluşur. Böylece, tasarrufların artması, olumlu birçok makroekonomik sonuç yaratması dışında tasarruf sahipleri açısından bir güven ortamı oluşmasını sağlayacaktır ve yatırımcıların sermaye piyasalarına ilgisini çekecektir.

Türk sermaye piyasasında eksikliği önemli bir şekilde hissedilen kurumsal yatırımcı tabanının oluşturulmasında özel emeklilik fonlarının yatırımları, önemli bir etkiye sahiptir. Ancak Türkiye için özel emeklilik fonlarının yeni bir sektör olmasından dolayı, sistemin oluşturulması zaman alacaktır.

### **3.2.5. Sosyal Güvenlik Kurumlarının Sorunları**

Türk sosyal güvenlik sisteminin finansman sorununun bir bölümü gelirleri azaltıcı, diğer bir kısmı ise giderleri artırıcı gelişme ve uygulamalardan kaynaklanmaktadır<sup>249</sup>.

---

<sup>248</sup> Bay, **a.g.e.**, s. 82.

<sup>249</sup> T.C. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, (2005), *Sosyal Güvenlik Kurumları Sorunlar ve Çözüm Önerileri...*, **a.g.e.**



Geliri azaltıcı faktörler;

- Erken emeklilik uygulaması,
- Prime esas kazancın düşük gösterilmesi,
- Kayıt dışı istihdamın yüksekliği,
- Prim tahsilat oranının düşüklüğü<sup>250</sup>,
- Afla ödeme kolaylığı gibi uygulamalarla prim ödeme eğiliminin azalması,
- Ödenmeyen primlerin gecikme cezalarına uygulanan aflar,
- Prime esas kazanç sınırlarının düşüklüğü,
- Fon gelirlerinin yetersizliği şeklinde sıralanabilmektedir.

Gider artırıcı faktörler ise;

- Erken yaşta emeklilik uygulamaları,
- Primi alınmadan yapılan sigorta ödemeleri (özellikle SSK),
- Borçlanma kanunları,
- Uzayan ortalama ömür nedeniyle artan aylık ödemeleri ve sağlık yardımlarının yanı sıra prim gelirleri ile ödenen aylıklar arasındaki ilişkinin zayıflığıdır.

Burada göze çarpan en önemli sorun erken emekliliktir. Sosyal güvenlik kurumlarının gelirlerinin giderlerini karşılayamamasından dolayı bütçelerinin açık vermesinde de erken emekliliğin etkisi oldukça fazladır. Genç emekli sayısının yüksek olması; daha kısa çalışma süresini beraberinde getirir. Bu ise, daha uzun bir emeklilik süresi demektir. Böylece bir taraftan sosyal güvenlik kurumları prim gelirinden mahrum olmakta, diğer taraftan prim aldıkları süreden daha uzun süre yaşlılık aylığı ödemek zorunda kalmaktadırlar. Ayrıca, erken yaşlarda emekli olan bireyler çalışamaz durumda olmadıkları için çalışmaya devam etmektedirler. Gençlere kıyasla iş deneyimi daha fazla olan genç emekliler kayıt dışı olarak daha

---

<sup>250</sup> Özellikle SSK ve Bağ-Kur bu konuda sıkıntı yaşamaktadır. Emekli Sandığı devlet denetimi altında olduğundan, bu kuruluştaki primlerin zamanında tahsil edilememesi sorunu yaşanmamaktadır.

düşük ücretlerle çalışmayı kabul etmekte, bu durumsa istihdamın yapısını genç nüfus aleyhine bozmaktadır.

Sosyal güvenlik kurumlarının gelir-gider dengesizliği sonucunda bütçelerinin açık vermesinin diğer nedenleri ise; toplumun tüm kesiminin sosyal güvenlik sistemine dahil edilememesi, sigortalılardan primlerin zamanında tahsil edilememesi, kayıt dışı istihdamın olmasıdır. Sosyal güvenlik kurumlarının açıklarının büyümesinde en önemli nedenlerden biri fon portföylerinin verimsiz bir şekilde yönetilmesidir. Fonların düşük ve genellikle de negatif reel faiz oranları ile kamu bankalarına ve kamu borçlanma senetlerine yatırılması, yetersiz düzeydeki fonların prim gelirlerinden etkin yararlanılamamasına eden olmaktadır<sup>251</sup>.

1999'da yapılan düzenlemeler ile çalışma süresi ve emeklilikte geçen süre ile ilgili bazı düzenlemeler yapılarak emeklilikte geçen sürenin azaltılması hedeflenmiştir. 2020 yılına kadar bu süre nispeten azaltılacaktır. Ancak çalışma süresini arttıracak ve emeklilik süresini kısaltacak yeni düzenlemelere hala ihtiyaç olduğu kesindir. Hayatta kalma beklentisinin önümüzdeki yıllarda giderek artacak olması nedeniyle, emeklilikte geçen süre 2020 yılından sonra yeniden artmaya başlayacaktır.

Sosyal güvenlik kurumlarının en büyük eksikliği, diğer ülkeler ile de kıyaslandığında ülkemizde görülen temel sorun; Türkiye'nin en uzun süre emekli maaşı ödeyen ülkeler arasında olmasıdır. Bu konu üzerinde yeni düzenlemelerin yapılması Türkiye sosyal güvenlik sisteminin yeniden yapılandırılması gerekmektedir. Sosyal güvenlik sisteminin yaşadığı finansman sorunu, kamu finansmanı üzerinde yarattığı baskı dolayısıyla, başta enflasyon olmak üzere, diğer temel ekonomik göstergeleri de olumsuz etkilemektedir<sup>252</sup>. Türkiye'nin, genç bir nüfusa sahip olduğu dikkate alındığında, doğru tasarlanmış bir sosyal güvenlik sisteminin açık vermek yerine, aynı dönemde fon birikimi sağlayarak ekonomiye olumlu katkıda bulunması sağlanabilir.

