

T.C.
ATILIM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANSMAN ANABİLİM DALI

TÜRKİYE' DE KURUMSAL PORTFÖY YÖNETİMİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Zeynep YALÇIN

Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Özgür BOR

Ankara-2011

T.C.
ATILIM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANSMAN ANABİLİM DALI

TÜRKİYE' DE KURUMSAL PORTFÖY YÖNETİMİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Zeynep YALÇIN

Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Özgür BOR

Ankara-2011

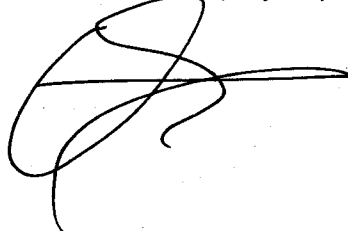
T.C.

ATILIM ÜNİVERSİTESİ

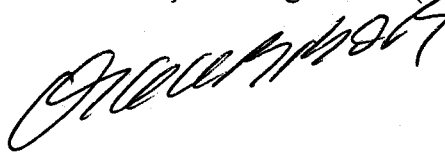
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Zeynep Yalçın tarafından hazırlanan “Türkiye’de Kurumsal Portföy Yönetimi”, başlıklı bu çalışma, 2 Haziran tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Finansman Anabilim Dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Dr. Vedat ACAR (Başkan)



Yrd. Doç. Dr. Özgür BOR (Danışman)



Dr. Seyit Mumin CILASUN (Üye)



ÖNSÖZ

Tasarrufların kurumsal yatırımlar vasıtasıyla bir araya getirilerek, ekonomiye kaynak olarak aktarımı, ekonomik kalkınmanın sağlanabilmesinin ön koşuludur. Küçük tasarrufların bir araya getirilmesiyle oluşturulan fonların verimli yatırım alanlarında kullanılabilmesinde önemli bir rol üstlenen kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasalarının gelişiminde ve ekonomiye kaynak aktarımında önemli bir işleve sahiptir.

Bu çalışmanın amacı, kurumsal portföy yönetimi görevini üstlenen kurumsal yatırımcıların Türkiye'deki mevcut durumu hakkında bilgi vererek, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasındaki etkinlik düzeyini belirlemek ve kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarındaki etkinlik düzeyinin arttırılabilmesi için kurumsal yönetim ilkelerinin yatırımcının sermaye piyasasına olan güven duygusunu sağlamadaki önemini anlatmaktır.

Çalışmanın hazırlanmasında yardımlarını ve desteğini benden esirgemeyen tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. Özgür BOR'a teşekkür ederim.

Zeynep YALÇIN

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER	ii
KISALTMALAR	v
TABLolar	vi
GRAFİKLER	vii
ŞEKİLLER	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL PORTFÖY VE KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMLARINA GENEL BİR BAKIŞ

1.1. Portföy Kavramı.....	5
1.2. Portföy Yönetimi	8
1.3. Portföy Yöneticisi	10
1.4. Portföy Çeşitleri	11
1.4.1. Tamamı Tahvillerden Oluşan Portföyler	11
1.4.2. Tamamı Hisse Senetlerinden Oluşan Portföyler	12
1.4.3. Hisse Senetleri ve Tahvillerden Oluşan Portföyler	13
1.4.4. Diğer Yatırım Araçlarından Oluşan Portföyler	14
1.5. Kurumsal Yatırım	14
1.5.1. Riskin Dağıtılması İlkesi	15
1.5.2. Uzman Yönetim İlkesi	16
1.5.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesi	17
1.5.4. Portföyün Menkul Kıymetlere Yönlendirilmesi İlkesi	17
1.6. Kurumsal Portföy	18
1.7. Kurumsal Yatırımcı	20
1.8. Kurumsal Yönetim	21
1.8.1. Kurumsal Yönetimin Doğuşu	21
1.8.2. Kurumsal Yönetim Kavramı, Tanımı ve İşlevi	24
1.8.3. Kurumsal Yönetimin İlkeleri	27
1.9. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları	30
1.9.1. Pay Sahipleri	33
1.9.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	34
1.9.3. Menfaat Sahipleri	35

1.9.4. Yönetim Kurulu	36
-----------------------------	----

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE' DE KURUMSAL YATIRIMCI TÜRLERİ

2.1. Yatırım Fonları.....	40
2.1.1. Yatırım Fonlarının Gelişimi.....	40
2.1.2. Yatırım Fonlarının Tanımı ve İşleyişi.....	42
2.1.3. Yatırım Fonlarının İşlevi.....	43
2.1.4. Yatırım Fonu Katılma Belgeleri	44
2.1.5. Yatırım Fonlarında Taraflar	46
2.1.6. Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması.....	48
2.2. Yatırım Ortaklıkları	51
2.2.1. Yatırım Ortaklıkları Kavramı ve Gelişimi	51
2.2.2. Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve İşlevi	53
2.2.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	54
2.2.3.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve İşlevi.....	55
2.2.3.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Sınıflandırılması	55
2.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....	56
2.2.4.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve İşlevi	56
2.2.5. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	58
2.2.5.1. Risk sermayesi ve Girişim Sermayesi.....	59
2.2.5.2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve İşlevi	60
2.2.6. Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları Arasındaki Farklılıklar	62
2.3. Borsa Yatırım Fonları.....	64
2.3.1. Borsa Yatırım Fonlarının Gelişimi.....	64
2.3.2. Borsa Yatırım Fonları Kavramı ve İşleyişi	65
2.4. Sosyal Güvenlik Kurumu	67
2.4.1. Sosyal Güvenlik Kavramı	68
2.4.2. Sosyal Güvenlik Sistemi	69
2.4.3. Sosyal Güvenlik Sisteminin Gelişimi ve İşleyişi.....	71
2.5. Emeklilik Fonları	74
2.5.1. Bireysel Emeklilik Sistemi ve Gelişimi	75
2.5.2. Emeklilik Fonlarının Tanımı ve İşlevi	76
2.6. Özel Sigorta Şirketleri	79
2.6.1. Sigorta Kavramı ve Gelişimi.....	79
2.6.2. Sigortanın Tanımı ve Türleri.....	83
2.6.3. Sigorta Şirketleri ve İşlevi.....	84
2.7. Portföy Yönetim Şirketleri.....	86
2.7.1. Portföy Yönetim Şirketlerinin Tanımı ve İşlevi.....	86

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KURUMSAL YATIRIMCILARIN MEVCUT DURUMU VE SERMAYE PİYASALARINDAKİ DURUMLARININ ANALİZİ

3.1. Yatırım Fonları.....	89
3.1.1. Yatırım Fonlarının Mevcut Durumu	89
3.1.2. Yatırım Fonlarının Durumunun Analizi.....	94
3.2. Yatırım Ortaklıkları	97
3.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	98
3.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	99
3.2.3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları.....	102
3.3. Borsa Yatırım Fonları.....	106
3.4. Emeklilik Fonları	108
3.4.1. Emeklilik Fonlarının Mevcut Durumu	109
3.4.2. Emeklilik Fonlarının Durumunun Analizi	110
3.5. Sosyal Güvenlik Kurumu	113
3.6. Sigorta Şirketleri	116
3.6.1. Sigorta Şirketlerinin Mevcut Durumu.....	116
3.6.2. Sigorta Şirketlerinin Durum Analizi	119
3.7. Portföy Yönetim Şirketleri	123
3.8. Değerlendirme	126
SONUÇ.....	128
KAYNAKÇA	133
EK-1 OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ	147
ÖZET.....	153
ABSTRACT	154

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BES	Bireysel Emeklilik Sistemi
BYF	Borsa Yatırım Fonları
ÇSGB	Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
GSYO	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
GSYIH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
HATMER	Sigorta Hasar Takip Merkezi
HAYMER	Hayat Sigortası Bilgi Merkezi
IMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KOTEDER	Borsaya Kote Ortaklık Yöneticileri Derneği
MEBAN	Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş.
MKYO	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
SAGMER	Sağlık Sigortası Bilgi Merkezi
SBM	Sigorta Bilgi Merkezi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SSK	Sosyal Sigortalar Kurumu
TAKASBANK	Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TRAMER	Trafik Sigortaları Bilgi Merkezi
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 3.1: Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Toplam Portföy Dağılımı (%)	90
Tablo 3.2: A Tipi ve B Tipi Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Sayıları ve Portföy Büyüklükleri.....	91
Tablo 3.3: Tip ve Tür Bazında Yatırım Fonlarının Portföy Büyüklükleri ve Katılımcı Sayısı.....	93
Tablo 3.4: Yabancı Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Portföy Büyüklüğü	94
Tablo 3.5: Yatırım Fonlarının Sayısı, Portföy Değeri ve Portföy Değerinin GSYİH'ye Oranı	96
Tablo 3.6: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Portföy Dağılımı (%)	98
Tablo 3.7: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Dağılımı (%).....	100
Tablo 3.8: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yönettikleri Portföylerin Büyüklüğü.....	101
Tablo 3.9: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ülkelere Göre Piyasa Değeri.....	101
Tablo 3.10: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllara Göre Portföy Dağılımı (%).....	103
Tablo 3.11: GSYO Yönettikleri Portföy Büyüklüğü	104
Tablo 3.12: Türkiye'de 2009 ve 2010 Yıllarında Gerçekleşen Girişim Sermayesi Yatırımları.....	105
Tablo 3.13: Dünyadaki Girişim Sermayesi İşlemlerinin Bölgelere Göre Dağılımı	106
Tablo 3.14: Borsa Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Portföy Büyüklükleri.....	108
Tablo 3.15: Emeklilik Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Portföy Dağılımı (%)	109
Tablo 3.16: Emeklilik Fonları Toplam Değerinin GSYİH'ye Oranı	112
Tablo 3.17: Sosyal Güvenlik Kurumu Prim Gelirleri, Emekli Aylığı ve Sağlık Ödemeleri.....	115
Tablo 3.18: SGK Toplam Gelir-Gideri, Bütçe Açığı, Bütçe Transferi ve GSYİH'ye Oranı.....	116
Tablo 3.19: Prim Üretimlerinin Yıllar İtibariyle Seyri	117
Tablo 3.20: Sigorta Şirketlerinin Branşlar İtibariyle Prim Üretimi	118
Tablo 3.21: Kişi Başına Prim Üretimi ve Prim Üretiminin GSYİH'ye Oranı	120
Tablo 3.22: Dünya ve Türkiye Prim Üretim Miktarının ve Oranının Dağılımı.....	121
Tablo 3.23: Portföy Yönetim Şirketlerinin Portföy Büyüklüğü	124

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 3.1: A ve B Tipi Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Portföy Büyüklükleri.....	95
Grafik 3.2: Emeklilik Fonlarının Yıllara Göre Portföy Büyüklükleri	111
Grafik 3.3: Sigorta Şirketlerinin Prim Üretiminin Yıllara Göre Dağılımı.....	119
Grafik 3.4: Yönetilen Portföyün Bireysel, Kurumsal ve Tüzel Kişi Bazında Dağılımı	125

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1: Yatırım Fonlarının İşleyişi.....	47
----------------------------------------------------	----

GİRİŞ

Yönetim kurulu, hissedarlar, denetim kuruluşları ve diğer paydaşların işletmelerin yönetimindeki etkileşimi sürekli bir şekilde değişmekte ve gelişmektedir. Günümüzde özellikle gelişmekte olan ülkelerde gözlemlenen ekonomik büyümeye yönelik politikalar doğrudan yabancı yatırımlara önem vermektedir. Yabancı yatırımcılar ise kârlı sektörler ile ilgilenmektedirler. Küreselleşme sonucu sermayenin kesintisizce dolaşması önündeki engeller kalktıkça sermaye uluslararası nitelik kazanmakta ve artan hareketlilik ise kurumsal yatırımcıları yatırım yaptıkları ülkelerde ve yatırım yapacakları şirketlerde daha fazla güven ve istikrar aramaya itmektedir. Özellikle 1980'lerin ikinci yarısından itibaren yaşanan kredi ve borç skandalları, şirket yönetiminin ve kaynaklarının istismar edilmesi, şirketlerin faaliyetlerinin eksik ve yanıltıcı bir şekilde kamuoyuna aktarılması, şirket iflasları, yatırımcıların, ortakların ve beraberinde şirketle iş yapan destek birimlerinin uğradığı kayıplar ve şirketlerle ilgili olarak ortaya çıkan diğer krizler bir kurum olarak şirketlerin meşruiyetini ve kamuoyu önündeki güvenini tartışmaya açık hale getirmiş, sermaye piyasalarına olan güvenin sarsılmasına neden olmuştur. Yaşanan bu olumsuzlukların arkasındaki esas neden olarak kurumsal yönetimde yaşanan başarısızlıklar gösterilmektedir.

Yukarıda bahsedilen nedenlerden dolayı gelişmiş ülkeler, uluslararası finans kuruluşları ve ilişkili organizasyonlar, kurumsal yönetimdeki gelişmelere büyük önem vermeye başlamışlar, gelişmekte olan ülkelere veya bu ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapmadan veya kredi tahsis etmeden önce, finansal performans kadar önemli buldukları kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini de gözetir hale gelmişlerdir. Bu nedenlerden dolayı kurumsal yönetim ilkelerinin son yıllarda gerek teorik gerekse de uygulama açısından artan önemini tetikleyen unsurlar ana hatlarıyla finansal krizler, şirketlerin kötü yönetimi sonucu oluşan iflaslar, sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların artan rolü ve talepleri ile küreselleşme sonucu artan rekabet ortamı olarak belirtilebilir.

Başarılı kurumsal yönetim uygulamaları, kaynakların israf edilmesini önlemesinin yanında birçok ülkede talep edilen şeffaflık, şirket faaliyetlerinin kontrol edilmesi ve yatırımcıların korunması konusunda önemli bir araç olarak görülmektedir. Başarılı kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olan şirketler; sermaye kaçışını engellemenin yanı sıra piyasaların rekabet gücünü pozitif yönde etkilemekte, kaynakların daha etkin ve adil dağılımına yardımcı olmaktadır.

Kurumsal yönetimde bir diğer önemli faktör bilginin niteliği ve güvenilirliğidir. Günümüzde yatırımcılar yatırım yapmaya karar verecekleri zaman şirketlerin finansal performanslarının yanı sıra onların yapısını, kurumsal yönetim uygulamalarını ve bu uygulamaları ne kadar hayata geçirdiklerine de dikkat ederler. Nitelikli, güvenilir, tam bilginin var olması yatırımcının karar vermesinde önemlidir. İyi bir yatırım kararı için etkin yatırım alanlarının belirlenmesi, fonların bu alanlara aktarılması ve alternatif yatırım alanlarına yönelik bilgilerin toplanması gerekmektedir. İyi bir analiz için ise; bilgi birikimi, analiz yeteneği ve teknik donanım gereklidir. Bilginin hızla ve kolaylıkla elde edilebilmesi, daha bilinçli ve örgütlü organizasyonların ortaya çıkmasına yardımcı olmaktadır.

Söz konusu fonksiyonların yerine getirilebilmesi, profesyonel kadrolar tarafından yönetilen kurumsal yatırımcıların varlığına bağlıdır. Böylelikle daha büyük bir portföy oluşturulabilmekte, 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 ya da kişilerin yönetimine bırakıldığı için de portföy yönetimi rasyonel hale gelebilmektedir. Tasarrufların bireysel olarak değerlendirilmesi yerine, hukuki bir çerçevede içinde, kolektif ve organize bir şekilde yatırımlara dönüştürülmesi yatırımlarda kurumsallaşmayı ön plana çıkarmaktadır.

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. Sermaye piyasalarında derinliğin sağlanması, gelişmiş kurumsal yatırımcıların varlığına bağlıdır. Gelişmiş kurumsal yatırımcıların varlığı, toplumun bu konuda yeterli bilgiyle donatılmasıyla mümkündür. Finansal açıdan aydınlatılmayan bir toplumun tasarruflarını sermaye piyasası dışında yöneteceği bilinen bir gerçektir.

Sermaye piyasalarının sağlıklı bir şekilde gelişmesi ancak sermaye piyasasındaki tüm aktörlerin sermaye piyasasının güvenli ve istikrarlı bir şekilde işlediğine inanmaları ile gerçekleşebilir. Yatırımcının korunması, bireysel yatırımcının kurumsallaşmanın gerekliliğine inanması ve sermaye piyasasında güven duygusunun oluşmasında temel unsur hukuki alt yapıdır. Yatırımcının korunması kapsamında çağdaş dünyanın sadece halka açık şirketler için değil tüm kuruluşlar için öngördüğü kurumsal yönetim ilkeleri, sermaye piyasasında güven unsurunun sağlanması açısından oldukça önemli role sahiptir.

Türkiye’ de kurumsal portföy yönetimi görevini üstlenen kurumsal yatırımcıların önemini ve ülkemizdeki durumunu ortaya koymayı amaçladığımız çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, kurumsal portföy yönetimi ile ilgili olarak kurumsal yönetim ve kurumsal yönetim ilkeleri hakkında teorik bilgilere yer verilecektir. Kurumsal yönetimin ve kurumsal yönetim ilkelerinin daha iyi anlaşılabilmesi bakımından öncelikle portföy, portföy yönetimi, portföy yöneticisi, portföy çeşitleri, kurumsal yatırım ve kurumsal portföy ile kurumsal yatırımcı kavramları detaylı bir şekilde anlatılacaktır. Daha sonra kurumsal yönetim anlayışının gelişmesinin nedenleri, kurumsal yönetim ilkelerinin amacı ve işlevi anlatılarak, kurumsal yönetim ilkelerinin yatırımcının sermaye piyasalarına olan güven duygusunu sağlamadaki etkinliği ve önemi üzerinde durulacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, kurumsal yatırımcı türleri detaylı bir şekilde incelenecektir. Araştırmanın konusu gereği her bir kurumsal yatırımcı türü ayrı ayrı anlatılacak, kurumsal yatırımcıların ortaya çıkışları, uygulamaya geçiş dönemleri, mevzuattaki tanımları, özellikleri ve işleyişleri teorik çerçevede ele alınarak, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasındaki önemi açıklanacaktır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, Türkiye’de kurumsal portföy yönetimi görevini üstlenen kurumsal yatırımcıların sayısal olarak mevcut durumları, yıllara göre portföy büyüklükleri ortaya konulmaya çalışılarak, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarındaki durumu incelenecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL PORTFÖY VE KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMLARINA GENEL BİR BAKIŞ

1.1. Portföy Kavramı

Portföy kelimesi Fransızca kökenli olup, Fransızca'da "taşımak" anlamına gelen "porter" ve "yaprak, kağıt" anlamına gelen "feuille" kelimelerinin birleşiminden oluşmaktadır. "Portefeuille" kelimesi "evrak taşı", "cüzdan" anlamındadır. Bu kelimenin esas kökeni ise İtalyanca'da "taşımak" anlamına gelen "porta" ve "kağıt, yaprak" anlamına gelen "foglio" (Latince "folio") kelimelerinden oluşan "portafoglio" kelimesidir. Portföy kelimesinin Türk Dil Kurumu sözlüğünde "para cüzdanı" ve "Banka, simsar veya bir aracı kuruluşun kendi elinde tuttuğu istediği gibi tasarruf ettiği menkul değerler" olmak üzere iki anlamı bulunmaktadır.

Menkul kıymetler açısından, Usta (2005: 283) portföyü, menkul kıymetlerden oluşan bir topluluk olarak tanımlarken; Ceylan ve Korkmaz (1995: 1) portföyü, çeşitli menkul kıymetlerden meydana gelen, ağırlıklı olarak hisse senedi, tahviller gibi menkul kıymetlerden ve türev ürünlerden oluşan, belirli bir kişi veya grubun elinde olan finansal nitelikteki kıymetler olarak tanımlamıştır. Sermaye Piyasası Kanununun 3. maddesinde ise menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır şeklinde tanımlanmaktadır.

Menkul kıymetlere yatırım, belirli amaçları gerçekleştirmek için yapılmaktadır. Bireysel yatırımcılar açısından en temel amaç, bireylerin sahip oldukları birikimlerle menkul kıymetlere yatırım yaparak belirli bir kazanç elde etmektir. Bireysel yatırımcıların yapmış oldukları yatırımdan elde etmek istediği kazancın, beklenilenin altına düşme ya da üstüne çıkma olasılığı söz konusudur. Bu olasılık yatırımcı açısından yaptığı yatırımın riskini oluşturur. Genel olarak risk, beklenen sonucu elde etmede zarara ya da kayba uğramaya yol açabilecek herhangi

bir durumun var olma belirsizliğidir. Bu çerçevede menkul kıymetlerde söz konusu risk, beklenen gelir düzeyinin elde edilmesindeki belirsizliktir (Özçam, 1997: 9). Riskte gelecekte olabilecek olaylara yönelik birtakım olasılıklar tahmin edilebilir, ancak belirsizlikte herhangi bir olasılıktan da söz edilemez. O halde belirsizlik arttıkça, yatırımcının katlanacağı risk de artacaktır. Riskin derecesi, yatırımcının yatırım kararında hangi menkul kıymet aracına yöneleceğinin en önemli belirleyicisidir. Bu durumda yatırımcı, belirli bir riske katlanarak en yüksek geliri elde etmek ya da belirli bir geliri etmek için en düşük riske katlanarak amacına ulaşmak isteyecektir. O halde portföyü, belirli bir riske katlanarak en yüksek getiriyi¹ elde etmek ya da belirli bir getiriyi elde etmek için en düşük riske katlanarak aynı veya farklı özelliklere sahip birden çok yatırım aracının bir araya getirilmesiyle oluşturulan havuzun toplam değeri olarak ifade edebiliriz.

Menkul kıymet yatırımlarında dikkat çeken en önemli husus belirsizliktir. Yatırımcı belirsizlik koşulları altında yatırım kararını vermektedir. Belirsizliğin yol açacağı riskin derecesi beklenen getiriyi de etkileyecektir. Yatırımcının elde etmek istediği getiri ile gelecekte elde ettiği getiri arasındaki fark arttıkça risk artmakta, fark azaldıkça risk de azalmaktadır. O halde risk ile beklenen getiri arasında doğrusal bir ilişkiden söz edebiliriz.

Portföy, tek bir menkul kıymet yerine birden çok menkul kıymete yatırım yapılması sonucu ortaya çıkan bir kavramdır. Her bir menkul kıymet aracı içerisinde belirli bir risk barındırır. Bu risk kısaca, menkul kıymet aracının bağlı olduğu firmanın kendisinden ya da içinde bulunduğu sektörden kaynaklanan risk; menkul kıymetin içinde bulunduğu pazardan kaynaklanan risk olarak açıklanabilir. Bu durumda yatırımcının portföy oluşturmak istemesindeki amacı, birden çok menkul kıymet aracına yatırım yaparak riski bölmektir.

¹ Menkul kıymet yatırımlarından elde edilen kazanç ya da gelir getiri olarak ifade edilmektedir. *Getiri; tahvil gibi sabit getirili menkul kıymetlerin sağladığı getiri olan faiz ya da hisse senedi gibi değişken getirili menkul kıymetlerin sağladığı kar payı şeklindeki ödemelerden kaynaklanan getiri, menkul kıymet aracının fiyatındaki değişimlerden kaynaklanan sermaye kazancı olmak üzere üç şekilde ifade edilir* (Esen, 2004: 6). Bu nedenle çalışmanın devam eden bölümlerinde beklenen gelir değil beklenen getiri kavramı kullanılacaktır.