---

<sup>251</sup> Aras ve Müslümov, **a.g.e.**, s.68.

<sup>252</sup> T.C. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, (2006), *Sosyal Güvenlik Reformu-Emeklilik*, Erişim:01.07.2006, [http://www.calisma.gov.tr/birimler/sgk\\_web/html/ssscevapemeklilik.html#y4](http://www.calisma.gov.tr/birimler/sgk_web/html/ssscevapemeklilik.html#y4).

### 3.2.6. Sigorta Sektörünün Sorunları

Sermaye piyasalarında önemli bir kurumsal yatırımcı olan sigorta şirketleri verileri diğer ülkelerin değerleriyle kıyaslandığında, sektördeki büyüme net bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Ancak bununla birlikte, ülkenin mevcut ekonomik potansiyeline göre sigortacılığın yeterince güçlü bir sektör olmadığı da yine bu değerlendirmenin sonuçları arasında yer almaktadır.

Sigorta şirketleri, sundukları ürünlerle değişik müşteri ihtiyaçlarını tatmin edebilmelidirler. Toplumun değişik kesimlerinin sigortaya olan ihtiyacı farklı boyutlarda yer almaktadır. Bireylerin, kamu kuruluşlarının, büyük şirketlerin, KOBİ'lerin kısacası hayatın ve iş dünyasının farklı bileşenlerinin değişik sigorta ihtiyaçlarını tatmin edebilmek için sigorta ürünlerinin farklılaştırmasında önemli adımlar atılabilir. Piyasaya sürülen sigorta ürünleri nitelik ve nicelik açısından ne kadar fazla olursa, sektörün ekonomi içerisindeki derinliğinin artması da o oranda kolay olabilecektir. Ayrıca mevcut ürünlerin de müşterinin sürekli değişen ihtiyaçlarını karşılaması gerekmektedir. Günümüz bilgi ortamında, hayatlarımızı çevreleyen değerler son derece dinamik bir şekilde değişirken sigorta ürünlerinin statik bir yapıda kalması mümkün görünmemektedir.

Ürün bazında tüm bu çalışmaların eksiksiz ve sürekli bir şekilde yerine getirilebilmesi için sigorta şirketleri, araştırma & geliştirme (AR&GE) faaliyetlerine bütçelerinden daha fazla pay ayırma yoluna gidebilir. Ürün geliştirilmesi sürecinin etkin ve planlı olarak yürütülebilmesi için şirket bünyelerinde AR&GE departmanları oluşturulmalı (ya da var olanları güçlendirmeli) ve bunlar yeterli kaynaklarla desteklenmelidirler. Bu departmanlar, sektöre ait istatistiki verileri, tüketici tercihlerini ve dünya uygulamalarını düzenli bir şekilde takip ederek müşterinin sigorta konusundaki ihtiyaçlarını karşılayacak ürün çeşitliliğini sağlayabilir. Ürün çeşitliliğinin artırılması hiç kuşkusuz tüketim talebini olumlu etkileyecek ve belirli bir derinlik kazanmasını da sağlayabilecektir.

Ülkemizde uygulanmakta olan zorunlu sigortalar tür açısından dünya uygulamalarına yakın bir seyir izlemekle birlikte, nicel anlamda olması gereken seviyenin altında görünmektedir. Zorunlu sigortaların sayısı artırılarak hem kamu

yararının sigorta mekanizması aracılığı ile korunması amacı daha etkin olarak gerçekleştirilebilir, hem de sigorta kavramının toplumun geneline yayılması sağlanabilir<sup>253</sup>.

Bireyler, ileride karşılaşılabilecekleri muhtemel riskleri bilmelerine rağmen kendilerini sigortalayabilmeleri için genellikle yeterli gelire sahip bulunmamaktadırlar. Bir başka sorun da hayat sigortası ve özel emeklilik sigortası gibi sigortaların, uzun dönemde bireye getiri sağlamasını, yüksek enflasyon kaygısı ile gerçekçi bulmamalarıdır. Bireylerin refah düzeyleri arttıkça ve gelecekte bireye sağlanacak katkı bireyler tarafından benimsendikçe bu sorunlar ortadan kalkacaktır.

Sigorta ürünleriyle ilgili basit, ama göz ardı edilen önemli bir husus da poliçelerin görünüşü ve içeriğidir. Poliçe üzerinde hasar prosedürü ile ilgili ikaz ve bilgilerin sigortalıya net olarak verilmesinin yanı sıra, poliçeler görünüm olarak da daha yüksek standartlarda olabilir. Bir sigorta tüketicisi açısından, hasar durumuna kadar, somut anlamda elde bulunan tek objenin poliçe olduğu düşünülürse şirketlerin poliçe dizaynına ve kalitesine çok daha fazla önem göstermeleri gerektiği sonucuna varılabilir.