Ekonomide meydana gelen değişiklikler, aynı endüstri kolundaki menkul kıymetlerin getirileri ile farklı endüstri kolundaki menkul kıymetlerin getirileri arasında farklılıklar doğurabilir. Bu farklılık farklı şirkete ya da sektöre ait menkul kıymet aracının ekonomide meydana gelen değişikliklerden etkilenme derecesidir. Aynı endüstri kolundaki menkul kıymetlerin ekonomideki değişikliklerden etkilenme derecesi aynı yöndedir. Bu derece, menkul kıymet getirileri arasında bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bir başka ifadeyle, aynı endüstri kolundaki işletmelerin menkul kıymetlerinin getirileri arasındaki ilişki, farklı endüstri kolundaki işletmelerin menkul kıymetlerinin getirileri arasındaki ilişkiden daha yüksektir. O halde menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkiden yararlanarak, gelecekle ilgili belirsizliğin sonucu olarak ortaya çıkan riskin mümkün olduğu kadar en az seviyeye düşürülmesi ancak portföyde iyi bir çeşitlendirmenin yapılmasıyla mümkündür.

Genel anlamda çeşitlendirme, menkul kıymetlerden oluşan portföyün riskini azaltmak veya yaymak çalışmalarını içerir. Çeşitlendirme, riskten kaçan, daha fazla getiriye daha azına, daha az riski daha çoğuna tercih eden ve aynı zamanda gelir ve refahlarını arttırmaya çalışan yatırımcılar için riski düşürme avantajından dolayı başvurulan bir yöntemdir (Bekçi, 2001: 23). Geleneksel anlamda ise çeşitlendirme, farklı endüstri kollarına ait menkul kıymetin oluşturulan portföye dâhil edilmesidir.

Çeşitlendirmenin etkisiyle, her bir menkul kıymetin risk derecesi ve beklenen getiri düzeyi değil ama portföyün risk derecesi ve beklenen getiri düzeyi önem kazanır. Portföyün risk derecesi ve beklenen getiri düzeyi ise iyi bir çeşitlendirme ile kontrol altına alınabilir. İyi bir çeşitlendirme portföye dâhil edilecek menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkinin ters yönlü olmasına bağlıdır. Kısaca portföye dâhil edilen bir menkul kıymetin getirisi ekonomide azalırken, diğer menkul kıymetin getirisi artıyorsa iyi bir çeşitlendirmenin varlığından söz edilebilir. Portföyün içerisindeki her bir menkul kıymetin portföye dâhil olan diğer menkul kıymetlerle ilişkisi, aynı beklenen getiri seviyesinde, portföyün riskinin beklenenden daha fazla azalmasına ya da beklenildiğinin tersine portföyün toplam riskinin artmasına neden olabilmektedir. Yani iyi bir portföy, birbirinden farklı menkul kıymetlerin uzun bir listesi değildir. Portföyü oluşturan menkul kıymetlerin getirileri aynı yönde hareket etmeyeceğinden ve portföy farklı menkul kıymetlerden

oluşturduğundan dolayı, portföyün riski tek bir menkul kıymetin riskinden küçük olacaktır.

Bütün bu açıklamalardan sonra, geniş anlamda portföy; belirli amaçları gerçekleştirmek isteyen yatırımcıların, sahip olduğu, birbirleriyle ilişkisi olan ve kendine öz ölçülebilir nitelikleri olan yeni bir varlıktır denilebilir.

1.2. Portföy Yönetimi

Portföy, tasarruf sahiplerinin reel ve finansal varlıklarından oluşan bir değerler bütünüdür. Reel varlıklar ev, arsa, otomobil gibi doğrudan maddi varlıklar olarak ifade edilirken; finansal varlıklar hisse senedi, tahvil gibi (dolaylı olarak) sahip olunan maddi varlıklar üzerindeki hakları ve belli yükümlülükleri ifade eder. Yatırımcının portföye dâhil edeceği yatırım aracı tercihi, yatırımcının bilgi düzeyine, yatırım yapmaktaki amacına, risk alma kapasitesine ve beklediği getiri düzeyine bağlıdır. Dolayısıyla her portföy yatırımcının tercihlerine göre oluşturulur.

Benzer ya da farklı özelliklere sahip birden çok yatırım aracının bir araya getirilmesiyle oluşturulan portföyün sahibi, bireysel yatırımcı olabileceği gibi herhangi bir kurum da olabilir. Bu yatırım araçlarına yatırım yapan kişi ya da kurumlar oluşturdukları portföyde, değişen ekonomik koşullar nedeniyle zaman zaman değişiklik yapma gereği duyabilirler. Bu değişiklik hangi yatırım aracının satılarak yerine hangi yatırım aracının alınacağına karar verme ve alım-satım işleminin hangi zamanda gerçekleştirilmesi gerektiği şeklinde olabilir. Bu durumda karşımıza “portföy yönetimi” kavramı çıkmaktadır. Türe (2006: 54) portföy yönetimini, portföyü oluşturmak ve oluşturulan portföyden hangi yatırım aracının ne zaman çıkarılacağına ve yerine hangi yatırım aracının alınacağına karar verilen bir süreç olarak; Eroğlu (2006: 8) karar vericinin risk ve getiriye karşı gösterdiği tutum çerçevesinde portföy içine hangi varlıkların hangi oranlarda gireceğine ve zamanla değişen ekonomik koşullara bağlı olarak hangi varlıkların portföyden çıkacağına karar vermek ve Bekçi (2001: 14) ise, politika, ekonomi, piyasa, endüstri kolu ve menkul kıymetler açısından ortaya konulan bilgilerden hareketle, yatırımcıların

amaçlarının, tercihlerinin ve kısıtlarının belirlendiği, bu bilgiler altında çözüldüğü ve verilen kararların başarısının portföyün izlenmesi suretiyle değerlendirilmesinin devamlı olarak sürdürülmesi ve güncelleştirilmesi sistemi olarak tanımlamıştır. Tanımlardan hareketle portföy yönetimini, yatırımcının, beklediği getiri düzeyi ve risk alma kapasitesine bağlı kalarak, yatırımcının belirlediği amaçlara ulaşmak için, portföyün değerlendirildiği ve tekrar gözden geçirildiği bir süreç olarak tanımlayabiliriz.

Genel olarak yatırımcılar, beklenen getirileri aynı düzeyde olan iki yatırımdan riski az olanı tercih ederler. Risk düzeyi aynı olan yatırımlar arasında ise beklenen getirisi yüksek olanları tercih ederler. Yatırımcının elde etmek istediği getiri düzeyine karşılık risk alma kapasitesi ya da riske karşı takınacağı tutum, portföye dâhil edilecek menkul kıymet araçlarının seçiminde en önemli unsurdur. Yatırımcının risk karşısındaki tutumu ne olursa olsun portföy oluşturmaktaki amacı sahip olduğu varlığın ya da kıymetin getirisini artırmaktır. Getiriyi artırmanın yolu ise portföyün etkin bir şekilde yönetilmesiyle mümkündür.

Belirli bir birikime sahip olan tasarruf sahipleri, sahip oldukları birikimin değerini korumasının yanı sıra birikimlerinin değerinin de artmasını isterler ve bu nedenle altın, faiz veya hisse senedi gibi menkul kıymetlere yönelirler. Menkul kıymetlere yapılan yatırımın uzmanlık gerektirmesi nedeniyle hisse senetleri, diğer yatırım araçlarına göre çok daha riskli yatırım araçlarıdır.

Bireysel yatırımcıların riski sadece para kaybı olarak algılamaları, herkes tarafından tercih edilen popüler yatırım araçlarına yönelmeleri, geçmişte belirli bir getiri elde etmelerini sağlayan yatırım araçlarından gelecekte de aynı performansı beklemeleri, sahip oldukları bilgileri doğru bir şekilde, zamanında ve eksiksiz bir şekilde değerlendirememeleri gibi nedenler, yöneldikleri yatırımdan elde etmek istedikleri sonucu alamamalarına neden olabilmektedir. Bireysel yatırımcılar açısından bakıldığında, istenilen getiri seviyesine ulaşamamak bir risktir. Dolayısıyla, yeterli tecrübe ve bilgi birikimine sahip olmayan kişilerin yatırıma yönelmeleri, beraberinde riski getireceği için, portföy yönetimi yatırımcılar için çok

daha büyük bir önem arz etmekte ve portföy yönetiminde portföy yöneticisinin varlığını gerekli kılmaktadır.

1.3. Portföy Yöneticisi

21 Ocak 2003 tarihli 25000 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslara İlişkin” Tebliğ’de portföy yöneticiliği; “finansal varlıklardan oluşan portföylerin, her bir müşteri adına, müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesidir.” şeklinde tanımlanmıştır. Portföy yöneticisi, yatırımcının beklediği getiri düzeyi ve risk alma kapasitesini göz önünde bulundurarak, çeşitli menkul kıymetlerden oluşturacağı portföyü, belirlenen süre çerçevesinde maksimum verimi sağlayacak şekilde yöneten kişi veya şirkettir. Portföy yöneticisi risk ve beklenen getiri unsurlarını dikkate alarak portföyü oluşturmak, yönetmek ve finansal piyasalara ilişkin değişiklikleri sürekli izleyerek portföyün değerini korumak ve artırmak amacıyla gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmakla yükümlüdür.

Sermaye Piyasası mevzuatı kapsamında, sermaye piyasası araçları, para piyasası araç ve işlemleri, vadeli işlemler ve opsiyonlar, nakit, döviz, mevduat ile Kurul’ca uygun görülen diğer varlık ve işlemlerden oluşan portföylerin, portföy yöneticisi tarafından yatırımcının kabul edebileceği bir risk seviyesinde yönetilmesi portföy yöneticiliği faaliyeti olarak adlandırılır. Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almış portföy yönetim şirketleri, aracı kurumlar ve yatırım bankaları portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmaya yetkili kurumlardır. Ancak alım-satıma aracılık faaliyetinin yürütülmesi sırasında, bu faaliyetin içeriğiyle ilgili olarak süreklilik arz etmeksizin verilen hizmetler, portföy yöneticiliği faaliyeti kapsamında değerlendirilmez ([http://www.ziraatportfoy.com.tr.](http://www.ziraatportfoy.com.tr/) / erişim tarihi 24.12.2010).

1.4. Portföy Çeşitleri

Değişik menkul kıymetlerden ya da yatırım araçlarından çok sayıda portföy oluşturulabilir. Yatırımcılar beklenen getirisi aynı olan fakat risk derecesi farklı olan portföylerden riski düşük olan portföyü; risk derecesi aynı olan fakat beklenen getirisi farklı olan portföylerden ise beklenen getirisi yüksek olan portföyü tercih edecektir. Burada önemli olan yatırımcının belirli bir getiriye elde etmek için ne kadar riske katlanmak isteyeceği ya da belirli bir riske katlanarak ne kadar getiri elde etmek isteyeceğidir. Risk karşısında yatırımcının takınacağı tutum portföy tercihini etkileyebilecektir. Yatırımcının riski sevmesi ya da riskten kaçınması, portföyde yer alabilecek menkul kıymet araçlarında en ideal bileşimi yakalamak açısından önem arz eder. Bu nedenle çeşitli menkul kıymet araçlarına göre oluşturulmuş portföyler aşağıdaki alt bölümlerde ele alınmaktadır.

1.4.1. Tamamı Tahvillerden Oluşan Portföyler

Tahvil, yatırımcısına sabit bir getiri sağlayan uzun vadeli menkul kıymet türüdür. Başka bir ifadeyle tahvil, anonim şirketlerin uzun vadeli borç bulmak için ihraç etmiş oldukları borç senetleridir (Okka, 2006: 296). Yatırımcı, tahvil ihraç eden kuruluşa, bir borç sözleşmesi ile bağlanır. Yatırımcının sözleşme karşılığı tahvil ihraç eden kuruluşa verdiği borç karşılığında, tahvil ihraç eden kuruluş, yatırımcıya her yıl belirli bir faiz öder. Genellikle yıllık ya da 6 aylık dönemlerle ödenen bu faize kupon ödemesi denir. Kupon ödemesinin tahvilin nominal (üzerinde yazılı olan) değerine oranına da kupon faizi denir. Kupon faiz ödemelerinin sözleşmede belirtilen sürelerde gerçekleştirilmesi, yatırımcıya önceden belirlenen bir faiz gelirini garanti ettiği için, tahviller sabit getirili menkul kıymet türü olarak adlandırılır. Bu özelliği ile tahviller sahiplerine, tahvil ihraç eden kuruluşa karşı alacaklılık hakkı verir. Bu nedenle tahvil, yatırımcılar tarafından en çok tercih edilen menkul kıymet türüdür.

Sabit getirili bir menkul kıymet türü olan tahvillerin fiyatı, piyasa faiz oranları ile ters orantılıdır. Piyasa faiz oranları yükselir ise tahvilin fiyatı düşer; piyasa faiz oranları düşer ise tahvilin fiyatı yükselir. Tahvil fiyatlarında meydana

gelebilecek bu değişim, tahvilini vade tarihi bitimine kadar elinde tutmak isteyen yatırımcılar için önemlidir. Piyasa faiz oranlarındaki dalgalanmalardan yararlanarak, faiz oranları düştüğünde tahvilini elden çıkarmak isteyen bir yatırımcı, önemli bir sermaye kazancı elde edebilecektir. Bir başka ifadeyle, yatırımcılar, iskontolu olarak satın aldıkları bir tahvili, vadesi geldiğinde nominal değer üzerinden tahsil ettiklerinde ya da tahvilin alış-satış fiyatı arasında doğabilecek olumlu bir farktan sermaye kazancı elde edebilirler. Bu nedenle tahviller, yatırımcıya kupon faiz ödemelerinin yanı sıra, sermaye kazancı da sağlar.

Tamamı tahvillerden oluşan portföyler, riski sevmeyen ya da riskten kaçınan, bu nedenle anaparasının güvenini daima önde tutan, sermaye piyasalarındaki gelişmeleri düzenli olarak takip edemeyen, az da olsa düzenli bir gelir elde etmek isteyen yatırımcılar tarafından tercih edilir. Tahvillerin en önemli yararı, yatırımcıya düşük riske karşılık kısıtlı ama düzenli bir gelir sağlamasıdır.

1.4.2. Tamamı Hisse Senetlerinden Oluşan Portföyler

Hisse senetleri, anonim ortaklıklar ya da sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar tarafından çıkarılan, belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden, yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraktır (Kocabıyık, 2006: 32). Hisse senetlerinin temel niteliği, şirket sermayesinin belli bir kısmını temsil etmesi nedeniyle ortaklarına sürekli getiri sağlayan ve şirkete ortak olma imkânını veren bir belge, şirket açısından ise öz kaynak mahiyetinde finansman sağlayan araç bir olmasıdır (Büyükçapar, 2007: 5). Hisse senetlerinde tahvillerde olduğu gibi belirli periyotlarla kupon faiz ödemeleri ve belirli bir vade tarihi bitiminde anapara ödemesi söz konusu değildir. Hisse senedi sahipleri, şirketlerin elde ettikleri kârın yıl sonunda dağıtıldığı kısımdan kâr payı elde ederler. Kâr payı ödemeleri, tahvillerdeki kupon faiz ödemelerinde olduğu gibi, önceden belirlenen sabit dönemsel getiriler şeklinde değildir. Şirketin kâr payı ödemelerine ilişkin kararları, faaliyet sonuçlarına ve eldeki parasal kaynaklara göre belirlenir. Bu nedenle hisse senetleri değişken getirili menkul kıymet türü olarak ifade edilebilir. Şirketin, yatırımcılara, sağlanacak kâr doğrultusunda önceden saptanan bir kâr payı

oranı belirlememesi nedeniyle hisse senetleri, sabit getirili bir menkul kıymet türü olan tahvillere göre daha riskli yatırım araçlarıdır. Riskin fazlalığı nedeniyle yatırımcıların hisse senedi yatırımlarından kârlılık oranı beklentisi yüksektir. Bu nedenle tamamı hisse senetlerinden oluşan portföyler, yüksek riske karşılık yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcılar tarafından tercih edilir.

Ekonominin istikrarlı bir büyüme gösterdiği dönemlerde işletmelerin satış hacmi büyümekte dolayısıyla kârları ve kâr payları yükselmektedir. Doğal olarak hisse senedi fiyatları da yükselecektir. Ekonominin durgunluk ya da daralma eğilimi gösterdiği dönemlerde ise işletmenin kârı ve kâr payları, buna bağlı olarak hisse senetlerinin fiyatı düşecektir. Yatırımcılar, ekonomide meydana gelen değişimler nedeniyle hisse senedi fiyatlarındaki oynaklıktan yararlanarak sermaye kazancı elde edebilirler ya da çok daha ucuza hisse senedi satın alabilirler. Hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar, şirket kârından pay alma ve sermaye kazancı elde etmenin yanı sıra, şirket yönetimine katılma, oy kullanma, tasfiyeden pay alma, şirket faaliyetlerinden bilgilenme ve rüçhan hakkına (sermaye artırımında öncelikli pay alma hakkı) sahiptirler (Çapanoğlu, 1993: 40).

1.4.3. Hisse Senetleri ve Tahvillerden Oluşan Portföyler

Ekonomide meydana gelen dalgalanmalara uyum sağlamak amacıyla yatırımcı risk planlamasına gidecektir. Kâr elde etme amacıyla hareket eden yatırımcı portföyünde hem tahvil bulundurarak durgunluk dönemlerinde hareketlilik kazanan tahvil yatırımlarından kazanç sağlamayı; hem de ekonominin büyüdüğü dönemlerde hisse senedi yatırımlarından yüksek kazanç elde etmeyi hedefleyecektir. Yatırımcının bu tutumundaki temel amaç; sabit getirili menkul kıymetlerdeki güvenlik unsurunu, hisse senetlerindeki katlanılan risk kadar kârlılık unsurunu ön plana çıkararak dengeli bir portföy oluşturmaktır. Bu nedenle hisse senedi ve tahvillerden oluşan portföyler en çok tercih edilen portföy türüdür. Ekonominin içinde bulunduğu duruma göre hisse senetlerinin veya tahvillerin portföy içerisindeki oranlarında değişiklikler yapmak mümkündür.

1.4.4. Diğer Yatırım Araçlarından Oluşan Portföyler

Hisse senetleri ve tahvil gibi temel menkul kıymetlerin dışında kalan birçok yatırım aracıyla yatırımcıların tercih edebileceği pek çok portföy oluşturulabilir. Hisse senedi ve tahvil gibi temel menkul kıymetlerin dışında kalan yatırım araçlarından bazıları; varlığa dayalı menkul kıymetler, finansman bonoları, hazine bonusu, gelir ortaklığı senetleri, banka bonoları ve banka garantili bonolar, mevduat ve mevduat sertifikaları, repo, döviz ve döviz tevdiat hesapları, kâr/zarar ortaklığı senetleri, menkul kıymet yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır (Usta, 2005: 285).

Yukarıda sayılan yatırım araçlarından bir portföy oluşturulmasında dikkat edilmesi gereken en önemli etken yatırımcının riske karşısında göstereceği tutumdur. Yatırımcının risk alma kapasitesi göz önünde bulundurularak, portföye alınacak olan yatırım araçları arasında karşılaştırma yapılmakta ve hangi yatırım aracının yatırımcının tercihlerine daha uygun olduğuna karar verilmektedir. Yatırımcılar arasında bir gruplandırma yapılacak olunursa, riski seven yatırımcı yalnızca hisse senetlerinden oluşan portföylere, riski sevmeyen yatırımcı yalnızca tahvillerden oluşan portföylere yönlenebilir. Portföy çeşidi ne olursa olsun portföyün oluşturulmasında en aktif oyuncu yatırımcının kendisidir. Portföye alınacak yatırım aracının özelliği yatırımcının risk karşısında göstereceği tutuma göre şekilleneceğinden, diğer yatırım araçlarından oluşturulan portföyler çok farklı risk düzeylerine sahip olabileceklerdir.

1.5. Kurumsal Yatırım

Kurumsal anlamda ilk yatırım bazı yazarlara göre 1822'de Belçika'da Belçika Kralı I. William tarafından kurulmuş, bazı yazarlara göre ise, 1860'larda İngiltere ve İskoçya'da ortaya çıkmıştır (Anderson ve Born, 1992: 7). İlk yatırım şirketlerinin amaçları, borsaya kote olsun veya olmasın, menkul kıymetlere yatırım yapmak olup, bu şirketler, yatırımcıya Portföy Çeşitlendirmesi ve Profesyonel Yönetim hizmetleri sunmaktaydılar (Draper, 1989: 1). Bu yatırım şirketleri bireysel yatırımcılara,

birikimlerini birleştirerek uzman tavsiyelerinden ve ölçek ekonomisinden yararlanma imkânı veriyordu. Bu ilk girişimlerin dışında, *bugünkü anlamda ilk kurumsal yatırımların 1868 yılında Londra’da kurulan “Foreign and Colonial Government Trust”, Amerika Birleşik Devletleri’nde 1889 yılında kurulan “New York Stock Trust” ile 1893 yılında kurulan “Boston Personal Property Trust” olduğu belirtilmektedir* (Vural, 1978: 34).

Kuruluşundan bu yana kurumsal yatırımlar ekonomideki ilerlemelere paralel olarak sürekli gelişim göstermiştir. Bugün birçok ülkede çeşitli şekilde kurumsal yatırımlar, sermaye piyasalarının en önemli unsurlarından biri olarak gösterilmektedir. Ülkemiz sermaye piyasasında da, bu tür kurumsal yatırımlar 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun yürürlüğe girmesiyle belli bir ölçüde etkinlik kazanmıştır.

Kurumsal yatırımlar, en basit anlamıyla; bireylerin gelirleri ile giderleri arasındaki pozitif farkın bir araya getirilmesi ile oluşturulan ve büyük miktarlara ulaşan kurumsal portföyün hukuki bir çerçeve içerisinde değerlendirilmesi, yeterli bilgi ve deneyime sahip uzman kadrolar tarafından, riskin dağıtılması esasına göre yönetilmesi anlamına gelmektedir. Tanımdan da anlaşılacağı gibi, kurumsal yatırımlarda dikkat çeken en önemli husus, portföyün uzman bir kadro tarafından, riskin dağıtılması esasına göre yönetiliyor olmasıdır. Kurumsal yatırımlar, portföyün menkul kıymetlerden oluşturulması, riskin dağıtılması esasına göre uzman kadrolar tarafından, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yönetilmesi işlevini üstlenir. Bu dört husus kurumsal yatırımların yönetiminde yer alan temel ilkelerdir. Kurumsal yatırımın temel ilkeleri aşağıdaki alt bölümlerde ele alınmaktadır.

1.5.1. Riskin Dağıtılması İlkesi

Kurumsal yatırım ilkeleri içerisinde en temel ilke riskin dağıtılması ilkesidir. Kurumsal portföye dâhil edilen yatırım araçları, belirli bir şirketin hisse senetlerinin sadece bir bölümüne yönlendirilir. Böylece şirketlerin herhangi bir kurumsal yatırımcı tarafından satın alınarak ele geçirilmesi önlenmekte ya da şirketin zararı,

iflası gibi durumlarda finansal açıdan daha az riske maruz kalınmaktadır. Portföyde yatırımcılara farklı yasal haklar sağlayan menkul kıymet araçları arasındaki dağılım dengeli şekilde gerçekleşirse risk hukuki açıdan dağıtılmış olur. Örneğin, hisse senetleri sahibine ortaklık hakkı sağlarken, tahvil alacaklılık hakkı sağlamaktadır. Farklı sektörlerde ait menkul kıymet araçları, portföyün ekonomik riskini düşürür. Örneğin, kurumsal yatırıma konu olan portföyde yer alan menkul kıymetlerin bir bölümü inşaat sektörü işletmelerine, bir bölümü tekstil sektörü işletmelerine, bir bölümü otomotiv sektörü işletmelerine aktararak ekonomik risk azaltılmış olacaktır. Uluslararası kurumsal yatırımlarda ise, farklı ülkelerin, menkul kıymet araçlarına yer vermek, yatırımları bölgelere, ülkelere hatta kıtalara bölerek coğrafi riski dağıtmaktadır. Coğrafi riskin dağıtılması için ülkelerin ekonomik, sosyal ve siyasi durumları göz önüne alınır, bu nedenle coğrafi riskin dağıtılması konu ile ilgili uzman kadrolar tarafından gerçekleştirilebilir.

1.5.2. Uzman Yönetim İlkesi

Sermaye piyasaları, piyasada oluşan gelişmelerin yakından takip edilmesi ve oluşan gelişmelerin menkul kıymet fiyatlarına olan etkilerinin önceden tahmin edilmesi bakımından, bireysel yatırımcılar tarafından birtakım önlemler alınmasını gerektirir. Bu önlemler ise bireysel yatırımcıların kendi imkânları ile sağlayamayacakları belirli bir bilgi birikimine ihtiyaç duyar. Kurumsal yatırıma konu olan portföyün, menkul kıymetler konusunda yeterli bilgi ve deneyime sahip uzman bir kadro tarafından yönetilmesi, menkul kıymetlerin birçok analizden geçirilerek portföye dâhil edilmesi ve portföyden çıkarılırken doğru zamanlamanın seçilmesi bakımından önemlidir. Birikimlerin sermaye piyasalarında kurumsal bir anlayış içerisinde, bilinçli ve doğru bir şekilde değerlendirilmesi, portföyün profesyonel kadrolar tarafından yönetilmesi ile mümkündür.

1.5.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesi

Kamuyu aydınlatma ilkesi ile bilanço, gelir tablosu, yıllık faaliyet raporu gibi belgeler, bir taraftan ortaklık mal varlığının tam listesini verme, konunun gerçekleşmesi için yapılması gerekli yatırımların kaynaklarını göstermek, likiditeyi belirtmek, ortaklığın çeşitli ilişkilerini (diğer işletme ve kişilerle) ortaya koymak; kurucuların, kurucu durumunda bulunanların, büyük pay sahiplerinin, yöneticilerin ortaklıkla ilişkilerini, elde ettikleri menfaatleri açıklama; devre sonuçlarını gözler önüne serme amaçlanmaktadır (Kaya, 2001: 19). Bu bilgilendirmenin amacı, işletmelerin periyodik mali tabloları ve finansal raporları aracılığı ile yatırımcılara işletmelerin hedeflerine ulaşmadaki başarısını değerlendirebilme imkânını sunmaktır. Finansal bilgilerin yanı sıra şirketin temel amaçlarının, politika ve uygulamalarının, yönetim ve iç kontrol yapısı ile ilgili hususların da kamuya açıklanması gerekmektedir. Yatırımcıların yatırım yaptıkları şirket hakkında yeterli ve güvenilir derecede bilgi sahibi olması, yatırım kararlarında uygulanacak politikaların belirlenmesinde önemli bir işleve sahiptir.

1.5.4. Portföyün Menkul Kıymetlere Yönlendirilmesi İlkesi

Kurumsal yatırımlarda temel amaç, menkul kıymet alıp satmak ve alım satımlar arasında oluşan olumlu fark ile bu menkul kıymetlerin kâr payları ve faizlerinden gelir sağlamaktır. Sermaye piyasası araçları vasıtası ile menkul kıymet yatırımlarına yöneltilen birikimlerin, menkul kıymet getirisi olarak birikim sahibine dönüşü ve bu getirilerin bir bölümünün tekrar menkul kıymet yatırımlarında kullanılması sermaye piyasasında bir kaynak dönüşümü yaratacaktır. Bu dönüşüm ile sermaye piyasaları gelişecek, sermaye piyasalarının gelişmesi de kurumsal yatırımcıların daha iyi hizmet vermesini ve güçlenmesini sağlayacaktır. Kurumsal yatırımcıların gelişmesi ise sermaye piyasalarının gelişimini hızlandıracaktır.

1.6. Kurumsal Portföy

Belirli bir birikime sahip olan bireysel yatırımcıların yatırıma yönelmelerindeki temel amaç; birikimlerinin değerini korumak, artırmak ve var olan birikimden düzenli bir gelir elde etmektir. Yatırımcıların yatırım tercihlerini belirleyen bu üç temel amaç tüm yatırımcılar için geçerli olsa da, yatırımcıların kişilik yapıları, davranış biçimleri ve içinde buldukları finansal ortamın durumu yatırım amaçlarındaki etkenlerin farklılaşmasına neden olmaktadır.

Bireysel yatırımcıların ticari ve finansal konulardaki bilgisi, menkul kıymetlerin alım-satımı arasında ilişki kurabilme gücü, sermaye piyasalarındaki gelişmeleri takip edebilmek için ayırabileceği zaman, bilgi edinme ve edinilen bilgileri zamanında, sağlıklı bir şekilde değerlendirebilme gücü, riski algılama şekli, kitle psikolojisi ile hareket etmeye yatkınlığı v.b. gibi birçok neden portföy yönetiminin başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olabilecektir. Bu başarısızlık bireysel yatırımcının menkul kıymetlere yatırım yapmaktan çekinmesine veya bilgisi dışında yeniden bir yatırım yapma yoluna gitmesine neden olacaktır. Bunun yanı sıra, bireysel yatırımcıların sahip oldukları birikimlerin miktarının, çoğu zaman, bir portföy oluşturmakta yetersiz kalması ise bir sorundur.

İyi bir yatırım kararı için etkin yatırım alanlarının belirlenmesi, fonların bu alanlara aktarılması ve alternatif yatırım alanlarına yönelik bilgilerin toplanması gerekmektedir (Ünal, 1995: 1). İyi bir analiz için ise; bilgi birikimi, analiz yeteneği ve teknik donanım gereklidir (Erdoğan ve Özer, 1998: 3). Bireysel yatırımcılar bu işlemleri gerçekleştirmede yetersiz kalmaktadırlar.

Genel itibarıyla bireysel yatırımcılar, birikimlerini, sermaye piyasasında etkin ve kârlı bir şekilde yönetecek bilgiye ve yeterli birikime sahip değildir. Bu nedenlerden dolayı yatırımcılar, bireysel olarak finansal piyasalara fon sunmak yerine kolektif bir yatırım anlayışıyla fon arzı oluşturmak suretiyle tasarrufları daha profesyonelce ve bilinçli değerlendirme imkânına sahip olmak istemektedirler (Dalğar, 2006: 15). Dolayısıyla, tasarrufların bireysel olarak değerlendirilmesi yerine, hukuki bir çerçeve içinde, kolektif ve organize bir şekilde yatırımlara

dönüştürülmesi, yatırımlarda kurumsallaşmayı ön plana çıkarmıştır (Erdoğan ve Özer, 1998: 3).

Yatırımlarda kurumsallaşma ile birlikte (portföyü bir havuz olarak nitelendirecek olursak), bireysel yatırımcıların sahip olduğu küçük ve dağınık birikimlerin, ayrı ayrı küçük havuzlarda değerlendirilme düşüncesi terk edilmiştir (Sancakdar, 2006: 60). Böylece, her bireysel yatırımcı için havuzun yeniden meydana getirilmesindeki tekrarın yerine uzman kişilerce oluşturulacak ve yine uzman kişilerce yönetilecek büyük bir havuza bireysel yatırımcılar ortak edilmiştir. Buradaki temel amaç, küçük ve dağınık haldeki birikimleri kullanarak daha büyük bir portföy oluşturmak, böylece portföyün riskini minimize etmek, portföyde beklenen getiri ve risk arasındaki optimal dengeyi oluşturmak ve ekonomik birimler arasında vade - miktar açısından optimum dağılımı sağlamaktır.

“Kurumsal portföye yönelen bir yatırımcı, kaptanın yönetimindeki büyük bir geminin içinde bulunan pek çok yolcudan biri gibidir. Münferit dalgalardan gemi az etkilenecek ve bu etkinin yolcu başına düşen payı da oldukça az olacaktır” (Karşlı, 1989: 129)

Böylelikle,

“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 ya da kişilerin yönetimine bırakıldığı için portföy yönetimi rasyonel hale gelebilmektedir” (Sarıkamış, 1998:113).

Kurumsal portföy yönetimi ile bireysel yatırımcılara, daha güvenli ve profesyonel yatırım alternatiflerinin sağlanmasıyla, bireysel yatırımcıların sermaye piyasalarından kaçışı önlenmiş olmaktadır.

1.7. Kurumsal Yatırımcı

Doğrudan veya dolaylı olarak kurumsal portföy oluşumu piyasalarda kurumsal yatırımcıları gerekli kılmaktadır. Erdoğan ve Özer (1998: 4) kurumsal yatırımcıları, tüm dünyada sermaye piyasasının gelişmesinde önemli bir paya sahip olan ve küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten organizasyonlar olarak tanımlamaktadırlar. Ünal (1995: 47) ise, küçük tasarrufların, fon açığı veren ekonomik ajanların kullanabilecekleri şekilde büyük tutarlar halinde birleştirilmesini ve finansal araçlar kanalıyla ekonomik yatırımlar arasında daha etkin bir şekilde dağıtılmasını sağlayan finansal kurumlardır şeklinde tanımlamaktadır. Tanımlardan hareketle kurumsal yatırımcıları, bireysel yatırımcılardan toplamış oldukları küçük tasarrufların, sermaye piyasası araçları vasıtası ile etkin yatırım alanlarında kullanımını sağlayan, tasarruflara hareketlilik kazandırarak ekonomiye kaynak aktaran, yatırımlardan elde edilen kazançtan, bireysel yatırımcıların kazanç elde etmesini sağlayarak, gelirin yeniden dağıtılmasına imkân sunan finansal kuruluşlar olarak ifade edebiliriz.

Büyük miktarlarda yatırım yapan bireysel yatırımcılar, danışmanlık ücreti ödeyerek yüksek getiri sağlayan bir portföy oluşturabilirler. Ama esas olarak küçük birikim sahipleri böyle bir olanaktan yoksundurlar. İşte bu noktada kurumsal yatırımcılar devreye girerek, küçük birikim sahiplerinin amaçlarına ulaşmalarına yardım etmekte, bireysel yatırımcılara hizmet sunmaktadır. Kurumsal yatırımcıların temel işlevi; profesyonel kadrolar tarafından yönetilecek olan büyük bir portföye küçük birikim sahipleri ortak edilerek, küçük yatırımcıların uzmanlık hizmetinden yararlanmalarını sağlamak, aynı portföyü ayrı ayrı kişilere oluşturmanın tekrarındaki anlamsızlığı yok ederek, bireysel yatırımcıların kendi başlarına yapabileceklerinden daha iyi risk ve getiri dengesi oluşturmaktır. Kurumsal yatırımcılar, piyasada yönlendirici, istikrar sağlayıcı, uzman kadroları bünyesinde barındıran; bireysel yatırımcılara göre daha fazla risk ve vade toleransına sahip, daha detaylı ve doğru bilgiyi daha az maliyetle elde edebilme gibi özellikleri nedeniyle sermaye piyasalarında büyük bir öneme sahiptir. Bunun yanı sıra, kurumsal yatırımcılar, portföyde yer alan menkul kıymetlere ilişkin kupon faiz ödemeleri, rüçhan hakkı,

saklama gibi hizmetleri, zamanında ve hızlı bir şekilde tek elden yerine getirme yükümlülüğünü üstlenmektedirler.

Koçoğlu (2002: 108) bireysel yatırımcıyı piyasadaki çeşitli sermaye piyasası araçlarını risk getiri tercihlerine göre kendisi seçerek tasarruflarını en iyi getiriye elde etmek için sunan ve bağımsız hareket eden kişiler olarak tanımlamaktadır. Bireysel yatırımcılar, gelirlerinin tümünü tüketim harcamalarında kullanmayarak, kendi imkânları ile yatırım yapmaya çalışan hane halkı ve işletmeler iken; kurumsal yatırımcılar, sosyal güvenlik kuruluşları, sigorta şirketleri, özel emeklilik kurumları, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları vb. kurumlardan oluşmaktadır².

1.8. Kurumsal Yönetim

Bu alt bölümde, kurumsal yönetim anlayışının gelişimi ve kurumsal yönetimin kavramsal çerçevesi ele alındıktan sonra, kurumsal yönetim ilkeleri detaylı bir şekilde incelenerek, ilkelerin yatırımcı güveninin sağlanmasındaki etkinliği irdelenecektir.

1.8.1. Kurumsal Yönetimin Doğuşu

Shelton'a göre (1998: 2) 1980'lerin ikinci yarısından itibaren yaşanan kredi ve borç skandalları, şirket yönetiminin ve kaynaklarının istismar edilmesi, şirketlerin faaliyetlerinin eksik ve yanıltıcı bir şekilde kamuoyuna aktarılması, şirket iflasları, yatırımcıların, ortakların ve beraberinde şirketle iş yapan destek birimlerinin uğradığı kayıplar ve şirketlerle ilgili olarak ortaya çıkan diğer krizler bir kurum olarak şirketlerin meşruiyetini ve kamuoyu önündeki güvenini tartışmaya açık hale getirmiş ve sermaye piyasalarına olan güvenin sarsılmasına neden olmuştur. Yaşanan bu olumsuzlukların arkasındaki esas neden olarak kurumsal yönetimde yaşanan

² Çalışmanın ikinci bölümünde kurumsal yatırımcı türleri detaylı bir şekilde incelenecektir.

başarısızlıklar gösterilmektedir. Yaşanan ekonomik krizler ve büyük işletmelerle ilgili skandallar kurumsal yönetim anlayışının gelişmesine neden olmuştur.

Kurumsal yönetime ilgi ilk önce, 1929 yılında ABD’de başlayıp, etkilerini neredeyse tüm dünyada gösteren, Büyük Buhran olarak adlandırılan ekonomik çöküşün etkisiyle başlamış ve piyasalarda meydana gelen panik havasıyla yatırımcıların hisse senetlerini elden çıkarma yarışı içerisinde girmeleri, borsanın hızlı bir şekilde değer kaybetmesine ve bankaların hisse senetlerinin nakde dönüşümünü gerçekleştirememelerine neden olmuştur (Keküllüoğlu, 2008: 8). Bu nedenle, başlangıçta kurumsal yönetimle ilgili öncelikli konu, içeriden öğrenenlerin ticaretini³ önleyen, hissedarları korumayı amaçlayan bir yapı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yapı, günümüzdeki kurumsal yönetim anlayışını tam olarak karşılayamamakla birlikte, yaşanan ekonomik krizin nedenlerini ortadan kaldırmak, krizin etkilerini hafifletmek amacını taşımaktadır (Keküllüoğlu, 2008: 10).

Bugünkü anlamıyla kurumsal yönetim kavramı ilk olarak İngiltere’de Sir Adrian Cadbury yönetimindeki bir komite tarafından hazırlanan ve yayınlanan kısa adı “Cadbury Raporu” olan 1992 tarihli “Kurumsal Yönetimin Finansal Görünüşü Üzerine Komite Raporu” adı ile dünya literatüründe yerini almış (Yıldırım, 2007: 59) ve kurumsal yönetim üzerine yapılacak olan çalışmalar için bir temel oluşturmuştur. Cadbury Komitesi ilk olarak 1980’li yılların sonunda Ferranti Internatioanal PLC., Colorol Group, Pollpeck Int. PLC, Bank of Credit, Commerce Int. (BCCI) ve Maxwell Communication Corp. gibi İngiliz işletmelerinde yaşanan hilelerden sonra kurulmuştur (Demirbaş ve Uyar, 2006: 45). Finansal raporlama standartlarının güçsüz olması, yöneticilerin görev ve sorumluluklarına ilişkin açık kurallar olmaması, denetim şirketlerinin kalitesiz hizmet vermeleri, komitenin kurulmasında etkili olan unsurlar arasındadır (Doğan, 2007: 56).

³ Sermaye Piyasası Kanununun 47. maddesinde içerden öğrenenlerin ticareti, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasında fırsat eşitliğini bozacak şekilde yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek şeklinde tanımlanmıştır.

Cadbury Raporundan sonra kurumsal yönetim alanında hemen hemen her ülkede çeşitli çalışmalar yapılmış, bu anlayışın gelişebilmesi için çeşitli öneriler sunulmuştur. Cadbury Raporundan sonra İngiltere’de 17 Temmuz 1995 tarihinde Greenbury Raporu yayımlanmıştır. Raporda hesap verilebilirlik, sorumluluk, tam açıklama, yönetici ve pay sahipleri çıkarlarının denkleştirilmesi, gelişmiş şirket performansı gibi konulara değinilmiştir. Cadbury ve Greenbury Raporlarının yeniden gözden geçirilmesi ve düzenlenmesi amacıyla İngiltere’de 1995 yılında Kurumsal Yönetim Komitesi oluşturulmuş, uygulamada karşılaşılan aksaklıklar ve eksiklikler göz önünde bulundurularak yeni bir rapor oluşturulmuş ve 28 Ocak 1998 tarihinde Hampel Raporu yayımlanmıştır. Hampel Raporu, Cadbury ve Greenbury Raporları ile benimsenen ilkelerin yanı sıra, düzenleme bazlı bir yaklaşım yerine gönüllü uygulama yaklaşımının sürdürülmesini vurgulamakta, pay sahipleri ile menfaat sahipleri arasında denge kurulmasına olan ihtiyacı gündeme getirmekte, emeklilik şirketlerine ilişkin özel kurallara yer vermekte ve şirketler ile kurumsal yatırımcılara ilişkin iki temel bölümden oluşmaktadır (Derin, 2006: 37).

1997 yılında Asya krizinin ardından, OECD’ye bağlı olan Kurumsal Yönetim Danışma Grubu tarafından “Millstein Raporu” olarak da adlandırılan, *"Kurumsal Yönetim: Küresel Piyasalarda Rekabetin ve Sermayeye Erişimin Geliştirilmesi"* başlıklı rapor 2 Nisan 1998’de yayımlanmıştır (Keküllüoğlu, 2008: 27). Bu raporda, kurumsal yönetim anlayışının, önceden çizilmiş sınırları ya da statik bir yapısı olmadığı için, her ülkenin dürüstlük, adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk gibi değerler için kendi iktisadi ve sosyal yapısına uygun düzenlemelere başvurması gerektiği öne çıkarılmaktadır (Gregory, 2000: 11).

Millstein Raporu sonrasında; kurumsal yönetim hakkında, ulusal hükümetler, diğer ilgili uluslararası organizasyonlar ve özel sektör ile birlikte çalışarak rehber niteliğinde kurallar ve standartlar hazırlama görevi, 27 Nisan 1998 tarihindeki bakanlık düzeyinde toplanan konsey toplantısında OECD’ye verilmiştir (OECD, 2004: 2). OECD ilkeleri, 26-27 Mayıs 1999 tarihinde, 29 hükümetin temsilcisi olan bakanların bulunduğu OECD Konsey toplantısında, kabul edilerek yayımlanmış ve dünya genelindeki karar alıcılar, yatırımcılar, şirketler ve diğer pay ve menfaat sahipleri açısından uluslararası bir referans kaynağı haline gelmiştir (Kaen, 2003:

209). OECD Kurumsal Yönetim İlkelerine ilerleyen bölümlerde detaylı bir şekilde değinilecektir.

ABD’de 2001 yılının sonlarından itibaren üst üste patlak veren, Enron, Xerox, Worldcom gibi dünya devi firmaların muhasebe ve yönetim standartlarına ilişkin usulsüzlükleri sonrasında meydana gelen iflaslar, şirketlere duyulan güven üzerinde derin yaralar açmış, uluslararası alanda faaliyet gösteren birçok şirketi iflasa sürüklemiştir. Bu durum kurumsal yönetimin hukuksal anlamda da desteklenmesi gereğini ortaya çıkarmıştır (Derin, 2006: 41). ABD’de yatırımcılar açısından oluşan toplumsal huzursuzlukların kaldırılabilmesi, sermaye piyasalarına olan güvenin yeniden kazanılabilmesi için, 30 Temmuz 2002 tarihinde, Senatör Sarbanes Oxley tarafından hazırlanan ve bu isimle anılan Sarbanes Oxley Yasası (Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası) çıkartılmıştır. İlgili yasa, yatırımcıların daha doğru bilgilenmesini sağlamak, yatırımcıların haklarını korumak, bu noktada şirket yönetiminin sorumluluğunu arttırmak denetim komitesinin gözetim ve denetim sorumluluğunu geliştirmek ve denetçilerin şirket yönetiminden bağımsızlığını sağlamak gibi amaçlar edinmiştir (Uyar, 2004: 15).

Sarbanes Oxley Kanunundan sonra kurumsal yönetim alanında birçok ulusal ve uluslararası çalışma yapılmıştır ancak, bunlar arasında en önemlisi 2004 yılında tekrar gözden geçirilmiş olan “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri”dir. Ülkemizde SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri de, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri temel alınarak oluşturulmuştur.

1.8.2. Kurumsal Yönetim Kavramı, Tanımı ve İşlevi

Kurumsal yönetim kavramının kökeni Latince gubamere olan “hükmetmek, yönetmekten” gelmektedir. Yurt dışında “Corporate Governance” olarak kullanılan kavram, Türkiye’ye (SPK, TÜSİAD gibi büyük kurumlarca yapılan çalışmalarda) “Kurumsal Yönetim” şeklinde çevrilmiştir. “Governance” kelimesi, yöneltmek, yönetmek anlamını karşılarken; bazı kişilerce işteşlik eki içermesinden dolayı

“yönetişim” olarak kullanılmaktadır. “Corporate” kavramı ise Türkçede “Kurumsal” kelimesini karşılamaktadır.

Kurumsal Yönetim kavramı için genel kabul görmüş tek bir tanım yapmak mümkün değildir. Ülkelerin gelişmişlik düzeyi, sermaye piyasalarının yapısı, hukuki yapılarına göre pek çok tanımdan söz etmek mümkündür. Farklı kurumlar ya da kişiler tarafından kurumsal yönetime ilişkin olarak çok sayıda tanım yapıyor olsa da, yapılan her bir tanım birbirini tamamlayıcı niteliktedir. Ülkemizde de kurumsal yönetim ile ilgili SPK, TUSİAD gibi kuruluşlar, çeşitli çalışmalar yapmış ve kurumsal yönetime ilişkin farklı tanımlar ortaya koymuşlardır.

Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (TUSİAD) Şirketler Komisyonu Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu 2002 Nisan ayında yayınladığı bir çalışmada dar ve geniş anlamıyla, iki tanım yapmıştır. Dar anlamı ile kurumsal yönetim, bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken, uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkân tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, kod ve uygulamaları ifade etmektedir. Geniş anlamda kurumsal yönetim ise, modern yaşamda insanlara bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir (TUSİAD, 2002:3).

Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi tarafından hazırlanan yeterlilik etüdünde kurumsal yönetim anlayışı, anonim ortaklıkların idaresinde ve faaliyetlerinde kâr elde etme ve pay sahiplerine dağıtma ana unsuru ve amacını taşıyan geleneksel yapılarının yanında, pay sahipleri dâhil tüm menfaat sahiplerinin haklarının korumasını ve bu çerçevede söz konusu menfaat grupları arasındaki ilişkilerin kurallarının düzenlenmesini hedefleyen bir kavram olarak ortaya konmaktadır (Şehirli, 1999: 8).

Şenver (2002: 2) Kurumsal Yönetimi, şirketlerin kendi sorumluluklarının bilincinde olarak şirketin devamlılığını sağlayacak, ortakların elde ettiği değerlere karşı şirketin değerini artıracak ve bunu yaparken de ilişkide olduğu kurum ve kişilerle olan ilişkilerini etik değerlere uygun ilkeler çerçevesinde yürütebilecek bir yapı olarak tanımlamaktadır. Pulaşlı (2003: 4) ise, kurumsal yönetimi, bir işletmenin

en iyi şekilde sevk ve idaresi, aynı zamanda bu sevk ve idarenin şeffaf bir biçimde izlenebilmesi, kontrol edilebilmesiyle ilgili bir süreç olarak tanımlar. Tanımlardan hareketle kurumsal yönetimi, şirketin pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, çalışanları ve şirket faaliyetlerinde etkili olan tüm menfaat sahipleriyle ilişkilerinin belirli ilke ve standartlara bağlanması şeklinde ifade edebiliriz. Genel olarak ele alındığında tanımlarda en dikkat çeken husus, başarılı ya da başarısız olsun, kurumsal yönetim uygulamalarının yalnızca belirli kişi ya da kurumları değil dolaylı ya da dolaysız bağlı olduğu tüm ekonomik çevreyi etkilediğidir.

Yönetim, belirli bir amacın gerçekleştirilebilmesi için, işletme faaliyetlerinin planlanması, örgütlenmesi, yönlendirilmesi, koordinasyon ve kontrol edilmesini ifade eder. Buna karşılık kurumsal yönetim, bu faaliyetlerin yerine getirilmesinde şirket ile ilgili faaliyetlerden doğrudan ya da dolaylı olarak etkilenen tüm menfaat gruplarının çıkarlarının, şirket amaçlarına ne şekilde yansıtılacağı ile ilgilenmektedir. Bu ilişkiler sisteminde kurumsal yönetim şirketlerin ve dolaylı olarak sermaye piyasalarının sağlıklı işleyişinde önemli bir yere sahiptir. Kurumsal yönetimin temel işlevi, Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu'na göre (2005: 81) firmaların belirli kurallar çerçevesinde finansal piyasalarda fon sağlayabilmelerini, faaliyetlerini etkin bir şekilde kuruluş amaçlarına uygun olarak gerçekleştirebilmelerini, faaliyet gösterdikleri sektör ve ülkenin hukuki düzenlemeleri tarafından kendilerine yüklenen yükümlülükleri firma ortaklarının, piyasa katılımcılarının ve toplumun beklentilerini karşılayabilecek şekilde kanunlara ve düzenlemelere uygun olarak yerine getirmesidir.

Kurumsal yönetim uygulamalarında temel amaç; işletme, hissedarlar ile menfaat sahibi diğer grupların karşılıklı haklarının ve sorumluluklarının belirlenmesi, buna bağlı olarak da yatırımcı güveninin sağlanmasıdır. Güven tüm ilişkilerde olduğu gibi, ekonomik aktörler arasındaki ilişkilerde de önemli bir rol oynamaktadır. Yatırımcı güvenini kazanmak için işletmelerin uygulamaları ile bu uygulamaları yatırımcılarla paylaşma sürecinde kurumsal yönetim önemlidir. Gerek kamu sektörü gerekse özel sektör, yatırımcıların güvenini koruyabilmek amacıyla başarılı kurumsal yönetim anlayışının şartlarını oluşturmak, geliştirmek ve uygulamak zorundadır. Menkul kıymetleri halka açık bir işletmenin menkul kıymetlerini satın almış ya da

satın alacak potansiyel yatırımcılar ile kurumsal yatırımcılar vasıtasıyla yatırıma yönelen yatırımcıların, sermaye piyasalarına olan güveni ancak iyi bir kurumsal yönetim sisteminin işleyişi ile sağlanabilir. Kurumsal yönetimin bu denli gerekli ve önemli oluşu ülke ekonomilerinde meydana gelen temel gelişmeler ile dolaylı olarak bağlantılıdır. Ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine olan bağımlılıklarının artması, özel sektörün artan rolü ve anonim ortaklıkların içinde bulunduğu rekabet şartları kurumsal yönetimin varlığını gerekli kılmaktadır.

1.8.3. Kurumsal Yönetimin İlkeleri

Bir ülkenin kurumsal yönetim ortamını, ekonomik durum, finansal ortam, sermaye piyasalarının derinliği, artan rekabet ortamı, uluslararası muhasebe standartlarının uygulanma düzeyi, şirketlerin finansal olan veya olmayan bilgilerini zamanında ve eksiksiz kamuya paylaşma duyarlılığı, pay sahiplerinin ve tüm menfaat sahiplerinin eşitliliği, kurumsal sosyal sorumluluğun düzeyi vb gibi birçok neden etkileyebilir. Ayrıca farklı yasal sistemler, kurumsal çevreler, gelenekler dünya genelinde farklı kurumsal yönetim anlayışlarını doğurmuştur. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) konseyi tarafından ulusal hükümetler, ilgili uluslararası kuruluşlar ve özel sektör ile birlikte 1999 yılında hazırlanarak yayımlanan ve 2004 yılında tekrar revize edilen “Kurumsal Yönetim İlkeleri” standart ve yol gösterici birtakım unsurları kapsamaktadır. İlkeler hükümetlerin ve şirketlerin kendi yönetim anlayışlarını gözden geçirmeleri ve belirlenen standartları hayata geçirmeleri konusunda önemli bir rehber niteliği taşımaktadır (Keküllüoğlu, 2008: 30). OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, her bir ülkenin ve bölgenin hukuki ve kurumsal yaklaşımlarına göre oluşturulabilen, birtakım standart unsurları içeren, ilkelerin ne şekilde uygulanacağına dair rehber niteliğinde olan sürekli gelişen araçlardır. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri kurumsal yönetim çalışmalarının özünü oluşturmaktadır.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, hissedarların hakları, hissedarlara eşit muamele, kurumsal yönetimde doğrudan çıkar sahiplerinin rolü, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, yönetim kurulunun sorumlulukları olmak üzere beş ana başlıkta

toplanmaktadır (OECD, 2004). Bu ilkeler; ülkelerde kurumsal yönetim anlayışının temellerinin kurulması, hissedarların hakları ve yönetim işlevleri, pay sahiplerinin eşit muamele görmesi, kurumsal yönetimde pay sahiplerinin rolü, kamuya duyuru yapma ve şeffaflık ile yönetim kurulunun sorumlulukları konularında birtakım tavsiyelerde bulunmaktadır. Adı geçen ilkeleri TÜSİAD 2000 yılında, Türkçeye çevirerek, Kurumsal Yönetim İlkeleri adı altında kitap olarak yayınlamıştır (Bkz. Ek-1). İlkelerin bağlayıcı bir gücü bulunmamakla birlikte, iyi bir kurumsal yönetim sistemi için eşitlik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk unsurları, yatırımcılar açısından güven ortamının sağlanması ve sermaye piyasalarının ekonomik kalkınmaya olan katkısının artırılması bakımından vazgeçilmez unsurlardır (Karayel, 2006: 4). Ülkelerin ya da bölgelerin kurumsal yönetim sistemlerini, kendi yasal düzenlemeleri çerçevesinde oluşturmalarına izin verilse de, tüm kurumsal yönetim sistemleri içerisinde eşitlik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk unsurlarını barındırmaktadır. Bu unsurlar genel hatlarıyla aşağıda ele alınmaktadır.

Eşitlik, şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranılmasını ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini ifade eder (SPK, 2005: 3). İşletme yöneticileri, alınan kararlardan ve uygulanan faaliyetlerden etkilenen tüm kesimlere karşı, görev ve sorumluluklarını yerine getirirken eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. İşletme ile ilgili alınan kararlarda, bilginin, işletme içi ve dışı gruplara aynı zamanda, farklılık yaratmayacak şekilde aktarılması eşitlik unsurunun gereğidir.

Şeffaflık, ticari sır niteliğindeki ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulması yaklaşımıdır (SPK, 2005: 3). Şirketin mali durumu, geçmiş dönem performansı, geleceğe yönelik amaçları, gelecekte karşılaşılabileceği tahmin edilebilir riskler, üst düzey yöneticileri ve şirketin yönetim yapısı ile ilgili bilgilerin, anlaşılabilir ve karşılaştırılabilir nitelikte, kamuoyuna duyurulmasını amaçlayan şeffaflık unsuru, işletme ile menfaat ilişkisi içinde bulunan bütün kesimlere bilgi akışını sağlamaktadır. Şeffaflığın yeterli düzeyde sağlanabilmesi, bilginin ortaya çıkışı ile kamuya duyurulması arasında geçen süre zarfının kısalığı ile

doğru orantılıdır. Süre ne kadar kısalsa bilginin manipüle edilme olasılığı o kadar azalacaktır. Manipülasyon, şirketlerin mali tablolarına ilişkin raporlar, yönetim ve faaliyet yapısı ile ilgili bilgilerin finansal çıkarlar doğrultusunda, farklılaştırılarak kamuya duyurulması ile ortaya çıkar (Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu, 2005: 1004). Sunulan bilginin yetersizliği ya da farklılaştırılması, tasarrufların yanlış ve verimsiz alanlara yönelmesine, şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapan yatırımcıların maddi kayba uğramalarına, maddi kaybın ise sermaye piyasalarına olan güvenin sarsılmasına neden olduğu, dolaylı olarak ekonomiye ek bir maliyet yaratıldığı sonucunu doğurmaktadır. Yatırımcının korunması ve sermaye piyasalarına olan güvenin artırılması, şeffaflığın etkin bir şekilde işleyişi ile sağlanabilir.

Hesap verebilirlik, yönetim kurulu üyelerinin esas itibarıyla anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan hesap verme zorunluluğunu ifade eder (SPK, 2005: 3). Yöneticilerin, şirket hedeflerine ulaşılabilmesi için, şirket yönetimi ve denetimine ilişkin önceden belirlenmiş kurallar çerçevesinde, aldıkları kararlardan ve uyguladıkları faaliyetlerden sorumlu olmaları, alınan kararların ve uygulanan faaliyetlerin, şirket yönetimi ile hissedar sahiplerinin menfaatleri arasındaki paralelliği sağlayarak çıkar çatışmalarını önlemesi hesap verilebilirliğin en önemli işlevi olarak düşünülebilir. Bu açıdan bakıldığında, hesap verebilirlik, hem sorumluluk hem de şeffaflık unsurları ile ortak olarak pay sahiplerinin ve işletme faaliyetlerinden etkilenen tüm menfaat gruplarının, işletme yönetimi tarafından alınan kararları ve yapılan uygulamaları sorgulamasını ve hesap sormasını sağlar (Öğreten, 2005: 23).

Sorumluluk, şirket yönetiminin anonim şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini ifade eder (SPK, 2005: 3). Sorumluluk unsuru, İşletmenin yönetim kurulunun veya üst düzey yöneticilerinin, aldıkları kararların ve uyguladıkları faaliyetlerin işletmenin amaçları dâhilinde mevcut mevzuata, toplumsal değerlere, şirket içi düzenlemelere uygun yapıp yapılmadığının, gerçekleştirilen uygulamaların işletme ile doğrudan ya da dolaylı olarak bağlantılı olan kişi, grup ya da kurumların menfaatlerini eşit düzeyde korumayı amaçlayıp amaçlamadığının gözetimini ve denetimini üstlenir. Bu açıdan bakıldığında sorumluluk unsuru,

şirketin yönetim kuruluna ya da üst düzey yöneticilerine, şirket içi düzenlemelere, mevcut mevzuata ve kanunlarına uymanın minimum standartları oluşturduğunu, gerçek anlamda sorumluluğun yasal zorunlulukların ötesine geçilerek yerine getirilebileceğini anlatmaktadır. Sorumluluk unsuru, işletmenin, yasal zorunluluklara uymasının yanı sıra, toplumsal ve etik değerlere uygunluğunu güvence altına alma amacını taşımaktadır.

1.9. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Ülkemizde işletmelerin, kurumsal yönetimin temel unsurları çerçevesinde yapılanmalarının önemini anlatmak amacıyla TÜSİAD Şirket İşleri Komisyonu adı altında faaliyet gösteren Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu 2000 yılında bir çalışma başlatmış, yönetim danışmanları, stratejik danışmanlar, holding temsilcileri, denetçiler ve hukukçulardan oluşturulan bu grubun dünyadaki diğer ülkeler ve bu ülkelerin kurumlarının kurumsal yönetim kod, ilke ve uygulamalarını yerinde incelemek, Türk hukukundaki ilgili hükümleri ve şirket uygulamalarını gözden geçirmek üzere 50’den fazla holding ve şirket yönetim kurulu başkanı ve murahhas üyelerle görüşmeler yapılmıştır (Alacaklıoğlu, 2002: 4). Bu görüşmeler sonucunda TÜSİAD “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurullarının Yapısı ve İşleyişi” adlı çalışmayla Aralık 2002 tarihinde kurumsal yönetim alanındaki ilk çalışmaya adım atmıştır. Bu çalışma metni gönüllük esasına dayalı on beş ana maddeden oluşup⁴, yönetim kurullarının yapısına, sorumluluklarına ve işleyiş konularına değinmiştir (Kayacan, 2006: 89).

⁴ Yönetim kurulu ve sorumlulukları, yönetim kurulu üyeliği kriterleri, yönetim kurulu üyelik yapısı, yeni yönetim kurulu üyelerinin seçimi, davet ve intibakı, yönetim kurulu başkanı ve icra başkanının (CEO) görevlerinin ayrılması, yönetim kurulu başkanının rolü, yönetim kurulunun üye sayısı ve karar alma mekanizması, yönetim kurulunun görev süreleri ve toplantıları, yeniden seçilme ve emeklilik, yönetim kurulu üyelerinin ödüllendirilmesi, yönetim kurulunun ve icra başkanının performanslarının değerlendirilmesi, yönetim kurulunun hissedarlar, yatırımcılar, basın ve müşterilerle ilişkileri, yönetim kurulunda oluşturulan komitelerin sayı, yapı ve bağımsızlığı, komitelerin faaliyet süresi, toplantıları sıklığı, uzunluğu ve gündemi, yönetim kurulunun işleyişi açısından diğer önemli hususlar.

Türk sermaye piyasalarında kurumsal yönetim ilkelerini uygulamak ve yaygınlaştırmak için diğer bir adım Sermaye Piyasası Kurulu tarafından atılmış, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri çerçevesinde, ülkemizin kendi hukuki koşulları dikkate alınarak, Temmuz 2003'te kurumsal yönetim ilkeleri yayımlanmış, daha sonra tekrar gözden geçirilerek Şubat 2005 tarihinde son şeklini almıştır. İlkelerin belirlenmesinde Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu temsilcileri ile akademisyenler, kamu kuruluşları ve çeşitli meslek örgütlerinin görüş ve önerileri dikkate alınmış, değerlendirilerek ilkelere dâhil edilmiş ve ilkelerin tüm ekonomik çevreye hitap edecek bir ürün olarak ortaya çıkması sağlanmıştır (SPK, 2005: 3).

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından oluşturulan kurumsal yönetim ilkeleri; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ilkesi olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır (SPK, 2005: 4). İlkelerin içeriğine kısaca değinecek olursak, pay sahipliği ilkesinde, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkı, genel kurula katılımı, oy hakkı, azınlık hakları, kâr payı hakkı, payların devri ve pay sahiplerinin eşit işleme tabi tutulması gibi hususlara yer verilmiş; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesinde, kamuyu aydınlatma esasları ve araçları, şirketin üst düzey yöneticileri arasındaki ilişkilerin kamuya açıklanma düzeyi, şirketin mali tablo ve raporları, şirketle ilgili ticari sır, önemli olay ve gelişmeler, bağımsız denetim gibi konulara ilişkin bilgilendirme politikalarına değinilmiştir. Menfaat sahipleri ilkesinde, şirket ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin düzenlenmesine yönelik prensiplere; yönetim kurulu ilkesinde ise yönetim kurulunun fonksiyonları, faaliyet esasları, görev ve sorumlulukları, mali hakları, yöneticilere ilişkin prensiplere yer verilmiştir.

Sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi yatırımcı güveninin sağlanmasına bağlıdır. Yatırımcı güveni ise kurumsal yönetim ilkelerinin şirketler tarafından başarılı bir şekilde uygulanmasıyla mümkündür. Kurumsal yönetim ilkelerinin başarılı bir şekilde uygulanışı, şirketlerin kurumsal sosyal sorumluluk bilinciyle hareket ettiğinin ve şirket faaliyetlerinden doğrudan ya da dolaylı olarak etkilenen kurumların ve içinde buldukları toplumun kazançlı çıkacağına göstergesidir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösterme durumu gönüllük esasına dayalıdır.

Ancak, bu ilkelerde yer alan hükümlerin uygulanıp uygulanmadığı, uygulanmıyor ise gerekçesi, bu ilkelere uymama ya da uyulamama durumunda meydana gelen olumsuzluklar, şirketin yönetim planında ilkeler doğrultusunda herhangi bir değişiklik yapıp yapılmayacağına ilişkin açıklamalara, yıllık faaliyet raporlarında yer verilmesi ve bu açıklamaların kamuya duyurulması zorunludur. İlkelerde yer alan ana prensip “uygula, uygulamıyorsan açıkla” görüşüne dayanmaktadır. 2004 yılından itibaren şirketlerin yıllık faaliyet raporlarında “Kurumsal Yönetim Uyum Beyanı” başlığı altında, ilgili faaliyet dönemi içerisinde, şirketin SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine ne ölçüde uyum sağladığının açıklanması istenmektedir.

SPK, “*kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesinin, Türk sermaye piyasalarının küresel likidite sisteminin bir parçası olarak yapılandırılmasında ve uluslararası finansal piyasalardan fon sağlama olanaklarının artırılmasında, büyük önem arz ettiğine inanmaktadır*” (SPK, 2005: 3). Bu nedenle, SPK, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını objektif bir şekilde değerlendirebilmek amacıyla 12 Temmuz 2007 tarihinde “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ni yayımlamıştır. Tebliğe göre, “*Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi, ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlanmaktadır. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı olmak üzere, 1 ile 10 arasında derece notu verilir*” (www.spk.gov.tr / erişim tarihi 06.01.2011). Kurumsal yönetim derecelendirme notu, şirketlerin pay sahipleri ile menfaat sahiplerinin haklarını ne kadar koruduğu, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesinin ne derecede uygulandığı ve yönetim kurulunun güvenilirliği hakkında ortaya koyulan bir görüş niteliği taşır.

1.9.1. Pay Sahipleri

Kurumsal yönetim anlayışı içerisinde en önemli taraf şirket ortakları, bir başka deyişle pay sahipleridir. Pay sahipleri, payları oranında şirketin mal varlığının mülkiyetine sahiptir. Bu nedenle, mülkiyet haklarının yanı sıra, mülkiyet haklarının kullanımını sağlamak bakımından yönetsel haklara da sahiptirler. Ülkemizde pay sahiplerinin haklarını etkin olarak kullanamadıkları, şirket yönetimi ile yeterli düzeyde iletişim ve etkileşim içinde bulunamadıkları tespit edilmiş ve pay sahiplerinin bilgi alma, inceleme, genel kurula katılma, oy verme, kâr payı alma, azınlık hakları ile payların devri, satışı ve pay sahiplerine eşit muamele gibi konularda birtakım düzenlemeler yapılmıştır (Keküllüoğlu, 2008: 48). Bu kapsamda, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme haklarının kapsamı genişletilmiş, bu hakkın daha etkin hale getirilmesi amacıyla esas sözleşmeye hüküm konulması tavsiye edilmiştir (Keküllüoğlu, 2008: 48). Ayrıca, bilgi alma talebinin ancak ticari sır ve şirket menfaati gerekçe gösterilerek yönetim kurulunca reddedilebilmesi, soru sorma hakkının açıkça tanınması, özel denetçi atanma talebinin bireysel hak haline getirilmesi, genel kurul toplantı gündeminin internet ortamında sunulması, yönetim ile pay sahibinin sürekli iletişim halinde olması, oy kullanma prosedürüne ilişkin bilginin önceden ilan edilmesi ve benzeri konular hakkında çeşitli tavsiyelerde bulunulmuştur (SPK, 2005: 7).

Kurumsal yönetim pay sahiplerinin haklarını etkin bir şekilde korumalı, pay sahiplerinin haklarının korunabilmesi için gerekli olan tüm bilgiler pay sahiplerinin kullanımına zamanında ve eksiksiz bir şekilde sunulmalıdır. Paslı'ya (2005: 3) göre, pay sahiplerinin korunmasına yönelik olarak yöneticilerin ya da çalışanların usulsüz işlemlerinin önlenmesi, piyasada fırsat eşitliğini bozucu eylemlerin yasaklanması, pay sahiplerinin aktif bir şekilde ortaklık yönetimine katılmasını sağlayıcı düzenlemeler yapılması ve belli grupların menfaatlerinin ön plana çıkmasını önlemeye yönelik girişimler bu ilkenin yerleşmesi için gereken başlıca hususlardır.