Gelir seviyesi düşük kişilerin gelecekteki rizikolara karşı güvence sağlama istekleri doğal olarak günlük ihtiyaçları karşılamaya göre daha zayıftır. Ayrıca bu kişilerin sigorta kapsamına girebilecek değerleri de göreceli olarak daha azdır. Tüm bu nedenler, sigortayı gelir esnekliği yüksek bir ürün haline getirmektedir. Ülkemiz gelir seviyesinin düşük olmasının yanı sıra gelir dağılımındaki heterojenlik de Türk sigortacılığının gelişmesini olumsuz etkilemektedir.

Rekabet kavramı, hiç kuşkusuz ki, günümüz dünya sistematiğinin en kaçınılmaz unsurlarından bir tanesidir. Ancak, Türk sigortacılık sektöründe yaşanan rekabetin büyük oranda fiyata dayalı bir seyir izlemesi rekabet sınırlarını aşarak doğrudan sektöre zarar veren bir hale gelmiştir.

---

<sup>253</sup> Mahir Çipil. (2003), *Türk Sigortacılık Sektörünün Pazarlama Karması*, Erişim:12.07.2006. [http://www.hazine.gov.tr/makaleler/mahirc\\_dergi.pdf](http://www.hazine.gov.tr/makaleler/mahirc_dergi.pdf).

Ülkemiz sigorta şirketleri, gereken seviyede istatistiki verilere sahip olunamaması, doğru risk analizlerinin yapılmaması, riskli müşterilerin farklılaştırılmaması ve maliyet kavramı dikkate alınmayarak sadece yüksek sayıda poliçe satarak kar elde etme düşüncesi gibi nedenlerden dolayı fiyatlandırma sürecinde ciddi sorunlar yaşayabilmektedir. Serbest tarife sistemine geçilmesinden sonra fiyatlarda teknik hesaplamalara ve uzun vadeli pazarlama stratejilerine dayanmayan indirimler yaşanmış ve bu yüksek rekabet ortamı, şirketlerin mali bünyesini her geçen gün daha da çok tehdit eder hale gelmiştir. Sigorta ürünlerinin fiyatlandırma çalışmaları, daha çok poliçe satmak ya da sektörden her ne pahasına olursa olsun pay almak gibi kısa vadeli düşüncelerle yönlendirilmemelidir<sup>254</sup>.

---

<sup>254</sup> Mahir Çipil. (2003), *Türk Sigortacılık Sektörünün Pazarlama Karması...*, a.g.e.

## SONUÇ

Sermaye piyasalarının, likidite yaratma, riskin paylaşılması, ekonomiye kaynak yaratma, sermayenin tabana yayılması gibi ekonomik işlevleri yerine getirebilmesi için kurumsal yatırımcıların varlığı önemli bir ön koşuldur.

Kurumsal yatırımcıların varlığı, bireysel yatırımcılar için avantajlar sağlamaktadır. Bireysel yatırımcıların kendi bilgi ve olanakları ile gerçekleştirmesi mümkün olmayan faaliyetler için piyasa riski ve dalgalanmaların en aza indirildiği istikrarlı bir ortam, kurumsal yatırımcıların varlığı sayesinde sağlanabilmektedir.

Zincirleme bir etki ile, gelişen kurumsal yatırımcı tabanı sayesinde sermaye piyasaları gelişmekte, bunun etkisi ile finansal piyasalar gelişmekte ve sonuçta ülke ekonomisinin kalkınması sağlanmış olmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yatırımcı fon büyüklüklerinin yanında sahip olunan portföylerin yapısı da farklılık göstermektedir. Ağırlıklı olarak sabit getirili menkul kıymetlere ayrılmış olan portföylere sahip ülkelerde kurumsal yatırımcılar daha az gelişmiştir. Bunun tersine, portföyleri hisse senedi ağırlıklı olan ülkelerin kurumsal fon miktarlarının daha fazla olduğu, sermaye piyasalarının ve dolayısı ile ülke ekonomilerinin gelişmiş olduğu görülmektedir.

Türkiye’de kurumsal yatırımcıların genel olarak portföy yapıları incelendiğinde sabit getirili menkul kıymetlerin oldukça ağırlıklı olduğu dikkati çekmektedir. Bu ise, Türkiye’de kurumsal yatırımcı potansiyelinden yeterince yararlanılmaması sonucu ortaya çıkartmaktadır. Bu yüzden de ülkemizdeki kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasalarında yeterince aktif olamamaktadırlar. Ancak son birkaç yılda özellikle emeklilik fonları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları sayesinde kurumsal yatırımcıların fonlarında hızlı bir artış yaşanmaktadır. Bu kurumların ileriki yıllarda sermaye piyasalarının gelişimine önemli katkılar sağlayacakları açıktır.

Türkiye’de, özellikle yatırım fonlarının portföy yapısı incelendiğinde hisse senedine ayrılan payın oldukça düşük olması, bunun yanında sabit getirili kamu senetlerine ve ters-repo işlemlerine ayrılan payın ise çok yüksek olması ciddi bir sorun teşkil etmektedir. Fon miktarlarının artmasına ve hisse senedi yatırımlarına yönelik bir kısıtlama bulunmamasına karşın, portföylerindeki hisse senedi oranları potansiyelin çok altında olması bu kurumların önemli sorunlarından biridir. Gelişmiş ülkelerde hisse senetlerine ayrılan payın daha fazla olması, piyasa volatilitisini azaltarak sermaye piyasaları için olumlu etkiler yaratmakta, yatırımcıların bu piyasalara güven duymalarını ve piyasada fon arzının artmasını sağlamaktadır. Türkiye’de de yatırım fonu portföy yapıları hisse senedi ağırlıklı bir yapıya dönüştürülürse, bu kurumlar sermaye piyasasının gelişimine oldukça önemli katkılar sağlayacaklardır.