1.9.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

Kurumsal yönetimin temel ilkelerinden bir diğeri kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesidir. İşletmeler için şeffaflık şirketin finansal performansı, yönetimi ve hissedarlık yapısı hakkında yeterli, doğru, kıyaslanabilir, nitelikli, tam ve eksiksiz bilginin zamanlı bir şekilde açıklanması olarak tanımlanmaktadır (TUSİAD, 2002: 35). Kamuyu aydınlatma ise, devletin müdahalesini mümkün mertebe kısıtlı tutan ve halka arz edilecek menkul kıymetlere ilişkin tam, doğru ve ayrıntılı bilgileri yatırımcının bilgisine sunduktan sonra karar verme yükümlülüğünü yatırımcının inisiyatifine bırakan yaklaşımdır (Karababa, 2001: 48). Tanımlardan hareketle kamuyu aydınlatma ve şeffaflığın, işletmenin ekonomik koşulları ve yönetim faaliyetleri hakkında, pay sahipleri ile menfaat sahiplerinin, yeterli bilgiye sahip olmalarını sağlama fonksiyonunu üstlendiğini söyleyebiliriz. Pay sahipleri ve menfaat sahiplerinin gerek işletme ile ilgili gerekse yatırım kararı ile ilgili ihtiyaç duyduğu bilgiyi, zamanında, eksiksiz ve anlaşılabilir bir şekilde sunma görevini üstlenen kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, bu fonksiyonu ile yatırımcılara karşılaşılabilecekleri riskler konusunda temkinli davranmalarını sağlayarak, aynı zamanda koruyuculuk işlevini de yerine getirir. Bu açıdan bakıldığında, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, bilginin erişilebilirliğinde mümkün olduğunca gerçeği yansıtarak, pay sahipleri ve menfaat sahiplerinin haksız bir şekilde yanılgıya düşürülmelerini engellemektedir.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, pay ve menfaat sahiplerine, şirketin hak ve yararlarını da gözetecek bir şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bilgilerin sunulmasını amaçlar (SPK, 2005: 23). Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesinin şirket tarafından etkili bir şekilde uygulanması, pay ve menfaat sahipleri için, bilginin erişilebilirliği noktasında büyük bir önem taşımaktadır. Şirketin yönetimi, finansal ve hukuki durumu ile ilgili olarak düzenli ve güvenilir bilgiye ihtiyaç duyan pay ve menfaat sahipleri, kamuya açıklanan bu bilgilere dayanarak yatırım kararlarına yön vermektedirler. Sermaye piyasalarında derinliğin sağlanabilmesi, toplumun finansal açıdan aydınlatılması ve yeterli bilgiyle donatılmasına; toplumun finansal açıdan aydınlatılması, yeterli bilgiyle donatılması ise küçük yatırımcıların sermaye piyasalarına olan ilgisinin,

güveninin sağlanabilmesine bağlıdır. Yatırımcılar, sermaye piyasalarında yeterli ve tatmin edici düzeyde bilgi sahibi oldukları sürece, tasarruflarını ya da birikimlerini, sermaye piyasalarına yönlendirme cesaretine kavuşabilirler. Bu noktada, kurumsal yönetim ilkelerinden kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi önem kazanmaktadır. Şeffaflık ve kamuyu aydınlatma ne kadar etkili uygulanırsa, yatırımcıların sermaye piyasalarına olan güveni de o kadar artacaktır.

Bu çerçevede şirketlerin pay ve menfaat sahiplerine yönelik olarak bir bilgilendirme politikası oluşturmaları ve bu politikalara bağlı kalarak kamuyu aydınlatmaları gerekmektedir. Bu nedenle, dünyadaki gelişmeler ve ülkemiz koşulları göz önünde bulundurularak periyodik mali tablo ve raporlarda (yıllık ve ara dönem tablolar ile yıllık ve ara dönemler itibariyle hazırlanacak bağımsız denetim raporu, sermaye yeterliliği tabloları vb. raporlar) yer alan bilgiler birtakım standartlara bağlanmıştır. Kamunun aydınlatılmasında SPK tarafından periyodik mali tablo ve raporlar kısmında, şirketin finansal tablolarının ve dipnotlarının, şirketin gerçek finansal durumunu yansıtacak biçimde, faaliyet raporunun ise şirketin faaliyetleri hakkında her türlü bilgiyi elde etmesini temin edecek şekilde ayrıntıları ile hazırlanması gerektiği belirtilmektedir (SPK, 2005: 26-28).

1.9.3. Menfaat Sahipleri

Ülkemiz kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde pay sahipleri ayrı bir ilke olarak verildiği için, menfaat sahipleri ilkesi, doğrudan çıkar sahipleri ya da şirketle doğrudan ilişki içerisinde olan üçüncü kişiler olarak da ifade edilebilir. Bir başka ifadeyle, menfaat sahipleri, işletmenin hedeflerine ulaşmasında ve faaliyetlerinde ilgisi olan herhangi bir kimse veya işletme ile bir sözleşmeye dayalı olarak veya olmayarak ilişki kuran kişi, kurum ya da çıkar gruplarıdır (Keküllüoğlu, 2008: 49). Tanımlardan da anlaşılacağı gibi menfaat sahipleri, şirketin faaliyetlerindeki başarısından, itibarından ya da karından fayda sağlamaya çalışan geniş bir grubu ifade etmektedir. Şirketin nihai başarısı, menfaat sahiplerinin de katkılarını bir araya getiren ekip çalışmasının ürünüdür. Şirketle ilişki içerisinde olan menfaat sahiplerinin her birinin şirketin başarısında katkısı vardır ve bu katkılar olmadan

şirketin kâr elde etmesi söz konusu olamayacaktır. Bu nedenle şirketler, menfaat sahiplerinin şirket faaliyetleri için değerli bir kaynak oluşturduğunu bilmek durumundadır. Şirket, rekabetin artırılabilmesi, yeni iş sahalarının yaratılması ve şirketin büyüebilmesi için menfaat sahipleri ile işbirliği içerisinde olmalıdır. Şirket, menfaat sahipleri ile iş birliği içerisinde olmanın uzun vadede kendi menfaatine yarayacağını dikkate alarak, menfaat sahiplerinin haklarına saygı duymalı ve bu hakları korumalıdır. Menfaat sahiplerinin haklarının korunması kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesinin tam olarak yerine getirilebilmesine bağlıdır. Bu noktada bilginin ulaşılabilirliği doğrudan çıkar sahiplerinin şirkete ve şirket yönetimine olan güvenini artıracak, pay sahipleri ve menfaat sahipleri arasında ya da menfaat sahiplerinin kendi aralarında oluşabilecek çıkar çatışmalarını en aza indirebilecektir. Bu ilişkileri göz önüne alan SPK, Kurumsal Yönetim İlkelerinden menfaat sahipleri ilkesinde, genel olarak menfaat sahiplerine yönelik temel şirket politikası üzerinde durmuş, menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi ve şirket sermayesinin korunmasına özen gösterilmesini vurgulamış, menfaat sahiplerinin yeterli düzeyde bilgilendirilmeleri ve şirketin menfaat sahipleri ile ilişkileri konularında tavsiyelerde bulunmuştur (SPK, 2005: 32).

1.9.4. Yönetim Kurulu

Anonim şirketlerde sermayedarları temsil eden ve şirketin yönetimi ile ilgili yetkilere sahip olan yönetim kurulu, kurumsal yönetim anlayışı çerçevesinde, pay sahipleri ile menfaat sahiplerinin haklarını koruma doğrultusunda sorumlu olan tek organ olarak ifade edilebilir. İşletmelerin faaliyetlerini yönlendiren ve tepe yönetim organı olan yönetim kurulunun, kimlerden oluştuğu, nasıl karar aldığı, hangi bilgileri ne zaman ve nasıl açıklaması gerektiği, hangi menfaat sahipleri ile (hissedarlar, çalışanlar, devlet, kamuoyu, finansal kuruluşlar vb.) iletişim kurması ve etkileşim içinde olması gerektiği gibi konular “kurumsal yönetim sürecinde” ele alınan öncelikli konulardır (Baraz, 2004: 3).

Kurumsal yönetim, pay sahipleri ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen ve şirketten doğrudan ya da dolaylı olarak elde edilebilecek menfaatleri

en üst düzeye ulaştırmayı amaçlayan unsurlar bütünüdür. Hesap verilebilirlik ve sorumluluk unsurları iç içe olarak, pay sahiplerinin ve menfaat sahiplerinin, yönetim kurulunun aldığı kararları ve yapılan uygulamaları sorgulamalarını sağlar. Hesap verilebilirlik, pay sahipleri ile menfaat sahiplerinin beklentilerinin çıkar çatışmasına dönüşmemesi için yönetim kurulunun gözetimini ve denetimini gerekli kılar; sorumluluk unsuru, yönetim kurulunun, pay sahipleri ile menfaat sahiplerinin çıkarlarını ve haklarını geçerli mevzuatlara uyum çerçevesinde korumakla sorumluluğunu anlatır (Öğreten, 2005: 23-27). Bu açıdan bakıldığında yönetim kurulu ilkesi, pay sahipleri tarafından kendisine verilmiş olan yetki çerçevesinde şirketin performans hedeflerine yol göstermenin yanı sıra, şirketle doğrudan çıkar sahibi olan kişi, grup ya da kurumların şirkete yönelik taleplerini dengeleyerek çıkar uyuşmazlıklarını engellemekte, taraflar arasında köprü vazifesi görmektedir. Yönetim kurulu, şirkete fon sağlayanlar ile bu fonları kullananlar arasında köprü vazifesi görmesi nedeniyle, kurumsal yönetim sistemlerinin merkezi noktasıdır.

Yönetim kurulunun nihai hedefi uzun vadede pay sahiplerine kazanç sağlamak olup, nihai hedefe ulaşma yolunda şirketin müşterileri, çalışanları, tedarikçileri ve toplumdaki diğer menfaat sahiplerine karşı sorumluluğu göz ardı edilemez (SPK, 2005: 35). Yönetim kurulunun sorumluluklarını yerine getirmeleri bakımından doğru ve yeterli düzeyde bilgiye, zamanında ulaşmaları önemlidir ve yönetim kurullarının da işletmenin faaliyet ve ortaklık yapısı ile ilgili bilgileri eşitlik ve şeffaflık unsurları çerçevesinde ilgililere iletmeleri gerekmektedir. Bu nedenle, yalnızca mülkiyet hakkı bulunan pay sahiplerini değil, aynı zamanda şirketin uzun vadede kârlılığını ve varlığını sürdürmesine yardımcı olan tüm menfaat sahiplerinin haklarını eşit bir şekilde korumalı, tüm tarafların fikirlerini dengeli olarak değerlendirmelidir. Yönetim kurulunun şirket faaliyetleri ile ilgili bağımsız kararlar alabilmesi, pay sahipleri ile menfaat sahipleri arasındaki çıkar ilişkisinin dengelenebilmesi bakımından önemlidir.

SPK, öncelikli olarak yönetim kurulunun şirketin misyonunu ve vizyonunu belirleyerek kamuya açıklama, stratejik hedefleri onaylama, uluslararası standartları da göz önünde bulundurarak şirketin hedeflerine ulaşma derecesini, geçmiş performansını gözden geçirme, şirket faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve

belirlenen politikalara uygunluğunu tespit etme, pay sahipleri ile menfaat sahipleri arasında çıkabilecek anlaşmazlıkların çözüme ulaştırılması gibi konulardaki temel fonksiyonlarına değinmiştir (SPK, 2005: 39).

Yönetim kurulunun faaliyet esasları ile görev ve sorumlulukları ikinci alt başlık olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bölümde, yönetim kurulunun, faaliyetlerini kurumsal yönetimin temel unsurlarını göz önünde bulundurarak, iyi niyet kuralları çerçevesinde gerçekleştirmesi, yönetim kurulu üyeleri ile yöneticileri arasındaki görev dağılımının, faaliyet raporunda açık ve anlaşılabilir bir şekilde belirtilerek kamuya duyurulması, üyelerin görevlerini yerine getirmelerinde ihtiyaç duyabilecekleri bilgiye yeterli düzeyde ve zamanında ulaşmalarının sağlanması, görevlerini kasten veya ihmalen yerine getirememeleri durumunda zincirleme bir sorumluluk doğacağına bilincinde olarak çalışmalarının sağlanması gerektiği gibi konulara değinilmiştir. Yönetim kurulunun görevlerini sağlıklı bir şekilde yerine getirememesi nedeniyle şirketin ve pay sahiplerinin zarara uğraması durumunda, yönetim kuruluna sebep oldukları zararı şirkete ve pay sahiplerine ödeme koşulu getirilirse, ancak o zaman şirketin kayıpları engellenebilir ve bu kişilerin kendilerinden beklendiği şekilde sorumlu hareket etmeleri sağlanabilir (SPK, 2005: 40).

Yönetim kurulunun oluşumu ve seçimi başlığı altında, yönetim kurulu üyelerinin yetenek, beceri ve deneyim düzeyleri ile bağımsızlık derecesinin, yönetim kurulunun performans düzeyini ve başarısını belirlemekte ve şirketin hedefe ulaşmadaki başarısını doğrudan etkilediği belirtilmektedir (SPK, 2005: 37). Bu nedenle yönetim kurulu üyelerinin uzmanlık alanlarının birbirini tamamlayıcı nitelikte olması önerilmiştir. Ayrıca, yönetim kurulunda icrada görevli olan ve olmayan üyeler bulundurulması, görevlerini hiçbir etki altında kalmayacak şekilde icra etme niteliğine sahip bağımsız üyeler bulundurulması, üye seçiminde birikimli oy sistemine öncelik verilmesi hususlarına yer verilmiştir.

Yönetim kuruluna sağlanan mali haklar bölümünde, üyelere ücretlerinin belirli bir oranını aşmayacak şekilde huzur hakkı adı altında ödeme yapılması, üye ücretinin genel kurul tarafından belirlenmesi, yönetim kurulu üyelerinin ve şirketin

performansını yansıtacak şekilde ödüllendirme mekanizmasının kurulması gibi önerilere yer verilmiştir.

Yönetim kurulunda oluşturulan komitelerin sayı, yapı ve bağımsızlığı hususunda, yönetim kurulunun faaliyetlerini daha etkin bir şekilde gerçekleştirmesi amacıyla komiteler oluşturulması gerektiği belirtilmiş, komite başkanlarının bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından seçilmesi ve komitenin en az iki üyeden oluşması, üyelerin çoğunluğunun icrada görevli olmayan üyeler olması gerektiği, gerekli olduğu durumlarda yönetim kurulu üyesi olmayan, konusunda uzman kişilerin komitede görev alabileceği, komitenin yönetim kuruluna birtakım önerilerde bulunabileceği ancak nihai kararı yönetim kurulunun vereceği gibi hususlar üzerinde durulmuştur.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE' DE KURUMSAL YATIRIMCI TÜRLERİ

2.1. Yatırım Fonları

Bu alt bölümde, yatırım fonlarının gelişimi ve kavramsal çerçevesi anlatıldıktan sonra, yatırım fonlarının işleyişi, türleri ve sınıflandırılması hakkında teorik bilgilere yer verilecektir.

2.1.1. Yatırım Fonlarının Gelişimi

Yatırım fonlarının gelişimi 1800'lü yıllara kadar dayanır. Dünyada ilk yatırım fonu 1822 yılında Belçika'da "Societe de Belgique" adı ile kurulmuş ve onu 1924 yılında Amerika' da kurulan fon izlemiştir. İngiltere'de ve İsviçre' de ilk yatırım fonu 1930 yılında, İskoçya' da ise 1960 yılında kurulmuştur (İAV, 1989: 30). Yatırım fonları İngiliz hukukunda "Unit Trust", Amerikan hukukunda "Mutual Funds", Fransız hukukunda "Fond De Placement" ve Alman-İsveç hukukunda "Anglagefonds" şeklinde düzenlenmişlerdir ve sözleşmeye dayalıdır. Bu fonlar Türkçe' ye "Menkul Kıymetler Yatırım Fonları" veya daha kısa şekilde "Yatırım Fonları" şeklinde girmiş ve yerleşmiştir (Vural, 1997: 380).

Ülkemizde 1970'li yıllarda ismini finans piyasalarında Banker Kastelli olarak duyuran Abidin Cevher Özden, halktan senet karşılığı, yüksek faiz vererek topladığı paralarla büyük bir fon oluşturarak, bankalara mevduat sertifikası pazarlamış ve böylece mali sisteme kaynak yaratarak, bankaların aracılık ve pazarlama faaliyetlerini üstlenmiştir. Bu dönemde faiz oranlarında herhangi bir sınırlamanın olmayışı ve bankerlerin bankalardan daha yüksek faiz geliri vaat etmesi halkın bankerleri tercih etmesine neden olmuştur (www.kredihesaplama.org/kredibanka/sermaye-piyasalarinin-tarihi.html / erişim tarihi 28.10.2010). Bunun sonucu olarak da, kısa sürede bankerlerin sayısı ve faaliyetleri artmıştır. 1979 yılında Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş. (MEBAN) tarafından kurulan fonun iştirak

belgelerinin ihraç edilmesi ve alış-satış bedellerinin her ay günlük gazetelerde kamuoyuna duyurulması gibi uygulamaları sonucunda, ülkemizde ilk yatırım fonu uygulaması olarak kabul edilmesine rağmen, yaşanan gelişmeler nedeniyle resmi olarak 1987 yılında İş Bankası ile yatırım fonları başlamaktadır ([www.turkcebilgi.net / bilim/turk-tarihinde-ilginc-olaylar/banker-skandali-ve-ozal-3977.html](http://www.turkcebilgi.net/bilim/turk-tarihinde-ilginc-olaylar/banker-skandali-ve-ozal-3977.html) / erişim tarihi 28.10.2010). Başlangıç tarihinin 1979 değil de 1987 olmasının nedeni, 1982 yılında, bankaların, bankerler aracılığıyla mevduat sertifikası alış ve satışının yasaklanmasıdır. Bu yasak mali piyasada büyük bir çalkantıya yol açmış ve yatırımcılar paralarını bankerlerden geri almak istemiş ancak bankerler, çıkardıkları senetler için taahhüt ettikleri geri alma sözlerini yerine getirememişlerdir ([www.turkcebilgi.net/bilim / turk-tarihinde-ilginc-olaylar/banker-skandali-ve-ozal-3977.html](http://www.turkcebilgi.net/bilim/turk-tarihinde-ilginc-olaylar/banker-skandali-ve-ozal-3977.html) / erişim tarihi 28.10.2010). Başarısızlıkla sonuçlanan ve 1980' li yıllarda mali piyasada krize neden olan bankerlik uygulamalarının, gerçek anlamda yatırım fonu uygulaması olarak kabul edilmesi söz konusu değildir. Bu nedenle ülkemizde ilk resmi yatırım fonu uygulaması 1987 yılında İş Bankası tarafından ihraç edilen katılma belgeleri olarak kabul edilmektedir.

İlk resmi yatırım fonunun 1987 yılında çıkarıldığı göz önüne alındığında, ülkemizde yatırım fonlarının diğer gelişmiş ülkelere göre piyasalarda geç işlem görmesinin en önemli nedeni, İMKB' nin 1986 yılında faaliyete geçmesi ile bağdaştırılabilir. Hukuki olarak fonların oluşması için gerekli olan menkul kıymetlerin alım satımı borsada yapılmak zorunda olduğundan ve menkul kıymetler borsasının da faaliyete geçmemiş olması nedeniyle, menkul kıymet alım satım işlemi rayiç bedel⁵ üzerinden yapılamamakta ve oluşturulacak portföye yasal yoldan fon aktarılamamaktadır. Bunun yanı sıra 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 1981

⁵ Bir değerlendirme ölçüsü olan rayiç bedel, en basit ifadeyle, iktisadi kıymetin değerlendirme günündeki normal alım satım değeridir. Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinin 41/b maddesinde İMKB'de işlem gören herhangi bir fon portföyünün işlemleri rayiç bedel ile sınırlandırılmıştır. Fon portföy kalemlerinin değerleri; borsada işlem gören varlıklar için rayiç bedel, borsa fiyatı; borsada işlem görmeyen varlıklar için ise rayiç bedel, işlem gününde fon lehine alımda en düşük, satışta en yüksek fiyat olarak belirlenmiştir. Bu sınırlama ile fon yöneticisinin işlemlerinden dolayı yatırımcıların zarar görmesi engellenmeye çalışılmakta, fon yöneticilerinin sermaye piyasalarında birtakım kişilerin ya da başka fonların lehine hareket etmesi kısıtlanmaktadır.

yılında çıkarılmış olmasına rağmen Menkul Kıymet Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliğinin 12 Aralık 1986 yılında yayınlanması gerekli yasal ve kurumsal alt yapının oluşumunu, dolayısıyla fonun faaliyete geçmesini geciktirmiştir. Bu nedenle Türk finans piyasasını 1980 öncesi ve 1980 sonrası finans piyasası olmak üzere iki döneme ayırmak mümkündür.

2.1.2. Yatırım Fonlarının Tanımı ve İşleyişi

Ülkemizde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 37. ve 38. maddeleri Yatırım Fonlarının yasal dayanağını oluşturmaktadır. Yatırım fonlarının kuruluş şartları, faaliyet ilke ve kuralları, katılma belgeleri ile bunların halka arzına ilişkin esaslar Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: VII, No: 10 sayılı “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde” ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Tebliğde yatırım fonu, Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inanlı mülkiyet esaslarına göre, aşağıda belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı olarak tanımlanmaktadır. Bunlar;

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

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

Ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu'nun vermiş olduğu yetki çerçevesinde, Kurul tarafından belirlenmiş esaslara uyan ve Kurul'ca aranacak nitelikleri taşıyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun'un geçici 20. Maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar Kurul'dan izin almak koşuluyla fon kurabilirler. Yatırım fonlarının bir tüzel kişilik tarafından, sözleşme esasları çerçevesinde kurulup faaliyetlerini yürütüyor olması, fonun mal varlığının kurucunun mal varlığından ayrı olması anlamına gelmektedir. Bu nedenle yatırım fonlarının tüzel kişiliği olmayıp, yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına göre kurulmaktadır. İnançlı mülkiyet esasında tasarruf sahipleri, katılma belgesi satın alarak birikimlerini inandıkları fon yöneticilerinin yönetimine devretmektedirler ve kurucu, fon iç tüzüğü olarak adlandırılan bir sözleşme çerçevesinde fonu işletmektedir (Dalğar, 2006: 24).

2.1.3. Yatırım Fonlarının İşlevi

Bireysel yatırımcıların küçük tasarruflarının bir araya getirilmesiyle oluşturulan ve bir havuz olarak nitelendirilen portföylerin, profesyonel portföy yöneticileri tarafından yönetilmesiyle ortaya çıkan kurumsal portföyler, tasarruf sahiplerinin bireysel olarak gerçekleştiremeyecekleri belirli amaçlar çerçevesinde, riskin dağıtılması ilkesine uyarak, kurumsal yatırımcılar tarafından kurulmakta ve yönetilmektedir. Temelde aynı finansal amaçları ve hedefleri benimseyen bireysel yatırımcılar adına yatırım yapan oluşumlar olarak bilinen, kurumsal yatırımcı türlerinden biri olan yatırım fonları, ihraç ettikleri katılma belgeleri karşılığında topladıkları fonlarla menkul kıymetler portföyü oluşturarak farklı yatırımcı kitlelerine hizmet vermektedir. Yatırım fonu, yatırımcıların birikimlerinin sermaye piyasası araçlarına yönlendirilerek değerlendirilebilmesi için bir portföy havuzu oluşturmak, profesyonel portföy yöneticilerinin güvencesi altında, riskin dağıtılması esasına dayanarak, sözleşme esasları çerçevesinde portföyü yönetmek ve tasarruf sahiplerinin haklarını korumak zorundadır.

Sermaye piyasalarındaki gelişmelerin zamanında ve eksiksiz olarak takibi, değişen koşullara göre portföy üzerinde değişiklik yapmayla ilgili karar aşamaları portföy yöneticileri tarafından belirlenerek, yatırım fonunun yönetim hizmetinden, her katılım belgesi sahibinin aynı derecede faydalanması sağlanır. Yatırım fonunun yönetim hizmeti, katılma belgesi sahiplerine belirli bir ücret karşılığı sunulur. Bu ücret yatırım fonunun büyüklüğü ile ters orantılıdır. Fonun varlığı ve değeri büyüdükçe birim fon başına düşen maliyet azalma eğilimi gösterdiğinden katılma belgesi sahiplerinden alınan komisyon ve ücretler düşmektedir (www.gpy.com.tr/yatirim-fonlari-yonetimi/yatirim-fonu-nedir.html. / erişim tarihi 18.01.2011). Bunun yanı sıra, yatırım yapabilmek için toplanılması gereken bilginin maliyeti, her bir bireysel yatırımcı için önemli miktarlara ulaşabilir iken, yatırım fonları belirli bir gidere katlanarak elde ettikleri bilgiyi portföyün tamamı için kullandıklarından, bilginin birim başına maliyeti çok düşük olmaktadır. Ayrıca, çok sayıda yatırım fonunun varlığı rekabeti de beraberinde getirdiği için, yatırımcılar portföy yönetim hizmetlerinden çok düşük bir maliyetle yararlanma imkânına kavuşmaktadır.