Yatırım ortaklıklarının ülkemizde yaygınlaşmamış kurumlardır. Asıl amaçları, sermaye piyasasını geliştirmek ev tasarrufları yatırımlara yönlterek sanayinin ihtiyaç duyduğu nakit sermayeyi sağlamaktır. Türkiye’de nispeten yeni bir uygulama olan yatırım ortaklıklarının portföy yapıları ağırlıklı olarak hisse senetlerinden oluşmasına rağmen yeterince talep görememektedirler.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, Türkiye nüfusunun, gayrimenkulleri uzun yıllardır güvenilir bir yatırım aracı olarak görmesinden kaynaklanan bir potansiyel ile piyasalarda yerini almaktadır. 1999 yılında yaşanan depremin ardından 3 yıllık bir aradan sonra yine sektörde canlanmalar gözlenmeye başlanmıştır. Emlak piyasasının alternatif yatırım aracı olarak ilgi çekmesinin yanı sıra düşük enflasyon ve düşük reel faiz oranlarının olduğu bir ortamda, uzun vadeli konut finansman modellerinin (mortgage) hayata geçirilmesinden de olumlu etkilenecek sermaye piyasalarına ciddi katkılarının olması beklenen kurumlardır.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, uzun vadeli olarak, yeni, büyüme potansiyeli ve karlılık oranı yüksek olan projelere yatırım yapan kurumsal yatırımcılardır. Türkiye’de sayıları oldukça az ve bunun sonucu olarak da portföy büyüklükleri yetersizdir. Çok hızlı gelişme potansiyeli taşımalarına rağmen sağlıklı

sonuç elde edilebilmesi için gelişmiş ülke uygulamalarında olduğu gibi bu kurumlar için ayrı bir borsa belirleyerek orada faaliyet göstermelerini sağlamak gerekmektedir.

Türkiye’de kurumsal yatırımcılar arasında bulunan sosyal güvenlik kurumlarının bugüne kadar ciddi bir birikime sahip olmamalarının yanında, yıl sonlarında sürekli açık veren bütçelerinin ancak hazineden transferlerle dengelenmesi ciddi bir sorundur. Bu halleri ile Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcı olarak yer almaları imkansız gibi görülmektedir. Özel sektör birikimleri belli bir orandadır. Ancak yine de yetersizdir. Bu kurumların sermaye piyasasında etkinliğinin artırılması için, yatırımlarını serbestçe yapabilmelerine imkan tanınmalıdır.

Kurumsal yatırımcı olarak emeklilik yatırım fonlarının, kısa bir geçmişe sahip olmasına karşın hızlı bir gelişim süreci içinde olduğu dikkati çekmektedir. Emeklilik fonlarının ortalama yatırım vadelerinin A ve B tipi yatırım fonları ile karşılaştırıldığında daha uzun süreli olması, sistemin ekonomiye kazandırmakta olduğu uzun vadeli fon akışının göstergesidir.

Özel sigortacılık ülkemizde son yıllarda gelişme göstermesine rağmen diğer ülkelerle karşılaştırma yapıldığında bu gelişim yetersiz kalmaktadır. Ülkeler arası karşılaştırmada baz alınan kriter, direk prim üretimlerinin GSYİH içindeki payı olmaktadır. Türkiye’de bu oran oldukça düşüktür. Çalışmanın son bölümünde yer alan uygulamanın verdiği sonuca göre; kişi başına prim üretimi ile kişi başına milli gelir arasında yakın bir ilişki vardır. Gelişmiş piyasalarda sigorta sektörü, finansal piyasalara fon aktaran en önemli sektörlerden biridir. Ülkenin gelişmişlik düzeyindeki artışla birlikte sigorta sektörü gelişimi de hızlanmaktadır.

Türkiye’de gerek sigortalı sayısı gerekse prim üretimi açısından sigortacılığın tüm branşlarında henüz kullanılmayan önemli bir potansiyel bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde sigortacılığın gelişimi amacı ile primlerin verimli kullanılması prensibi ön plandadır. Şirketler fon yönetim kurallarını uygulayarak sermaye piyasası olanaklarından olan yatırım fonu, yatırım ortaklığı ve portföy yöneticiliği uygulamalarına entegre olmaları sigortacılık sektörünün gelişimi için olumlu katkılar sağlayacaktır.



Kurumsal yatırımcıların önemini ve Türkiye'deki durumunu ortaya koymayı amaçladığımız çalışmada, Türkiye’de kurumsal yatırımcıların gerek sayısal gerekse finansal varlıkları açısından yeterli düzeyde olmadığı sonucuna varılmaktadır. İyi çalışan, etkin ve gelişmiş sermaye piyasalarının var olması için gelişmiş kurumsal yatırımcılara ihtiyaç olduğu açıktır. Aynı zamanda sermaye piyasalarının gelişimi de kurumsal yatırımcıların gelişimi için önemli bir zemin hazırlamaktadır. Türkiye’de kurumsal yatırımcılar sermaye piyasası için önemli bir potansiyele sahiptir. Fakat kamu borçlanma gereği nedeni ile oluşan yüksek faiz hadleri sermaye piyasasına gelecek olan fonların önünde bir engel oluşturmaktadır. Makro ekonomik istikrarsızlığın sonucu olarak sermaye piyasalarının volatilitésinin artması da yatırımcıların piyasadandan uzaklaşmasına neden olmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasında daha etkin olması için portföylerinde hisse senetlerine daha fazla pay ayırmaları gerekmektedir. Ayrıca, kamu menkul kıymetleri yanında özel kesimin menkul kıymetlerinin de ağırlığı arttırılmalıdır. Türkiye’nin mevcut koşullarında kamunun mali baskısı oldukça yüksektir. Bu nedenle de, özel kesim, borçlanma senedi ihraç edemez duruma geldi. Kurumsal yatırımcıların özel kesim tahvillerine de yatırım yapabilmeleri hem özel kesim borçlanma senetlerinin önünü açacaktır hem de kurumsal yatırımcıların gelişimini hızlandıracaktır.