Yatırım fonları, küçük tasarruf sahiplerinin kendi imkânları ile sağlayamayacakları ölçüde, riski ve belirsizliği çeşitlendirme yoluyla dağıtmakta, çok sayıda küçük tasarrufu bir araya getirerek oldukça yüksek tutarlarda portföy oluşturarak, küçük tasarruflarla temin edilemeyecek kazanç potansiyeli yaratmaktadır.

2.1.4. Yatırım Fonu Katılma Belgeleri

Yatırım fonu, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşan bir portföydür. Bu portföy katılma belgesi adı altında paylara bölünerek yatırımcılara satılmaktadır. Katılma belgeleri, belge sahibinin yatırım fonunun ne kadarlık bir bölümüne katıldığını gösteren kıymetli bir evrak niteliğindedir. Bu nedenle katılma belgelerinin bir itibari (yazılı) değeri yoktur. Katılma belgelerinin pay değeri, toplam fon değerinin mevcut katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesiyle elde edilir. Katılma belgesi sahipleri katılma belgelerinin temsil ettiği

pay oranında yatırım fonuna ortak olurlar. Bu durumu yatırımcıların hisse senedi sahipliğiyle şirkete ortak olmalarına benzetebiliriz. Yalnız, hisse senedi sahipleri payları oranında şirket yönetimine katılabilirken, katılma belgesi sahiplerinin fon yönetimine katılma hakları yoktur.

Yatırım fonlarının portföylerinde bulundukları tüm varlıklar, her iş günü akşamı işlem gördükleri borsalarda oluşan ortalama fiyatlar üzerinden değerlendirilir ve yatırım fonunun toplam portföy değeri, alacakların eklenmesi borçların çıkarılması yolu ile hesaplanır (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 31). Fonun portföyünde bulunan yatırım araçlarından elde edilen faiz, kâr payı, alım-satım kazancı ve günlük değer artışları aynı gün fona gelir olarak kaydedilir. Böylece katılma paylarının pay fiyatı günlük olarak değişmekte ve belirli bir tarihte yatırım fonundan ayrılmak isteyen yatırımcı o güne kadar fonun kazancından ya da zararından kendi payına düşen miktarı almakta ya da vermektedir. Ayrıca, ülkemizde yatırım fonları yıl sonlarında kâr payı dağıtmamaktadırlar.

Yatırım fonlarında bulunan menkul kıymetlerin piyasa değerinin yükselmesi, fon portföyünün değerini de yükseltecektir. Katılma belgesi sahipleri, portföyün değerinde meydana gelen artışın katılma belgelerinin fiyatlarına yansıtılması yoluyla gelir elde etmektedir. Eğer portföy yöneticisi fiyatı yükselen menkul kıymeti satarsa, elde edilen sermaye kazancı fonun portföy değerine yansıtılacak; fiyatı yükselen menkul kıymeti satmaz ise fonun değeri, dolayısıyla katılma belgelerinin değeri yükselecektir.

Yatırım fonu katılma belgelerinin alım-satımının yapılacağı yerler, fon kurucusu tarafından izah name ile ilan edilir. İzah name, katılma belgelerinin halka arzı sırasında hazırlanan, katılma belgelerinin alım satımının yapıldığı yerlerde yatırımcıların incelemesi için hazır bulundurulmuş bir satış dokümanıdır (www.gpy.com.tr/yatirim-fonlari-yonetimi/yatirim-fonu-nedir.html. / erişim tarihi 18.01.2011). İzah namelede fonun kurucusu, fona katılma belgelerinin alınıp satılacağı yerler, fon yöneticilerinin kimler olduğu, fonun yatırım ve yönetim stratejileri, varsa yatırım ile ilgili sınırlamaların neler olduğu, ilgili vergi oranları vb.

gibi bilgiler yer alır. İzah nameler, katılma belgelerinin halka arzından önce Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilir.

Yatırım fonlarının bir önceki yılla karşılaştırmalı olarak düzenlenmiş bilanço ve gelir tablosu, fonun portföy değerini açıklayan tablolar ve bu tablolara ilişkin bağımsız denetçi raporları da Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilir. Oluşturulan portföyde tüm menkul kıymet araçları ile ilgili bilgiler, portföyün performansına ilişkin bilgileri de içerek şekilde aylık raporlar olarak düzenlenir ve katılma belgelerinin satışının yapıldığı yerlerde yatırımcıların bilgisine sunulur.

Günlük gazetelerin büyük bir bölümü yatırım fonlarının katılma belgelerinin fiyatlarını düzenli olarak ilan etmekte, ekonomi dergileri ise yatırım fonlarının dönemsel getirilerini karşılaştırmalı olarak yayınlamaktadır. Ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu'nun aylık bültenlerinde bütün yatırım fonlarının portföy yapısı ve dağılımı, yatırım fonlarının pay fiyatları, fonun toplam değeri hakkında ayrıntılı bilgiler aylar itibariyle kamu oyunun bilgisine sunulmaktadır.

2.1.5. Yatırım Fonlarında Taraflar

Yatırım fonları ile ilgili yukarıda yapılan açıklamalar doğrultusunda yatırım fonlarında taraflar ve yatırım fonlarının işleyişi bu alt bölümde ele alınmaktadır.

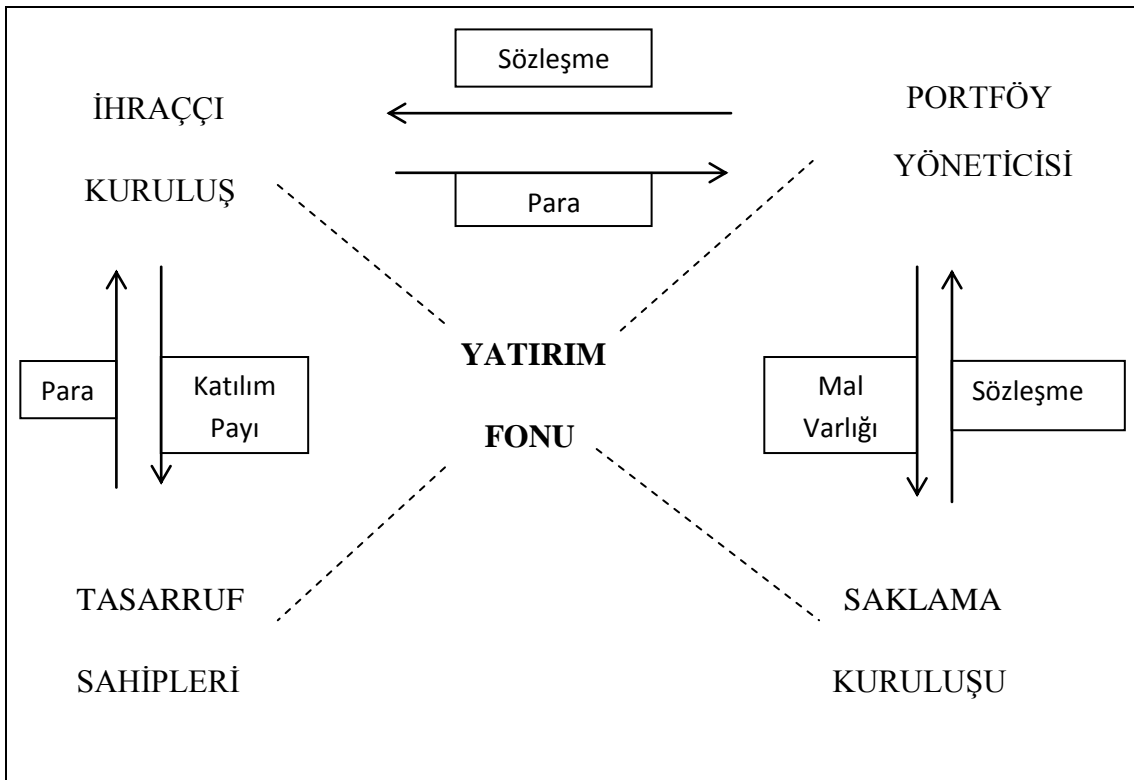
Yatırım fonlarındaki yatırım ilişkisi dört unsurdan oluşmaktadır (Dalğar, 2006: 14):

- Fon kurucusu; bir yatırım fonu kurarak bu fona iştiraki sağlayan katılma belgelerini tasarruf sahiplerine sunan ve fonun her türlü işlemlerinden dolayı sorumlu olan kuruluştur.
- Portföy yöneticisi; kurucu tarafından atanan ve fonun varlıklarını fonun amaçlarına yönelik olarak yönetmekle sorumlu olan kişidir.
- Saklama kuruluşu; fon portföyündeki varlıkları saklama ve bu varlıklara bağlı olarak ortaya çıkan faiz ve temettü gibi gelirleri tahsil etmekle sorumludur.

- Tasarruf sahipleri; fonda iştirak eden gerçek veya tüzel kişilerdir. Bu kişiler fonun sahip olduğu portföyü temsil eden hisseleri, yani katılma belgelerini satın alarak fona ortak olan kişilerdir.

Söz konusu dört unsuru barındıran tipik bir yatırım fonunun işleyişi Şekil 2.1’de gösterilmiştir.

Şekil 2.1: Yatırım Fonunun İşleyişi



Kaynak: Kılıç, S. “Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması...”1997: 6

Şekil 2.1 incelendiğinde yatırım fonu portföyünün, ihraççı kuruluş (kurucu) tarafından belirlenen, yetkili bir portföy yöneticisi kuruluş tarafından yönetildiği görülmektedir. Fonun yönetiminin bağımsız bir portföy yönetim kuruluşuna devredilmesindeki amaç, hem fon portföyünün ihraççı kuruluş tarafından amaç dışı kullanımının önlenmesi hem de fona katılan tasarruf sahiplerinin menfaatlerinin korunmasının sağlanmasıdır. Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinin 6. maddesinde “tüzel kişiliği olmayan fonun, riskin dağıtılması ve inancılı mülkiyet esaslarına göre belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetim, temsil ve saklanması, Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca kurucu sorumludur” ibaresi

geçmektedir. Fonun yönetiminin portföy yönetim şirketine devredilmesi, kurucunun bu sorumluluğunu ortadan kaldırmaz. Kurucu, portföy yöneticisinin faaliyetlerinin ilgili mevzuata uygunluğunu, fonun amaç ve ilkelerinin uygulanan faaliyetlerle uyumunu gözetlemekle yükümlüdür ve portföy yöneticisinin yaptığı tüm işlemlerden sorumludur.

Fon portföyünde bulunan varlıklar, IMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) tarafından, belirlenen sözleşme esasları çerçevesinde, saklanır. Takasbank, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Türkiye'nin "merkezi saklama kuruluşu" olarak kabul edilen, menkul kıymetlerin takası, saklanması gibi görevleri yerine getiren bir sektör bankasıdır (www.isbank.com.tr/content/TR/Yatirim_Hizmetleri/Hisse_Senedi/Takasbank-207-7.aspx / erişim tarihi 20.01.2011). Mevcut uygulamalarda yatırım fonlarının katılma payları fiziki olarak dolaşıma çıkmamakta, elektronik ortamda işlem görmektedir. Portföydeki varlıkların Kurul'ca belirlenmiş bir saklayıcı kuruluş nezdinde saklanması halinde sözleşme esasları Kurul tarafından belirlenmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu gereği, yatırım fonunun mal varlığı, kurucunun Kanun'dan, Tebliğ'den ve fon iç tüzüğünden doğan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve sorumluluğunu karşılaması dışında hiçbir amaçla kullanılamaz (www.garanti.com.tr/tr/ticari/yatirim/yatirim_fonu.page / erişim tarihi 20.01.2011). Fonun mal varlığı rehin edilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez. Yani fonun mal varlığının korunması kanun ile güvence altına alınmıştır.

2.1.6. Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması

Türk sermaye piyasalarında yatırım fonları, portföyü oluşturan varlıklara göre, Sermaye Piyasası Mevzuatında A Tipi ve B Tipi olmak üzere iki ana gruba ayrılmıştır. Fon iç tüzüğünde belirtilmek suretiyle, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'ini, devamlı olarak, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri dâhil, Türkiye'de kurulmuş

ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A tipi, diğerleri B tipi olarak adlandırılır ve bu tipler fon türleri ile birlikte belirtilir (SPK, 2010: 7).

A Tipi fonlar en az %25 hisse senedi içermeleri nedeniyle borsadaki fiyat dalgalanmalarından hemen olumlu ya da olumsuz etkilendikleri için B Tipi yatırım fonlarına göre çok daha riskli fonlardır. A Tipi yatırım fonları hisse senedi piyasasına ilgi duyan, beklediği getiri karşısında orta ya da yüksek seviyede risk almayı kabul eden yatırımcılar tarafından tercih edilir.

B Tipi fonların içerisinde genellikle sabit getirili (tahvil, hazine bonosu, repo vb.) menkul kıymet araçları yer alır ve asgari %25 oranında hisse senedine yatırım yapma zorunluluğu bulunmamaktadır. Dolayısıyla A Tipi yatırım fonlarına göre çok daha az risk içerir. B Tipi yatırım fonları, orta vadede, hazine bonosu ve devlet tahvili getirisine paralel olarak, belirli bir getiri elde etmek isteyen, en fazla orta seviyede risk alabilecek yatırımcılar tarafından tercih edilir.

A Tipi ve B Tipi fon sınıflamasına bir de fon türü ayrımı getirilmiştir. Bu ayrımın amacı, farklı portföy yapılarına sahip fonlar oluşturularak farklı yatırımcı tercihlerine hitap edebilmektir.

Sermaye Piyasası Kanununun Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Hakkındaki Tebliğinin 5. Maddesi iç tüzüklerinde belirtmek koşulu ile yatırım fonlarını açıklamıştır. Fon portföylerinin tamamının veya en az %51'nin belirli bir sermaye piyasası yatırım aracına yatırılmış olmasına göre fonlar çeşitlilik gösterir. Buna göre fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak belirli bir sermaye piyasası aracına yatırmış olan fonlar;

- Kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış olan fonlar "Tahvil ve Bono Fonu",
- Özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış olan fonlar "Hisse Senedi Fonu",
- Belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış olan fonlar "Sektör Fonu",
- İştiraklerce çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış fonlar "İştirak Fonu",

- Belli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatıran fonlar "Grup Fonu"
- Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlar "Yabancı Menkul Kıymetler Fonu",
- Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar "Kıymetli Madenler Fonu",
- Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ile altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar "Altın Fonu", olarak tanımlanır.

Portföyünün tamamının belirli bir sermaye piyasası aracına yatırılmış olan fonlar,

- Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20' sinden az olmayan fonlar "Karma Fon",
- Devamlı olarak, portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlar "Likit Fon",
- Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar "Değişken Fon", olarak tanımlanır.

Portföyünün en az %80' inin devamlı olarak belirli bir sermaye piyasası aracına yatırılmış olan fonlar,

- Baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı (ilişki/paralellik) en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısmından oluşan fonlar "Endeks Fon",
- Diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonlar "Fon Sepeti" olarak tanımlanır.

Alt fonları asgari olarak altı ay vadeli kurulmak kaydıyla,

- Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin izah namede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine ve garantör tarafından verilen garantiye dayanılarak taahhüt edildiği ve şemsiye fon şeklinde kurulan fonlar "Garantili Fon",
- Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin izah namede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlandığı ve şemsiye fon şeklinde kurulan fonlar "Koruma Amaçlı Fon" olarak tanımlanır.

Yukarıda sayılanlar dışında da, iç tüzüklerde belirtilmek suretiyle, oluşturulacak portföy yönetim stratejilerine uygun fon türleri ise, Sermaye Piyasası Kurul'unca, uygun görülmesi koşuluyla, belirlenebilir.

Bunların dışında katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar "Özel Fon" olarak, katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar ise "Serbest Yatırım Fonları" olarak adlandırılır.

2.2. Yatırım Ortaklıkları

Bu alt bölümde, yatırım ortaklarının gelişimi ve kavramsal çerçevesi anlatılmakta ve ülkemizde faaliyet gösteren menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları genel hatlarıyla ele alınarak, yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları arasındaki farklılıklar anlatılmaktadır.

2.2.1. Yatırım Ortaklıkları Kavramı ve Gelişimi

Anglo-Sakson kökenli bir kurum olan yatırım ortaklıkları İngiltere'de "Investment Trust", Amerika Birleşik Devletlerinde "Investment Company", Fransa'da "Societe d'investissement" ve Almanya'da "Kapitalanlagegesellschaft" olarak bilinmektedir (Tuncer, 1985: 130). İngiltere’de doğmuş olan Anglo-Sakson sistemi⁶, başta İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Avustralya, Güney Afrika, Hindistan ve eski İngiliz sömürgesi olan birçok ülkede uygulanmıştır. (İpekten, 1992: 62). Anglo-Sakson hukuk sistemine özgü bir kavram olarak ortaya çıkan “trust” kavramının kökleri, Ortaçağ İngiltere’sinde uygulama alanı bulmuş “use⁷” kavramına dayanmakla birlikte, Roma Hukuku’ndaki “fideicommissum”, Ortaçağ Cermen hukukundaki salman (treuhand) ve İslam hukukundaki vakıf müesseselerinin “trust” kavramının oluşmasını etkileyen müesseseler arasında sayıldığı belirtilmektedir (Karayalçın, 1998: 651). Anglo-Sakson hukuk sistemini benimseyen ülkelerde, özellikle İngiltere ve Amerika’da “trust” varlıklarının yönetimi ve transferi için sıklıkla başvurulmuş, güven esasına dayalı olan bir müessesedir (www.btym.org/blog/?p=99 / erişim tarihi 17.01.2011). Yatırım ortaklıkları Anglo-Sakson hukukundaki “trust” (emanet) müessesesinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Yatırım ortaklığının kuruluşundaki temel amaç, yatırımlarda riski dağıtarak asgari düzeyde tutmaktır. Riskin dağıtılması ve en az seviyeye düşürülme düşüncesi yaptıkları ticari faaliyetlerle ün kazanan Mısırlılar ve Fenikelilerin, kervanlardaki ve ticaret gemilerindeki hisselerini farklı kişilere satma yoluyla, yabancı memleketlere yapılan ticari seferlerin rizikosunu (zarara uğrama tehlikesi) asgariye indirmeye çalışmaları düşüncesiyle ortaya çıkmıştır (Bayraktar, 2008: 11).

⁶ Anglo-Sakson sisteminin en önemli özelliği hukukun kamu hukuku ve özel hukuk olarak ayrılmaması, örf ve adet hukukunun asli kaynakları arasında yer alması ve yargı birliği ilkesinin geçerli olmasıdır.

⁷ İngiltere’de 1535 yılında kabul edilen Statute of Uses sonucunda “use” kavramı, daha sonra “trust” adını alan yeni bir kavrama dönüşmüş ve “trust” müessesesine ilişkin kurallar yüzyıllar içinde mahkemeler tarafından geliştirilerek bugünkü trust müessesesinin genel esasları oluşturulmuştur.

Bugünkü anlamda yatırım ortaklıkları ilk olarak 1868’de İngiltere’de kurulan “Foreign and Colonial Trust” olarak bilinmektedir. Bu ortaklığın kuruluş tüzüğünde ortaklık “Yatırım ortaklığının hedefi, sermaye yatırımını farklı paylara dağıtılması ile rizikonun dağıtılması sonucu, küçük tasarruf sahiplerine de, büyük sermayedarların sahip oldukları faydaları temin etmektir” şeklinde ifade edilmektedir (Bayraktar, 2008: 11). Bu yatırım ortaklığının en belirgin özelliği üçüncü kişiler eli ile yönetilmeleri, riski dağıtarak yatırım yapmaları, istikrarlı ve makul gelir sağlamayı amaç edinmeleri ve sabit sermayeli olarak kurulmalarıdır (Bayraktar, 2008: 12).

2.2.2. Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve İşlevi

Sermaye Piyasası Kanununun 35. maddesinde yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklar şeklinde tanımlanmıştır.

Yatırım ortaklığı, en basit şekliyle, menkul kıymetler portföyünü işletmek üzere kurulan bir anonim ortaklık olarak tanımlanabilir. Yatırım ortaklığının ana konusu portföy işletmeciliğidir. Portföy işletmeciliğini, çeşitli menkul kıymetlerin değer artışlarından yararlanmak ve yararlanılan menkul kıymetlere bağlı hakları kullanarak, portföye katılan çeşitli yatırımcı kitlelerine yönetim hizmeti vermek şeklinde tanımlayabiliriz. Yatırım ortaklıkları, tasarruf sahiplerinden topladıkları fonlar karşılığında tasarruf sahiplerine hisse senedi vermekte ve toplanan meblağ ile diğer ortaklıkların menkul kıymetlerini satın alarak oluşturdukları portföyü işletmektedirler (Yasaman, 1973: 149). Yatırım ortaklıkları bireysel yatırımcıların doğrudan yatırım yapamadıkları durumlarda yatırım ortaklıklarının pay senetlerini satın alarak yatırım ortaklıklarının portföylerinde tuttıkları menkul kıymetlerin sahibi olarak dolaylı yatırım yapmalarına ve gelir sağlamalarına imkân vermektedir (Bayraktar, 2008: 9).

Kazgan (1971: 334) yatırım ortaklıklarını, topladığı birikimleri çok sayıda hisse senedine yani menkul değerlere yatırmak yoluyla, birikim sahibinin riskini azaltmakta, diğer yandan da bu birikimlerle bazı hisse senetleri üzerinde, tasarruf

sahibinin tek başına yüklenemeyeceği risklere girme imkânını veren ortaklıklar biçiminde tanımlarken; Bayraktar (2008: 8), yatırım yapmak isteyen bilhassa küçük ve orta tasarruf sahiplerinin elindeki paraları bir araya toplayarak, bunların her birinin sağlanmasına imkân olmayan müsait şartlar altında da emniyet ve ehliyetle idare edilmek üzere mühimce müşterek bir fon meydana getiren ve bu fonu rizikoya parçalamak ve sınırlandırmak gayesiyle çeşitli menkul kıymetlere yatırıp işleterek, ortaklarına menfaat sağlayan mali bir kurumdur şeklinde tanımlamıştır. Her iki tanımı birlikte ele aldığımızda yatırım ortaklıklarını, tasarrufların güvenli ve verimli bir biçimde değerlendirilebilmesine ve yatırım yapılacak menkul kıymet araçlarının optimal verimi sağlayacak şekilde seçimine öncülük eden, tasarruf sahiplerinin kâr ve getiri elde etme amaçlarına ulaşmalarında köprü görevini üstlenen finansman kuruluşları şeklinde tanımlayabiliriz.

Yatırım ortaklıkları konusunda SPK tarafından düzenlemesi yapılmış üç tebliğ bulunmaktadır. Bu tebliğler;

- Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
- Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'dir

Yatırım Ortaklıkları bir anonim ortaklık şeklinde kuruldukları için, Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda düzenlenmemiş tüm konularda, Türk Ticaret Kanunu'nun anonim ortaklıklara ilişkin düzenlemelerine uymakla yükümlüdürler. Bu düzenlemeler çerçevesinde söz konusu yatırım ortaklıkları genel hatlarıyla ele alınarak aşağıda açıklanmıştır.

2.2.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir havuzda toplayarak değişik menkul kıymetlerden oluşturduğu portföyü tıpkı yatırım fonları gibi işleten ancak elde edilen kazancı birikim sahiplerine payları

oranında dağıtması nedeniyle yatırım fonlarından ayrılan bir ortaklık türü olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.2.3.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve İşlevi

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının (MKYO) kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, hisse senetlerini halka arz etmelerine ilişkin esaslar, Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir. Tebliğ 31 Temmuz 1992 tarihli ve 21301 sayılı Resmi Gazetede yayınlanmıştır. İlgili tebliğin 3. maddesinde MKYO, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumları şeklinde tanımlanmaktadır.

MKYO, bir yandan katılanların (tasarruf sahibi-yatırımcı) oluşturduğu fonları, çeşitli menkul kıymetlere yatırarak riski dağıtan ve güvenliği sağlayan; öte yandan uzman personeli ile portföy işleterek kazanç oluşturan yatırım kuruluşlarının, ticaret ortaklığı şeklinde kurulan türleridir (Manavgat, 1991: 16). Bu tanımdan hareketle MKYO temel işlevini, küçük tasarruf sahiplerinden toplamış olduğu birikimlerle, çeşitli menkul kıymet araçlarından oluşan bir portföy havuzu oluşturmak ve yapılan faaliyetler sonucu elde edilen kazancı tasarruf sahiplerine paylarına oranında dağıtmak olarak ifade edebiliriz.

2.2.3.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Sınıflandırılması

MKYO, yatırım fonlarında olduğu gibi A ve B Tipi olmak üzere iki ayrı tipte kurulabilmektedir. Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinin 3. maddesinde A Tipi yatırım ortaklığı esas sözleşmelerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla, portföy değerinin en az %25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış Kamu İktisadi Teşebbüsleri dâhil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine

yatırımı yatırım ortaklıkları A Tipi, bunun dışında kalanlar B Tipi olarak adlandırılmaktadır.

2.2.4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Pahalı yatırımlar oluşu nedeniyle büyük bir birikimi gerektiren gayrimenkul yatırımları, toplamda önemli miktarlara ulaşan tasarrufların sermaye piyasaları dışında değerlendirilmesine yol açmaktadır. Tasarrufların sermaye piyasalarına yönlendirilebilmesi için çeşitli alternatifler yaratma yoluna gidilmiş, bu kapsamda gayrimenkul yatırımlarının menkul kıymetlere dönüştürülmesiyle sermaye piyasalarına kaynak aktarılması yolunda çeşitli düzenlemelere başvurulmuştur. Bu düzenlemelerden biri “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”dır.

2.2.4.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve İşlevi

Ülkemizde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına (GYO) ilişkin ilk kanuni düzenleme 22 Temmuz 1995 tarihli ve 22351 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile yapılmıştır. Bu tebliğin 16. maddesinde GYO, gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumları şeklinde tanımlanmıştır. Tanımda geçen gayrimenkuller, bina, arsa, arazi vb taşınmaz mallardır. Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları ise, gayrimenkul sertifikaları, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler vb sermaye piyasası araçlarıdır.

GYO'nun yatırım ve portföy sınırlandırmalarının genişletilmesi, kuruluşlarının belirlenen hedefler doğrultusunda gerçekleşmesi, performanslarının artırılması ve GYO'nun yaygın hale getirilmesi amacıyla tebliğde köklü değişiklikler yapılmıştır. GYO kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma kapsamında periyodik

olarak açıklayacakları bilgilere ilişkin esasları düzenlemek amacıyla, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği 8 Kasım 1998 tarihinde 23517 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır. Söz konusu tebliğde GYO; 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.

Bahtiyar (1999: 72) GYO, ortaklıklarının tasarruflarını gayrimenkullere ilişkin değerlere yatırarak bir portföy oluşturmak ve işletmek suretiyle, bir yandan riskin dağılmasını, diğer yandan uzman ve güvenilir yönetimle tasarrufların nemalandırılmasını sağlayan kayıtlı sermayeli anonim ortaklıklardır şeklinde tanımlarken; Nomer (2003: 56) GYO, amacı ağırlıklı olarak gayrimenkul üzerindeki haklardan, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından ve gayrimenkullerle ilgili projelerden oluşan portföyü işletmek olan yatırım ortaklıklardır şeklinde tanımlamaktadır. Tanımlardan hareketle GYO’nun, gayrimenkule ilişkin bir portföye sahip olmaları ve bu portföyü bizzat kendileri tarafından işletmelerinin yanı sıra kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulma özellikleri ortaya çıkmaktadır.

SPK’ya göre gayrimenkul yatırım ortaklıkları; bir alışveriş merkezi gibi belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli, turizm ve sağlık gibi belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz, belirli bir proje veya yatırım alanına yatırım yapmak gibi amaçlarında bir sınırlama olmaksızın, süreli veya süresiz olarak kurulabilir (www.spk.gov.tr / erişim tarihi 18.01.2011). GYO’nun faaliyet konusu, gayrimenkul, gayrimenkul projeleri⁸ ve bunlara bağlı haklardır⁹. Dolayısıyla, GYO için portföy; gayrimenkullerden, gayrimenkul projelerinden ve bunlara bağlı haklardan oluşan bir varlığı ifade etmektedir. Temel işlevi itibariyle MKYO benzeyen GYO faaliyet konusu itibariyle MKYO’dan ayrılmaktadır. GYO’nun

⁸ Gayrimenkul projelerini, arazi üzerine yapılacak konut, alışveriş merkezi, okul, otel, inşaat projeleri vb projeler olarak tanımlayabiliriz. GYO’nın ne tür projelere yatırım yapabileceği, yatırım faaliyetleri ilgili tebliğin 25. maddesinde belirtilmiştir.

⁹ Gayrimenkule dayalı haklar, ayni ve şahsi haklardır. Ayni haklar, gayrimenkul üzerindeki kullanım hakkı, mülk hakkı olarak ifade edilebilir. Şahsi haklar ise, yapılan belirli bir sözleşme çerçevesinde ileri sürülebilecek haklar olarak ifade edilebilir.

temel işlevi, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine yatırım yaparak, portföyde bulundurdukları gayrimenkullerden kira geliri elde etmek ya da alım satım kazancı elde etmektir. Bu temel işlevin amacı, finansman kaynaklarının kısıtlı olduğu gayrimenkul sektöründe, hisse senetleri karşılığında kaynak toplayarak, büyük ölçekli projeleri hayata geçirmektir. Hisse senedi satın alarak bir GYO'ya yatırım yapan yatırımcının amacı ise, bireysel olarak küçük miktarda tasarrufları ile büyük meblağlı yatırımları gerektiren gayrimenkul piyasasına yönelme imkânına kavuşmak ve bu piyasanın gelirinden dolayı olarak yararlanmaktır (Çolak ve Alıcı, 2001: 35).

Ülkemizde GYO'ların ana amacı finansman problemi yaşayan gayrimenkul sektörüne kaynak yaratmaktır. Halka açılma ile toplanan fonların gayrimenkul sektörüne yönlendirilmesinin yanı sıra, kısıtlı birikimleriyle verimli bir gayrimenkul yatırımı yapamayan tasarruf sahiplerinin yaratılan değer artışından faydalanmalarını sağlamaktır. Bunun yanı sıra GYO'lar ile ülkemizde, kurumsal ve profesyonel bir yatırımcı tabanı oluşturmak ve bugüne kadar çeşitli imkânsızlıklar yüzünden devam etmekte olan ve kat karşılığı kurulan kooperatif ve benzeri oluşumlara alternatif olacak şeffaf bir model yaratmak amaçlanmıştır (www.gyoder.org.tr / erişim Tarihi 18.01.2011). GYO'ların gelişimi ile, ekonominin temel sorunu olan finansman kaynağı sıkıntısı giderilecek, büyük gayrimenkul projelerinin finansmanı için kaynak bulunacak, gayrimenkullerin uzman kişilerce, rasyonel ve verimli bir yöntemle değerlendirilmesi sağlanabilecektir (Bahtiyar, 1999: 13).

2.2.5. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı

Yaratıcılığı ön planda tutarak yeni bir fikri, ürünü ya da projeyi hayata geçirmek isteyen, elinde projesi ya da fikirden başka hiçbir şeyi olmayan veya bir ürünle ilgili yeniliği piyasaya sürmek isteyen girişimcilerin en büyük problemi sermaye yetersizliğidir. Gelişme şansı ya da hayata geçirilebilme ümidi içeren yeni bir ürünün, fikrin ya da projenin, hisse senedi karşılığı ortak olarak öz sermaye ihtiyacını karşılayan, istenilen gelişme ve kârlılık düzeyine ulaşıldığında hisse senetlerini satarak hem öz sermayesini geri alan hem de hisse senetlerinin satışından

kâr elde eden finans kuruluşu olarak girişim sermayesi yatırım ortaklıkları karşımıza çıkmaktadır.

2.2.5.1. Risk Sermayesi ve Girişim Sermayesi

Kuğu (2004: 141) risk sermayesini; dinamik, yaratıcı ve yenilikçi ancak finansman gücü yeterli olmayan her aşamadaki işletmelerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine olanak sağlayan; gerektiğinde işletme ve yönetim desteği de veren hisse karşılığı sermaye aktarımı sağlayan bir finansman yöntemi olarak tanımlarken; Nakilcioğlu (2001: 76) yeni girişimcilere ya da fikir sahiplerine, risk sermayedarları adı verilen yatırımcılar tarafından sağlanan finansal desteğe verilen addır şeklinde ifade etmiştir. Tanımlarda dikkat çeken husus, risk sermayesinde iyi bir iş kurma fikrine, gerekli girişimcilik yeteneklerine ve bilgisine sahip girişimci ile bu iş fikirlerini hayata geçirebilmek için gerekli olan finansmanı sağlayan yatırımcı olmak üzere iki ayrı taraf olduğudur. Yatırımcı açısından risk sermayesi, iyi bir iş fikrine ve hızlı gelişme potansiyeline sahip rekabet üstünlüğü olan sektörlerde finansman ihtiyacı olan girişimlere sağlanan uzun vadeli yatırımlar iken; girişimci açısından risk sermayesi girişimcilerin yenilikçi iş fikirlerini hayata geçirebilmek için gerekli olan finansal kaynağı uzun vadeli olarak ve sermaye ortaklığı şeklinde elde etmesidir (Dilmaç, 2006: 2). O halde risk sermayesi, yeni fikirleri geliştirip, ticarileştirmek isteyen girişimcilerle, yüksek kazanç arayan yatırımcılar arasında bir köprü görevi üstlenmekte, yeni bir ortaklık yaratmaktadır. Bu ortaklıkta 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 (Canbaş ve Doğukan, 1997: 150).

İngilizcede “Private Equity” olarak adlandırılan “girişim sermayesi” kavramı ise “risk sermayesi” kavramını da kapsayacak şekilde, fikirlere ve henüz başlangıç aşamasındaki yeni kurulmuş şirketlere yapılan yatırımların yanında, satın almaları,

yeniden yapılandırılmaları ve büyüme stratejisi güden genellikle 3-10 yıllık şirketlere yapılan büyüme ve genişleme yatırımlarını da kapsayacak şekilde kullanılmaktadır (SPK, 2010: 4). Bu çerçevede, SPK (2010: 4) girişim sermayesini, fon fazlasına sahip yatırımcıların, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşumu ve faaliyete geçmesi için yaptıkları uzun vadeli bir yatırım olarak da ifade ederken; İşeri (2001: 11) girişim sermayesini, girişimcilerin özgün fikirlerine, küçük işletmelere kuruluş, ürün tutundurma, büyüme, iyileştirme aşamalarında öz sermaye iştiraki, kredi artırımı veya sadece yönetimde destek şeklinde geliştirilen bir finansman şekli olarak tanımlamıştır. Girişim sermayesinde en önemli husus, yatırımcıların yeterli ya da hiç sermayesi olmayan kişi ya da kişilere, yeni bir fikri hayata geçirme yolunda, tamamen beklentilere dayanarak, gerekli finansmanı sağlama yoluna gitmesidir. Bahsi geçen yatırımcı, sermayeyi sağlayan kişi ya da kuruluştur ve risk sermayesinde, risk sermayedarı (finansmanı sağlayan) olarak ifade edilir. Yeni bir fikrin ya da geliştirilmeye çalışılan yeni bir ürünün geliştirilip geliştirilemeyeceği, yapılan faaliyetlerle amaçlara ulaşıp ulaşılamayacağı, faaliyetler sonucu gelir ya da kâr elde edilip edilemeyeceği bilinmemektedir. Risk sermayedarının bu belirsizlik ortamında yeni bir iş fikrinin ya da yeni bir ürünün geliştirilmesinde finansman ihtiyacını karşılama yoluna gitmesi, riskli bir yatırıma fon sağlaması anlamına gelmektedir. Risk sermayesi yatırımında var olan risk; yeni bir ürün yaratılması ve piyasada tutulması riskidir (SPK, 2010: 4). Yüksek risk karşısında beklenen getiri düzeyinin de yüksek olacağı düşünüldüğünde, geliştirilmek istenilen ürünün ya da fikrin başarılı olması durumunda elde edilecek yüksek getiri, risk sermayedarının veya finansman sağlayan kuruluşun da getiri beklentisini karşılayacaktır.

2.2.5.2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve İşlevi

Ülkemizde risk sermayesine ilişkin ilk kanuni düzenleme, 24.04.1992 tarih ve 3794 sayılı kanun ile yasal dayanağına kavuşmuştur. Sermaye Piyasası Kanunu'nda risk sermayesi kurumu olarak üçlü bir yapıdan bahsedilmiştir. Bunlar, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, Risk Sermayesi Yatırım Fonları ve Risk Sermayesi

Yönetim Şirketleridir (Ceylan, 2002: 205). Ancak, önceleri bu 3 kurum hakkında 3 ayrı tebliğ hazırlayan SPK, sonradan bu tüzel kişiliklerin gerçekleştirebilecekleri görevler konusunda bir karara varamamış ve sadece risk sermayesi yatırım ortaklıklarının kurulmasını öngören ve gerekli koşulları düzenleyen bir tebliğ üzerine yoğunlaşmayı tercih etmiştir (Aypek, 1998: 117). Bu tebliğ, SPK tarafından, 06 Temmuz 1993 tarihinde “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” olarak yürürlüğe konulmuş ve böylece Türkiye’de risk sermayesi ilk defa yasal düzenlemeye kavuşmuştur.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde yeni bir düzenlemeye gidilmiş, 20 Mart 2003 tarihli 25054 sayılı Resmi Gazete’de, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına (GSYO) İlişkin Esaslar Tebliği yayınlanmıştır. İlgili tebliğin amacı, GSYO kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin esasları düzenlemektir.

GSYO’ya İlişkin Esaslar Tebliğinin 3. maddesinde GSYO, kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yönelten ve Kanunda risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak ifade edilen ortaklıklar olarak tanımlanmıştır. GSYO’ların temel amacı, bir fikri ya da ürünü geliştirmek isteyen ve yeterli finansmana sahip olmayan girişimcilerin ya da girişimci şirketlerin finansmanını sağlayarak, uzun yıllar şirkete ortak olmak değil, şirketin gelişmesini sağladıktan sonra en uygun dönemde, paylarını satıp, yeni fikir üreten başka girişimcileri destekleyerek yaratılan katma değerden faydalanmak, bir başka ifadeyle sürekli risklere katlanarak sermayelerini büyütme istemeleridir. Bu nedenle GSYO’lar, 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 (Uyanık, 1997: 122). Kaynak aktarımında bulunan GSYO’ların nihai hedefi, ortak oldukları girişimi başarıya ulaştırmak ve bunun sonucunda da ellerindeki pay senetlerini oldukça kârlı bir biçimde satıp yatırımdan çıkarak hem fonu büyütme, hem de fona kaynak yatırımlara tatmin edici

bir kazanç sağlamaktır (Çonkar, 2001: 30). GSYO elde ettiği kazanç, desteklediği girişim şirketine başlangıçta yapmış olduğu ödeme ile aynı şirketin hisse senetlerini borsada satması sonucu elde ettiği kazanç arasındaki farktır. GSYO bir fikri veya ürünü geliştirebilmek amacıyla kurulacak yeni bir işletmeye, hisse senetleri karşılığında fon sağlayarak ortak olmanın yanı sıra, yeni bir fikre ya da ürüne sahip çıkarak, yaratıcılığı ve girişimciliği teşvik etmektedir.

2.2.6. Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları Arasındaki Farklılıklar

Sermaye Piyasası Kanununun çıkarılmasından bu yana yaptıkları faaliyetler ve sundukları hizmetler dolayısıyla kurumsal yatırım kuruluşları olarak tanımlanan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları, kendi katılımcıları ve ortakları için finansal piyasalarda yatırım yapmaktadırlar. Bu açıdan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları Sermaye Piyasası Kurul'unun varlığından önce faizden para kazanmak için ödünç para verme işlemleriyle faaliyet gösteren bankerlik uygulamalarından ayrılmaktadır.

Yatırım ortaklıkları da tıpkı yatırım fonlarında olduğu gibi bireysel yatırımcıların küçük tasarruflarını toplayarak, değişik menkul kıymetlerden oluşan bir portföy havuzu oluşturarak portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmaktadırlar. Yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları menkul kıymet portföyü işletmek üzere aynı amaçlar doğrultusunda kurulmuş olmalarına rağmen, çalışma biçimleri ve sundukları hizmetler bakımından birtakım farklılıklar göstermektedir. Bu farklılıklar aşağıda genel hatlarıyla ele alınmaktadır.

- İnançlı mülkiyet esasına göre kurulan her iki yapı arasındaki temel fark yatırım fonlarının tüzel bir kişiliği yok iken, yatırım ortaklıklarının tüzel kişiliğinin olmasıdır. Yatırım ortaklıkları hukuki yapısı gereği ayrı bir tüzel kişilik olarak anonim ortaklık şeklinde kurulurken; yatırım fonları bir tüzel kişilik tarafından sözleşme esasları çerçevesinde kurulan mal varlığıdır ve ayrı bir tüzel kişiliği yoktur. Bir başka ifadeyle yatırım kuruluşları, hukuki yapılarına göre ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik olarak kurulduklarında yatırım ortaklığı, kendi tüzel kişiliği olmaksızın başka bir tüzel kişilik

tarafından bir sözleşme çerçevesinde kurulduklarında yatırım fonu olarak ifade edilir (www.atayatirim.com.tr/content/Yatirimci_okulu/default.asp?level=1300 / erişim tarihi 28.02.2011).

- Yatırım fonu ancak bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri veya emekli ve yardım sandıkları tarafından kurulabilir iken; yatırım ortaklıklarının kurucuları için belirli bir sınırlama yoktur. Bu nedenle herhangi bir anonim ortaklıkta kurucu olabilecek gerçek ve tüzel kişiler yatırım ortaklığı kurup işletebilirler. Ancak, Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 6. maddesinde, kurucuların rüşvet, sahtekarlık, kaçakçılık gibi yüz kızartıcı suçlardan dolayı hükümlülüklerinin bulunmaması, sermaye piyasası mevzuatına aykırı işlemlerde bulunulmamış olması gibi koşullar aranmaktadır.
- Yatırım fonlarında katılma belgelerinin pay değeri, toplam fon değerinin mevcut katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesiyle elde edilir. Yatırım ortaklıklarında ise portföy değeri hisse senetlerinin fiyatını belirleyen tek unsur değildir. Borsada oluşan arz ve talebin yanı sıra, ortaklığın yönetimi, gelecekle ilgili beklentiler, hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyebilecek ekonomik ve siyasi gelişmeler önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu kapsamda, yatırımcılar açısından yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları arasındaki temel fark portföy değerinin belirlenme yöntemidir. Yatırım Fonlarının fiyatları iç tüzükte belirtilen saatte menkul değerlere yatırılmış fonun değeri tespit edildikten sonra pay sayısına bölünerek bulunur; yatırım ortaklıkları ise borsa seans salonunda işlem görür ve gün içinde fiyatı arz ve talebe göre değişir (www.atayatirim.com.tr/content/Yatirimci_okulu/default.asp?level=1300 / erişim tarihi 28.02.2011).
- Ülkemizde, bireysel yatırımcıların beklenen getiriyi ön planda tuttuğunu göz önüne alacak olursak, yatırım ortaklıklarını yatırım fonlarından ayıran en önemli özellik yatırım ortaklıklarının ortaklarına kâr payı dağıtıyor olmasıdır (www.atayatirim.com.tr/content/Yatirimci_okulu/default.asp?level=1300 / erişim tarihi 28.02.2011).

- Yatırım fonunda katılma belgesi sahipleri, fondan çıkmak istediklerinde, katılma belgelerini fona geri satarak nakde dönüştürebilirlerken; yatırım ortaklıklarında hisse senetlerinin yatırım ortaklığına geri satılması söz konusu değildir. Yatırım ortaklıklarına yatırımcılar ikinci el piyasadan satın aldıkları hisse senedi ile katılmakta, yatırım ortaklıklarından çıkmaları da aynı şekilde hisse senetlerini ikinci el piyasada satmaları ile gerçekleşir (www.atayatirim.com.tr/content/Yatirimci_okulu/default.asp?level=1300 / erişim tarihi 28.02.2011).
- Yatırım fonu katılma belgeleri fon kurucularından, ATM makinelerinden alınırken; yatırım ortaklığı hisse senetleri ancak borsada işlem yapmaya yetkili aracı kurumlara verilen emirler ile alınmaktadır (www.atayatirim.com.tr/content/Yatirimci_okulu/default.asp?level=1300 / erişim tarihi 28.02.2011).

2.3. Borsa Yatırım Fonları

Bu alt bölümde, borsa yatırım fonlarının gelişimi kısaca anlatıldıktan sonra, borsa yatırım fonlarının tanımı ve işlevi ele alınacaktır.

2.3.1. Borsa Yatırım Fonlarının Gelişimi

Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında alternatif bir yatırım aracı olarak ortaya çıkan borsada işlem gören fonlar (Exchange Traded Funds-ETF's), özellikle 2000 yılından itibaren ABD'de hızla yaygınlaşmaya başlayan bir fon türüdür (www.tkyd.org.tr/data/etf1.doc / erişim tarihi 22.04.2011). Ülkemizde borsa yatırım fonları (BYF) olarak bilinen borsada işlem gören fonlar, belirli bir portföyün hisseler halinde alınıp satılması görüşüne dayanarak ortaya atılmış ve gelişmiş ülkelerde zaman içerisinde çok fazla ilgi görmüştür (Bildik, 2002: 71). Sermaye piyasalarında henüz yeni bir yatırım alternatifi olarak görülen BYF'nin, Amerika ve Avrupa'da işlem hacmi giderek büyümektedir (www.tkyd.org.tr/data/etf1.doc / erişim tarihi 22.04.2011). Ülkemizde ise 2008 yılında halka arzı gerçekleştirilen BYF, sermaye

piyasasında henüz çok küçük bir işlem hacmine sahiptir (www.tkyd.org.tr/data/etf1.doc / erişim tarihi 22.04.2011). Borsada işlem gören fonlar, temelde hisse senetleri üzerine kurulan, ancak sabit getirili yatırım araçlarını da bir alternatif olarak içinde barındırabilecek yeni bir üründür. Ülkemizde sabit getirili menkul kıymetlere olan talebin yüksekliği nedeniyle, hisse senedi ağırlıklı olan BYF'ye olan ilginin geri planda kaldığı söylenebilir. Ama BYF, sermaye piyasasında henüz geliştirilme aşamasındadır (www.tkyd.org.tr/data/etf1.doc / erişim tarihi 22.04.2011).