Kurumsal yatırımcıların gelişimi için makro ekonomik istikrar sağlanarak, yatırımcıların arzuladığı güvenli ortamın oluşturulması, piyasalara fon arzını arttıracaktır. Piyasa derinliği ve genişliği arttırılarak, alternatif yatırım araçları geliştirilerek kurumsal yatırımcıların sermaye piyasaları içinde daha fazla yer almaları sağlanmalıdır. Sermaye piyasalarının gelişmesi de Türkiye’nin ekonomik gelişimi için gereklidir.

## KAYNAKÇA

- AK, Berna., “Sermaye Piyasası İçinde Kurumsal Yatırımcılar ve Yatırım Fonları.” (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1992.
- AKÇAY, Belgin **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, İktisat, İşletme ve Finans Yayını, Ankara, 1999.
- AKKAYA, Şahin ve M. Vedat Pazarlıoğlu, **Ekonometri I**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 2000.
- AKKAYA, Şahin ve M. Vedat Pazarlıoğlu, **Ekonometri II**, Erkam Matbaacılık, İzmir, 1998.
- ALTUNYUVA, Ayşegül., “Türk Sermaye Piyasası’nda Kurumsal Yatırımcılar Üzerine Bir İnceleme.” (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003.
- APAK, Sudi., **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 1995.
- ARAS, Güler ve Alövsat MÜSLÜMOV, (2003), *Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü*, Erişim:19.05.2006, [http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/research/books/kurumsal/02\\_Bolum.pdf](http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/research/books/kurumsal/02_Bolum.pdf)
- ARAS, Güler ve Alövsat MÜSLÜMOV., **Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü, OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği**, Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği Yayını, İstanbul, 2003.
- ARAS, Güler., “Türk Sermaye Piyasasında Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Değerlendirme”, *İktisat Dergisi* , sayı:400, Nisan 2000.

- BAĞ-KUR GENEL MÜDÜRLÜĞÜ, (2006), *İstatistiki Bilgiler 2005 Yıllığı*,  
Erişim:20.06.2006, <http://www.bagkur.com>.
- BAY, Erkan., “Türk Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar ve Etkinliği.”  
(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001.
- BERK, Niyazi., **Sigortacılıkta Fon Yönetimi**, İMKB Yayınları, İstanbul, 2001.
- BLAKE, Christopher R., Edwin J. ELTON and Martin J. GRUBER. ; “Performance  
of Bond Mutual Funds”, *Journal of Business*, Vol. 66, 1993.
- BLOMMESTEIN, Hans J., “Emeklilik Reformlarının Sermaye Piyasalarına  
Etkileri”, *İMKB Dergisi*, Cilt:2, No:7, Aralık, 1998.
- BOLAK, Mehmet., **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**,  
Beta Yayınları, İstanbul, 1998.
- CANBAŞ, Serpil ve Hatice Doğukan., **Finansal Pazarlar**, Çukurova Üniversitesi  
Yayınları, İstanbul, 1997.
- ÇANAKÇI, Ekrem., **Yatırım Ortaklıkları 1995**, SPK Yayınları, Ankara, 1996.
- ÇİPİL, Mahir., (2003), *Türk Sigortacılık Sektörünün Pazarlama Karması*,  
Erişim:12.07.2006, [http://www.hazine.gov.tr/makaleler/mahirc\\_dergi.pdf](http://www.hazine.gov.tr/makaleler/mahirc_dergi.pdf).
- ÇÖMEZ, Niyazi., (2006), *Yatırım Araçlarından 2005 ve 2006 Yılında Elde Edilen  
Gelirlerin Vergileme Esasları*. Erişim:10.07.2006,  
<http://www.verginet.net/Gundem.aspx?ID=21>.
- DETZLER, Miranda Lam. ; “The Performance of Global Bond Mutual Funds”,  
*Journal of Banking And Finance*, Vol. 23, Ağustos, 1999.
- DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI (DPT), (2006), *2006 Yılı Programı*,  
Erişim:15.07.2006, <http://ekutup.dpt.org.tr/program/2006.pdf>.

ERDOĞAN, Oral ve Levent ÖZER., **Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar**, İMKB Yayınları, İstanbul, Ağustos, 1998.

ERGENEKON, Çağatay., **Sigorta Sektörü**, İMKB Yayınları, Sektör Araştırmaları Serisi No:5, İstanbul, 1995.

EROLGAÇ, Yılmaz., **Yirmi Birinci Yüzyılda Profesyonel Para Yönetimi - Borsada Yatırım ve Spekülasyon Stratejileri**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2000.

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI DERNEĞİ (GYODER), (2005), *Sektör Analizi*, Erişim:17.07.2006, [http://www.gyoder.org.tr/images/content/GYODER\\_2005\\_GYO\\_Sektor\\_Istatistikleri.pdf](http://www.gyoder.org.tr/images/content/GYODER_2005_GYO_Sektor_Istatistikleri.pdf).

GÜNAL, Vural., **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1997.

HARICHANDRA, Kuhan and S. M. THANGAVELU, (2004), *Financial Sector Development and Economic Growth in OECD Countries*, Erişim:21.10.2005, <http://nt2.fas.nus.edu.sg/ecs/pub/wp/wp0405.pdf>

INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK (IADB), (2001), *Capital Markets Conference: A Strategy for Emerging Capital Markets*, Erişim:12.12.2005, [http://www.iadb.org/sds/doc/IFM-Ketterer\\_Juan\\_Antonio-paper-CMRoundtable.pdf](http://www.iadb.org/sds/doc/IFM-Ketterer_Juan_Antonio-paper-CMRoundtable.pdf).

INVEST IN REITs, (2006), *The REIT Story*, Erişim:08.06.2006, <http://www.investinreits.com/learn/reitstory.pdf>.

İKTİSADİ ARAŞTIRMALAR VAKFI (İAV), **Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler**, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayını, İstanbul, 1989.

İKTİSADİ ARAŞTIRMALAR VAKFI, **Türk Sigortacılığında Yeni Gelişmeler**, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayını, İstanbul, 1994.

İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İMKB Yayınları, İstanbul, 2000.

KARAN, Mehmet Baha., **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, HÜFAM Yayınları, Ankara, 2001.

KARSLI, Muharrem., **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, Beta Basım, İstanbul, 1989.

KAYA, Abdullah., (2002), *Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü*. Erişim:10.01.2006,  
[http://www.bilgehanyazici.com/pdf/Kurumsal\\_Yatirimci\\_BYazici.pdf](http://www.bilgehanyazici.com/pdf/Kurumsal_Yatirimci_BYazici.pdf).

KAYA, Abdullah., (2003), *Genel Olarak Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Mevzuatı ve Değişiklik Önerileri*, Erişim:15.07.2006,  
[http://www.turkvca.org/articles/AAbdullahKaya\\_20020924.doc](http://www.turkvca.org/articles/AAbdullahKaya_20020924.doc).

KILIÇ, Saim., **Türkiye’de Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İMKB Yayınları, İstanbul, 2002.

KOBİNET, (2006), *Risk Sermayesinin Dünya ve Türkiye’deki Uygulamaları*, Erişim:25.05.2006,  
<http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html>.

KURUMSAL YATIRIM YÖNETİCİLERİ DERNEĞİ (KYD), (2006), *Yayın ve Raporlar; “ETF (Exchange Traded Funds) Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları”*, Erişim:28.05.2006, <http://www.kyd.org.tr>.

KURUMSAL YATIRIMCI YÖNETİCİLERİ DERNEĞİ (KYD), (2000), *Kurumsal Yatırımcıların Ülke Kalkınması ve Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri*, Erişim:10.02.2006, <http://www.kyd.org.tr>.

MAZGİT, İsmail, “Sermaye Piyasaları ve Rekabet Gücü İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Değerlendirme,” Uluslararası Rekabet Sürecinde Türkiye, Derleyen: M. Faysal Gökalp, C. Yenal Kesbiç, İstanbul: Beyaz Yayınları, 2005.

MORGAN, Rejean Abraham., (2005), *REITs: Yes, I Pretended to Know What They are, too*, Erişim:06.06.2006,

<http://law.marquette.edu/s3/site/images/library/ereserve/Morgan.pdf>.

NAJAND, Mohammad and Larry J. PRATHER; “The Risk Level Discriminatory Power of Mutual Fund Investment Objectives : Additional Evidence”, *Journal of Financial Markets*, Vol. 2, 1999.

NOMER, Füsün., **Yatırım Ortaklıkları**, Beta Yayınları, İstanbul, Ekim, 2003.

OKAT, Yalçın Özge., (2000), *Kolektif Yatırım Modellerine İlişkin AT ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Kolektif Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları (Investment Companies With Variable Capital)*, Erişim:15.02.2006,

<http://www.spk.gov.tr/yayinlar/arastirmaraporlari/kye/ookat.pdf>.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), (1999), *Institutional Investors in Latin America*, Erişim:20.10.2006, <http://www.oecd.org/dataoecd/40/22/2351014.pdf>.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), (2006), *Global Pension Statistics*, Erişim:12.02.2006, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

ÖZÇAM, Mustafa., **Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi**, SPK Yayınları, Yayın No:104, Ankara, 1997.

ÖZTÜRK, Bülent.,(1999), *Yatırım Fonu Performanslarının Yatırım Fonu Endekslerinin Oluşturulması Yoluyla Ölçülmesi, Araştırma Raporları*, Erişim:20.04.2006, <http://www.spk.gov.tr>.

PEKER, Ayşe., (1997), *Sosyal Güvenlik Sisteminin Yeniden Yapılandırılması Tartışmaları ve Çözüm Önerileri*, Erişim:29.03.2006, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).

RODOPLU, Gültekin., **Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, Yayın No: 459-692, İstanbul, 1993.

SARIKAMIŞ, Cevat., **Sermaye Pazarları**, Alfa Yayınları, İstanbul, 1998.

SERMAYE PİYASASI KURULU (SPK), (2006), *İstatistikler*, Erişim:20.06.2006, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr).

SERMAYE PİYASASI KURULU (SPK), (2006), *Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi*, Erişim:29.03.2006, [http://www.spk.gov.tr/kyd/yo/mkyo/mkyo\\_tanitimrehberi.html](http://www.spk.gov.tr/kyd/yo/mkyo/mkyo_tanitimrehberi.html).

SERMAYE PİYASASI KURULU (SPK), (2006), *Aylık Raporlar (Haziran 2006)*, Erişim:17.07.2006 [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr).

SERMAYE PİYASASI KURULU (SPK), (2006), *Faaliyet Raporu 2005*, Erişim:23.05.2006, <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu>.

SERMAYE PİYASASI KURULU (SPK), (2006), *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi*, Erişim:10.06.2006, [http://www.spk.gov.tr/kyd/yo/rsyo/gsyo\\_tanitimrehberi.html](http://www.spk.gov.tr/kyd/yo/rsyo/gsyo_tanitimrehberi.html).

SERMAYE PİYASASI KURULU (SPK), (2006), *Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler Haftalık Raporu (24-30 Haziran 2006)*, Erişim:01.07.2006, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr).

SERMAYE PİYASASI KURULU (SPK), *Sermaye Piyasası Mevzuat Sayfası*, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

SOSYAL SİGORTALAR KURUMU (SSK), (2005), *2005 Yılı İstatistik Bülteni*, Erişim:16.07.2006, [www.ssk.gov.tr](http://www.ssk.gov.tr).

SÜZGEN, Mert., “Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasası.” (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1996.

ŞAKAR, S. Ünal., **Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası**, İktisadi ve İdari Bilimler Yayınları, Yayın No:109, Eskişehir, 1997.

ŞENESEN, Ümit ve Gülay Günlük Şenesen (çev.), **Temel Ekonometri**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1999.

T.C. BAŞBAKANLIK HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI SİGORTACILIK GENEL MÜDÜRLÜĞÜ, (2005), *Sigorta Şirketlerinin Değerlendirilmesi (2004 Yılı Sonu İtibariyle)*. Erişim:05.07.2006, [http://www.sigortacilik.gov.tr/06SSKI/6.02-Sigorta\\_Sirketleri/sigorta\\_sirketleri.html](http://www.sigortacilik.gov.tr/06SSKI/6.02-Sigorta_Sirketleri/sigorta_sirketleri.html).

T.C. BAŞBAKANLIK HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI SİGORTACILIK GENEL MÜDÜRLÜĞÜ, (2005), *Sigorta Şirketlerinin Değerlendirilmesi (2004 Yılı Sonu İtibariyle)*, Erişim:05.07.2006, [http://www.sigortacilik.gov.tr/06SSKI/6.02-Sigorta\\_Sirketleri/sigorta\\_sirketleri.html](http://www.sigortacilik.gov.tr/06SSKI/6.02-Sigorta_Sirketleri/sigorta_sirketleri.html).

T.C. BAŞBAKANLIK HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, (2004), *Reasürans Şirketlerinin Değerlendirilmesi*, Erişim:15.07.2006, [http://www.sigortacilik.gov.tr/06SSKI/6.03-Reasurans\\_Sirketleri/reasurans.html](http://www.sigortacilik.gov.tr/06SSKI/6.03-Reasurans_Sirketleri/reasurans.html).

T.C. ÇALIŞMA VE SOSYAL GÜVENLİK BAKANLIĞI, (2005), *Sosyal Güvenlik Kurumları Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, Erişim:20.06.2006, [http://www.calisma.gov.tr/birimler/sgk\\_web/html/beyazkitap.html](http://www.calisma.gov.tr/birimler/sgk_web/html/beyazkitap.html).

T.C. ÇALIŞMA VE SOSYAL GÜVENLİK BAKANLIĞI, (2006), *İstatistikler*, Erişim:28.06.2006, [www.calisma.gov.tr](http://www.calisma.gov.tr).



- T.C. ÇALIŞMA VE SOSYAL GÜVENLİK BAKANLIĞI, (2006), *Sosyal Güvenlik Reformu-Emeklilik*, Erişim:01.07.2006,  
[http://www.calisma.gov.tr/birimler/sgk\\_web/html/ssscevapemeklilik.html#y4](http://www.calisma.gov.tr/birimler/sgk_web/html/ssscevapemeklilik.html#y4)
- T.C. EMEKLİ SANDIĞI, (2006), Erişim:20.06.2006, [www.emekli.gov.tr](http://www.emekli.gov.tr).
- TEKBAŞ, Mehmet Şükrü., **Banka ve Sigorta Sektörü ile Aracı Kurumların Sermaye Piyasasındaki Etkinlikleri Sempozyumu**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yayınları, Yayın No:3, İstanbul, 1991.
- TEVFİK, Gürman., **Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1995.
- TUNAER, Burçak Müge., “Türkiye’de Yatırım Fonlarının Getirileri Açısından Karşılaştırılması ve Performanslarının Değerlendirilmesi.” (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003.
- TUNCER, Selahattin., **Türkiye’de Sermaye Piyasası, Teori-Uygulama**, Okan Yayıncılık Dağıtımcılık İstanbul, 1985.
- TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ (TBB), (2005), *Türkiye Sermaye Piyasası*, Erişim:10.10.2005,  
[http://www.tbb.org.tr/turkce/duyurular/iktisat\\_kongresi/Ek%209%20TSPAK\\_B.pdf](http://www.tbb.org.tr/turkce/duyurular/iktisat_kongresi/Ek%209%20TSPAK_B.pdf)
- TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI (TCMB), (2005), Erişim:09.10.2005, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sozluk.html>.
- TÜRKİYE İŞVEREN SENDİKALARI KONFEDERASYONU (TİSK), (2003), *Bireysel Emeklilik Sistemi ve Emeklilik Yatırım Fonları*, Erişim:10.07.2006,  
[http://www.tisk.org.tr/isveren\\_sayfa.asp?yazi\\_id=828&id=49](http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=828&id=49).

TÜRKİYE İŞVEREN SENDİKALARI KONFEDERASYONU (TİSK), (2003),  
*Bireysel Emeklilik Sistemi ve Emeklilik Yatırım Fonları*, Erişim:10.07.2006,  
[http://www.tisk.org.tr/isveren\\_sayfa.asp?yazi\\_id=828&id=49](http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=828&id=49).

TÜRKİYE İŞVEREN SENDİKALARI KONFEDERASYONU (TİSK), (2005),  
*Sigortacılık Açısından Bireysel Emeklilik Sistemi*, Erişim:10.12.2005,  
[http://www.tisk.org.tr/isveren\\_sayfa.asp?yazi\\_id=424&id=25](http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=424&id=25).

TÜRKİYE KURUMSAL YATIRIMCI YÖNETİCİLERİ DERNEĞİ (TKYD),  
(2005), *Kredi Kuruluşları Kanunu Tasarısı ve Kurumsal Yönetim*,  
Erişim:29.10.2006,  
[http://www.tkyd.org/docs/kredi\\_kuruluslari\\_yasasi\\_kurumsal%20yonetim.doc](http://www.tkyd.org/docs/kredi_kuruluslari_yasasi_kurumsal%20yonetim.doc).

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLAR BİRLİĞİ (TSPAKB),  
(2003), *Türkiye Sermaye Piyasası*, Erişim:16.02.2006,  
<http://www.tspakb.org.tr/docs/rapor03/sermayepiyasasi2003.pdf>.

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLAR BİRLİĞİ (TSPAKB),  
(2004), *Para ve Sermaye Piyasalarının Vergilendirilmesi*, Erişim:15.12.2005  
[http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/Para\\_SerPiy\\_Vergi.pdf1](http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/Para_SerPiy_Vergi.pdf1).

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLAR BİRLİĞİ (TSPAKB),  
(2005), *Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar*, Erişim:08.10.2005,  
[http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.html](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.html).

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLAR BİRLİĞİ (TSPAKB),  
(2005), *Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları*,  
Erişim:08.10.2006, [http://www.tspakb.org.tr/index\\_tur.html](http://www.tspakb.org.tr/index_tur.html).

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLAR BİRLİĞİ (TSPAKB),  
(2005), *Yatırımcı Köşesi*, Erişim:10.10.2005,  
<http://www.tspakb.org.tr/yatirimci.html>.

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLAR BİRLİĞİ (TSPAKB),  
(2006), *Türkiye’de Sigortacılık*, Erişim:20.07.2006,  
<http://www.tsrbs.org.tr/tsrbs/Sigorta/Türkiye+de+sigortacılık/>

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURUMLAR BİRLİĞİ (TSPAKB),  
(2003), *25 Aralık 2003 Dokuzuncu Üye Toplantısı*, Erişim:08.12.2005,  
[http://www.tspakb.org.tr/baskan/uye\\_toplanti\\_9\\_031225.html](http://www.tspakb.org.tr/baskan/uye_toplanti_9_031225.html).

TÜRKİYE SİGORTA VE REASÜRANS ŞİRKETLERİ BİRLİĞİ (TSRSB), (2004),  
*Dünya İstatistikleri*, Erişim:10.06.2006, <http://www.tsrbs.org.tr>.

TÜRKİYE SİGORTA VE REASÜRANS ŞİRKETLERİ BİRLİĞİ (TSRSB), (2006),  
*Sigortanın Tarihi*, Erişim:20.05.2006,  
<http://www.tsrbs.org.tr/tsrbs/Sigorta/Sigortanın+tarihi/>

ULUDAĞ, İlhan ve Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar-Kurumlar-Araçlar)**, Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ., İstanbul , 1999.

UYANIK, Atilla **Finansal Ürünlerin Vergilendirme ve Yasal Düzenlemeler Açısından Değerlendirilmesi**, SPK Yayınları, Ankara, 1997.

UZUNOĞLU, Sadi, Kerem AKLIN ve Can Fuat GÜRLESEL., **Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası**, İMKB Araştırma Yayınları, No:10, İstanbul, 1997.

ÜNAL, Targan., **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar, Türkiye Örneği, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, İMKB Araştırma Yayınları, No:7, İstanbul, 1995.

ÜNAL, Targan., **Sigorta Sektörünün Ekonomik İşlevi ve Fon Yaratma Kapasitesi**, İTO Yayınları, İstanbul, 1994.

VURAL, Güven., “Yatırım Klüpleri.” Doktora Tezi. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1977.

WOODARD, Dustin., (2006), *Types of Stock Mutual Funds*, Erişim:20.05.2006,  
[http://mutualfunds.about.com/cs/buildingblocks/a/stock\\_funds.html](http://mutualfunds.about.com/cs/buildingblocks/a/stock_funds.html).

WORLD BANK, (2003), *Developing Institutional Investors in People's Republic of China*, Erişim:12.12.2005,  
<http://www.worldbank.org.cn/English/content/insinvnote.pdf>.

YÖNÜ, Ozan. “Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasasındaki Etkinlikleri.”  
(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001.