BYF, diğer yatırım fonlarından ayıran en önemli üç özelliği; BYF hisselerinin gün içinde seans süresince gerçek zamanlı olarak bir hisse senedi gibi işlem görebilmesi ve alınıp satılabilmesi, genelde 50.000 hisselik büyük bloklar şeklinde toplu olarak alınıp satılırken nakit para yerine hisse senedine çevrilerek işlem görebilme özelliği sayesinde kurumsal yatırımı teşvik etmesi ve 'aynı' geri alım işleminin bir arbitraj¹⁰ mekanizması yaratarak fiyat istikrarı sağlamasıdır (www.tkyd.org.tr/data/T/etf.doc / Erişim Tarihi 22.04.2011). Alım-satım esnekliği ve likidite kolaylığı, sürekli fiyatlama, şeffaflık, hisse ve fon katılma belgeleri ile içindeki hisse senetleri arasında dönüşüm ve arbitraj yapılabilmesi, çeşitlendirme ve riskten korunma, düşük gider oranları, tüm pazara, bir sektöre veya bir endekse¹¹ kolayca yatırım yapma imkânı, temettü dağıtımı, fon yöneticilerine fon yönetiminde sağladığı kolaylık ve vergi tasarrufu gibi avantajları bu fonları yatırımcılar için cazip hale getirmektedir (Bildik, 2002: 71).

¹⁰ Arbitraj farklı piyasalarda aynı menkul kıymetler için farklı denge fiyatları oluşmuş olması durumunda, menkul kıymetlerin ucuz olduğu piyasadan alınarak daha pahalı olduğu piyasada satılması işlemidir (www.finans.ekibi.net/forum/arbitraj-arbitraj-nedir-t-303.html / Erişim Tarihi 22.04.2011).

¹¹ *Endeks, bir borsada bulunan ve işlem gören hisse senetlerinin fiyatlarındaki değişmelerin, şirketlerin bulunduğu kategorilere göre kısımlara ayrılan bir ekonomi verisidir.* (www.borsarti.com/endeks-nedir / Erişim Tarihi 22.04.2011).

2.3.2. Borsa Yatırım Fonları Kavramı ve İşleyişi

Borsa yatırım fonlarının kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, katılma belgeleri ile bunların halka arzına ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin esaslar “Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir. Tebliğ 13 Nisan 2004 tarihli ve 25432 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. İlgili tebliğin 4. maddesinde Borsa yatırım fonu, katılma belgeleri borsa pazarlarında işlem gören, fonun oluşturulma sürecine doğrudan katılan yetkilendirilmiş katılımcıların fon portföyünün kompozisyonunu yansıtacak şekilde, portföyde yer alan menkul kıymet ve nakdi bir araya getirerek karşılığında fon katılma belgesi alabildiği ya da söz konusu kurumların en az asgari işlem birimine tekabül eden fon katılma belgelerini saklamacı kuruluşa iade edip karşılığında fonun içindeki menkul kıymetlerin payına düşen kısmını alabildiği, riskin dağıtılması ilkesi ve inancılı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla kurulan mal varlığı olarak tanımlanmıştır.

Ülkemizde henüz çok yeni bir uygulama alanına sahip olan borsa yatırım fonları (BYF), hisse senetlerinin kolaylıkla alınıp satılabilme özelliği ile yatırım fonlarının riski dağıtma, yatırım yaptığı piyasaların getirilerinden yatırımcıları yararlandırma özelliklerini bir araya getirmiştir. Borsada işlem gören fonlar olarak da ifade edilen BYF, bir endeksi baz alan, baz aldığı endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlayan ve payları borsalarda işlem gören yatırım fonları olarak da ifade edilebilir. Nitekim, tebliğin 5. maddesinde BYF’nin portföyünün en az %80’inin devamlı olarak baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen endeksi takip etmek üzere endeks fon olarak kurulacağı ifade edilmiştir. BYF, İMKB fon pazarında işlem görmekte, yatırım fonlarının İMKB fon pazarında alım satıma konu olmaması nedeniyle yatırım fonlarında ayrılmaktadır. BYF, birçok özelliği gereği yatırım fonlarında daha avantajlı bir konuma sahiptir. BYF, özellikleri şu şekilde sıralanabilir (www.imkb.gov.tr/products/ETF.aspx / erişim tarihi 22.04.2011):

- Yatırım fonlarının net aktif değeri günde bir kez açıklanırken; BYF’nin gösterge niteliğindeki net aktif değeri gün içinde 15 saniyede bir kamuya

açıklanmaktadır. Bu açıdan BYF yatırım fonlarına göre daha şeffaf bir yapıya sahiptir.

- Yatırım fonları sadece gün içerisindeki kapanış fiyatlarından alınıp satılabilme imkânına sahipken, BYF, İMKB'nin işleme açık olduğu her gün, piyasa işlem saatleri süresince, aralıksız olarak alınıp satılabilme imkânına sahiptir. Bu açıdan BYF, yatırım fonlarına göre işlem kolaylığına sahiptir. BYF yatırımcılarının, yatırım fonlarında olduğu gibi alım-satım yapmak için gün sonunu beklemelerine gerek yoktur. Ayrıca, BYF gün içerisinde alınıp satılabilme özellikleri ile piyasadaki fiyat değişikliklerinden yararlanmak isteyen yatırımcılar için daha cazip görünmektedir. Yatırım fonlarında yatırımcıların, gün içerisindeki fiyat değişimlerinden yararlanamamaları, BYF katılma belgelerini yatırım fonu katılma belgelerine kıyasla daha cazip kılmaktadır.
- BYF katılma belgelerinin ya da BYF hisselerinin her biri birer menkul kıymet niteliğindedir ve çeşitli hisse senetlerinden oluşmuş bir yükümlülüğü ifade eder. Bir başka ifadeyle, BYF belirli bir hisse senedi portföyünü tek bir hisse senedi gibi alıp- satabilme imkânına sahiptirler.
- BYF bir endeksi baz alarak işlem gördükleri için portföy yönetim gideri, yatırım fonlarının portföy yönetim giderine göre çok daha düşüktür. Çünkü, BYF katılma belgeleri belirli bir hisse senedi portföyünü içinde barındırdığı için, katılma belgeleri tek işlem maliyetine tabi tutulmaktadır.
- BYF içinde bulundukları hisse senetleri nedeniyle temettü dağıtmaktadırlar. Oysa yatırım fonlarında kâr dağıtımını söz konusu değildir. BYF, fon bünyesindeki hisse senedine ait temettüyü ya katılımcıya öderler ya da elde edilen temettüyü portföy bütünlüğünü bozmadan tekrar yatırıma dönüştürürler. BYF temettü dağıtımını özellikleri nedeniyle yatırım ortaklıklarına da benzemektedirler. Ancak, yatırım ortaklıklarında dağıtılacak temettünün tutarı yatırım ortaklığı yönetiminin inisiyatifindedir. Bu nedenle BYF, yatırım ortaklıklarından daha avantajlıdır.

2.4. Sosyal Güvenlik Kurumu

Bu alt bölümde, sosyal güvenlik kavramı ve sosyal güvenlik sistemi üzerinde durulduktan sonra, sermaye piyasaları açısından zorunlu ya da gönüllü tasarruf kurumları olarak ifade edilebilen Sosyal Güvenlik Kurumu'nun oluşumu ve işlevi, sosyal güvenlik sisteminin gelişimi ve işlevi çerçevesinde ele alınacaktır.

2.4.1. Sosyal Güvenlik Kavramı

Bireyler, geleceğe güvenle bakma gereksinimleri nedeniyle, gelecekte karşılaşılabileceklerini düşündükleri hastalık, fakirlik, işsizlik, kaza gibi birtakım risklere karşı önlemler alma yoluna giderek, güven hissi içerisinde yaşamak istemişlerdir. Bireylerin yaşamları boyunca karşılaştıkları tehlikelerin daha sonra telafisi mümkün olmayacak boyutlara ulaştığında karşılaştıkları ekonomik ve sosyal sonuçları bir daha yaşamak istememeleri neticesinde bu tehlikeleri ve giderleri önceden karşılama isteği sosyal güvenliğin çıkış sebebidir (Aydın, 2008: 9). Bu açıdan sosyal güvenlik kavramı, bireylerin hastalık, yaşlılık, sakatlık ve ölüm gibi riskler karşısında uğradığı ya da uğraması olası gelir kayıpları ve gider artışlarının karşılanması anlamına gelmektedir (Sallan, 2000: 52).

Sosyal güvenlik, temel olarak kişilerin istek ve iradeleri dışında meydana gelen ve onların malvarlığında, gelirlerinde ve/veya çalışma gücünde kayıplara yol açarak kendilerinin ve geçindirmekle yükümlü oldukları kişilerin yaşamlarının devamını güçleştiren ya da imkânsız hale getiren tehlikelerin zararlarını telafi ve tanzim etmeye yönelik önlemlerden oluşur (TÜSİAD, 1997). Sosyal güvenlik anlayışı, bireylerin ihtiyaçlarını karşılama yükümlülüğünün kendisinde olduğu düşüncesinden hareketle, kişinin ya da bakmakla yükümlü olduğu aile fertlerinin tamamen kendi sorumluluğunda olduğu, dolayısıyla hastalık, işsizlik, doğum, ölüm gibi durumlarda bireysel imkânlarla ya da akraba yardımlarıyla zararın karşılanmasını öngören bir anlayış idi. Sosyal güvenlik, kabile veya aile içi yardımlaşma, meslek kuruluşları bünyesinde gerçekleşen yardım hareketleri, dinsel kuruluşlar vasıtasıyla yardımsever kişilerin gönüllük esasında yürüttüğü geleneksel

yardım biçimi şeklinde kendini göstermekteydi. Günümüzde, sosyal güvenlik, bireylerin ve ailelerinin karşılaşılabileceği riskler karşısında, bireysel ölçülerde yürütülen bir sistem olarak değil, zaman içerisinde toplumların gelişimine paralel olarak sürekli gelişen dinamik bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır.

Alper (2003: 3) sosyal güvenliği, gelir dağılımını ve/veya gelirin yeniden dağılımını değiştirerek belirli bir gelirden sağlanan tatmini artıran ve bu sayede toplum hayatında fertler ile sosyal gruplar arasında çıkabilecek çatışmaları ve huzursuzlukları önleyerek sosyal hayatın devamlılığını ve bütünlüğünü sağlamaya yönelik tedbirler ağı ve politikalar demeti olarak tanımlarken; Apan (2007: 271) sosyal güvenliği, gelir düzeyleri ve yaptıkları iş ne olursa olsun, bireyin toplumda karşılaştığı sosyal risklerin¹² olumsuz etkilerini ortadan kaldırmak ya da etkisini azaltmak için alınmış önlemler ve bu önlemleri hayata geçirmek için oluşturulmuş kurum ve kurumlar topluluğu olarak tanımlamıştır. Tanımlarda dikkat çeken husus, sosyal güvenliğin, bireylere, yaşamlarının her döneminde ortaya çıkabilecek birtakım olumsuzluklara karşı, yeterli gelir düzeyinin sağlanamadığı hallerde, ihtiyaçlarını karşılayabilecek bir sistemi öngörmesidir. Bu sistem, bireylere ekonomik güvencenin sağlanması, sosyal risklerin önlenmesi ya da önlenemediği takdirde ortaya çıkan zararın telafi edilmesi gibi toplumsal koruma işlevini, devletin sorumluluğu altında yerine getiren ve kurumsal bir yapıya sahip olan sosyal güvenlik sistemidir.

2.4.2. Sosyal Güvenlik Sistemi

Bir toplum içerisinde yaşayan bireylerin sosyal güvenliklerini sağlamak üzere devletçe düzenlenen kurum ya da kurumlar topluluğuna sosyal güvenlik sistemi denilmektedir (İleri, 1998: 164). Sosyal güvenlik sistemi bireylerin, hastalık, fizyolojik gereksinimler, sosyal ve ekonomik riskler nedeniyle gelirinde meydana gelebilecek azalma ya da giderinde meydana gelebilecek artış nedeniyle ortaya çıkan

¹² Sosyal risk, bireylerin gelecekte karşılaştıkları olumsuzluklara neden olan mesleki riskler (iş kazaları ve meslek hastalıkları), fizyolojik riskler (hastalık, analık, malullük, yaşlılık, ölüm vb) ve sosyo-ekonomik riskler (işsizlik, evlenme, çocuk sahibi olma, konut ihtiyacı olma vb) olarak ifade edilebilir (Oral, 2004: 5).

zararını telafi etme yükümlülüğünün devlet tarafından üstlenildiği bir sistemdir. Sosyal güvenlik sistemi, sosyal güvenliğin sağlanmasında gerekli olan tüm harcamaların kaynağını ifade eder.

Sosyal güvenlik sisteminde, sosyal güvenlik bireylere tanınan bir haktır. Nitekim, İnsan hakları Evrensel Beyannamesinin 22. maddesinde “Herkesin toplumun bir üyesi olarak, sosyal güvenliğe hakkı vardır” ibaresi geçmekte; TC Anayasasının 60. maddesinde ise herkesin sosyal güvenlik hakkı olduğu belirtilmektedir. Sosyal güvenlik hakkının bireylerin iradesinden bağımsız olarak kendilerine verilmesi, bu hakkın vazgeçilemez bir hak oluşu anlamına gelmekte ve bireyin devletten bu hakkın gerçekleşmesini isteme hakkını doğurmaktadır. Ülke vatandaşlarına sosyal güvenliğin bir hak olarak sunulması, sosyal güvenlik sistemini, sosyal güvenliğin sağlanması yolunda daha geniş ve yaygın tedbirler alınmasına yönelik bir kurumsallaşma şekli olarak karşımıza çıkarmaktadır.

Kurumsal bir sosyal güvenlik sisteminin temel unsurları; sosyal sigorta, sosyal yardım ve sosyal hizmet olarak ifade edilebilir (Apan, 2007: 271).

- Sosyal sigortalar, sisteme katılımın zorunlu olduğu, katılanların sistemin finansmanına prim ödemeleri şeklinde ve yine mecburi olarak katkı yapmalarını öngören, topladığı bu primlere karşılık olarak katılımcılarını yaşam süreci içerisinde karşılaşmaları olası sosyal risklere karşı koruyan programlar olarak tanımlanabilir (ÇSGB, 2005: 3). Sosyal sigorta uygulamasının temel amacı, bireyleri, gelecekte karşılaşılabilecekleri tehlikelerin olumsuz sonuçlarına karşı koruyabilmektir. Çalışanları esas alan sosyal sigorta uygulaması, gelecekte birtakım risklerin yaşanma olasılığını dikkate aldığı için, zorunluluk esasına dayanmaktadır.
- Sosyal yardımlar, kendi ellerinde olmayan nedenlerle yoksul duruma düşmüş birey ve gruplara, toplumdaki dışlanmış olanlara, insan onuruna yaraşır asgari bir yaşam seviyesi sağlamak amacıyla, karşılıksız olarak yapılan ayni ve nakdi yardımlardır (DPT, 2006: 2). Sosyal yardım sosyal güvenliğin sağlanmasındaki en eski yöntemlerden biridir. Günümüzde, kurumsal bir anlayışla yürütülen sosyal yardımlar devlet tarafından yerine getirilir ve

vergiler ile finanse edilir. Sosyal yardım yönteminde, bireylere yapılan yardımın gereği, bireyin muhtaç durumda olduğunun açığa kavuşturulmasıdır.

- Sosyal hizmetler, insanların kendi bünye ve çevre şartlarından doğan veya kontrolleri dışında oluşan maddi ve manevi sosyal yoksunluklarının giderilmesi ve ihtiyaçlarının karşılanmasında, insanların kendilerine daha yeterli hale gelmelerinde ve başkalarına bağımlı olma hallerinin önlenmesinde, aile ilişkilerinin güçlenmesinde, birey, aile, grup ve toplumların sosyal işlevlerini başarıyla yerine getirmelerinde yardımcı olmak; insanların yaşam standartlarının iyileştirilmesi ve yükseltilmesini sağlamak amacıyla gerçekleştirilen; koruyucu-önleyici, iyileştirici-rehabilitate edici, değiştirici-geliştirici nitelikteki, sistemli ve düzenli faaliyet ve programlar bütünüdür (ÇSGB, 2005: 3). Amaç itibariyle sosyal yardıma benzeyen sosyal hizmetler, yardımın nakdi olarak karşılanması yerine hizmet olarak sunulması nedeniyle sosyal yardımlardan ayrılmaktadır.

Sosyal sigortalar, sosyal hizmetler, sosyal yardımlar, bunların birbirleri ile olan ilişkileri, finansman şekilleri bir bütün olarak sosyal güvenlik sistemini oluşturur (Gümüş, 2010: 5). Sosyal güvenlik sisteminden sosyal sigorta yoluyla yararlanabilmek için, bireylerin çalışma gücüne sahip oldukları süre boyunca birtakım yükümlülükleri yerine getirmeleri gerekir. Bu yükümlülük, elde ettikleri kazançtan prim veya emekli keseneği adı altında yapılan zorunlu kesintilerle yerine getirilir. Sosyal yardım ve sosyal hizmetlerden yararlanmak ise prim ödeme şartı olmadan, kısmen veya tamamen devlet tarafından yerine getirilir. Sosyal güvenlik sisteminin devlet tarafından düzenlenmesi, primli veya primsiz rejimleri kapsamayı, hiçbir ayırım gözetmeksizin toplumdaki tüm bireyleri kapsama amacını taşıması, her türlü sosyal riski kapsamaya yönelik olması ve sosyal güvenlik sisteminin yönetiminde birlik sağlanması; sosyal güvenlik sisteminin başlıca nitelikleri arasında yer almaktadır (Erol ve Yıldırım, 2005: 1).

2.4.3. Sosyal Güvenlik Sisteminin Gelişimi ve İşleyişi

Sosyal güvenlik sistemleri uzun bir tarihsel evrimin sonucu olup, bu sistemlerin oluşumunu hazırlayan koşullar ve ilk sistemler Batı toplumlarında ortaya çıkmıştır (Apan, 2007: 194). Ağır koşullarda çalışan işçi sınıfının mevcut sorunlarını biraz olsun azaltmak ve işçileri devlet sistemiyle koruyabilmek adına zorunlu sigorta tekniğine dayalı olarak düzenlenen ilk sosyal güvenlik sisteminin esasları 1880’li yıllarda Almanya’da Bismarck tarafından ortaya koyulmuştur. İşçileri ağır çalışma koşullarına karşı korumaya yönelik bir sistem olması nedeniyle “İşçi Sigortası Sistemi” olarak da adlandırılan Bismarck Sistemi, ilk sosyal sigorta sistemi olması nedeniyle önemlidir (Aydın, 2008: 11). Bismarck Sistemi ile işçilerin çalışma koşulları dikkate alınarak, çok sayıda sigorta sandığı kurulmuş, çalışanların zorunlu olarak sigortalı olmaları sağlanmış ve işçiler devlet güvencesi ile korunmuştur. Bu kapsamda çalışanlar için 1883’te hastalık, 1884’te iş kazaları ve 1889’da yaşlılık ve malullük sigortaları kurulmuştur, işsizlik sigortası ise 1927 yılında kurulabilmiştir (<http://www.tisk.org.tr/yayinlar.asp?sbj=ic&id=1125> / erişim tarihi 28.02.2011).

Sosyal güvenliğin oluşum sürecinde ikinci önemli gelişme ABD Başkanı Franklin D. Roosevelt tarafından yürürlüğe konulan “Sosyal Güvenlik Yasası”dır. ABD Sosyal güvenlik sisteminin fiili kuruluş süreci 1934 yılında “Ekonomik Güvenlik Komitesi”nin oluşturulması ile başlamıştır. 17 Ocak 1935 tarihinde “Ekonomik Güvenlik Kanunu” düzenlenerek Kongreye teklif sunulmuş ve teklif 14 Ağustos 1935 tarihinde “Sosyal Güvenlik Kanunu” ismi ile yasalaşmıştır. Bu kapsamda ABD sosyal güvenlik kavramını yasalaştıran ilk ülkedir. Kanun, sosyal güvenlik ismini taşımakla birlikte yalnızca emeklilik aylığı bağlanmasını öngören bir Federal yaşlılık sigortası ile Federal ve eyaletler düzeyinde sınırlı bir işsizlik sigortası oluşturulmasını ihtiva eden bir sosyal sigorta kanunudur (Alper, 2008: 8).

Üçüncü önemli gelişme, modern sosyal güvenlik sisteminin kuruluşunda çok önemli bir yere sahip olan ve sosyal güvenlik alanında bir reform yaratan “Beveridge Raporu”dur. İngiltere’de Sir William Beveridge’nin başkanlığında kurulan komite tarafından oluşturulan ve 20 Kasım 1942 tarihinde açıklanan bu rapor, modern bir sosyal güvenlik anlayışını gündeme getirerek, dağınık halde

bulunan sosyal güvenlik sistemlerinin birleştirilmesini, toplumun tamamını kapsayabilecek bir sosyal güvenlik sisteminin kurulabilmesini öngörmüştür. Bu nedenle raporda, yönetimde birlik ve sosyal güvenlik yardımları açısından teklik ilkesi esastır (Güzel, 2005: 64). Beveridge Raporu bireylerin gelirini tehlikeye sokabilecek iş kazası, ölüm, işsizlik gibi nedenleri risk olarak görmüş, sosyal güvenliği sağlamak adına, bireylerin gelirini garanti altına almayı amaç edinmiştir. Raporda, “yoksulluğun çağdaş bir toplumun yüz karası” olduğu vurgulanarak, geniş kapsamlı bir sosyal güvenlik sistemi ile toplumun yoksulluk sorununun çözümlenebileceği ifade edilmiş ve sistemin yaslanacağı temel ilkeler¹³ belirlenmiştir (Güzel, 2005: 63).

Ülkemizde kurumsal anlamda sosyal güvenlik alanında atılan ilk adım 1936 tarihli 3008 sayılı İş Kanununda sosyal yardımlar başlığı adı altında yer alan, işçi sigortaları ile toplumsal yaşamımıza girmiştir. Bu kanun sosyal koruma sağlanacak riskleri, sosyal sigortalarda zorunluluk ilkesini, sigorta kollarının kademeli olarak kurulmasını ve sosyal risklere karşı güvencenin sağlanması görevini devlete vermiş; ancak, 1945 yılına gelinceye kadar Kanunun öngördüğü sigorta kolları ile bir sosyal güvenlik sistemi oluşturulamamıştır (Apan, 2007: 276). Kanunun 100. maddesi ile işçi sigortaları idaresinin kurulması belirtilmiş, 1946 yılında İşçi Sigortaları Kurumu¹⁴ kurulmuştur. 1946 yılından itibaren çeşitli sosyal sigorta kolları kurulmaya başlanırken öncelikle 1 Temmuz 1946 tarihli 4772 sayılı İş Kazaları, Meslek Hastalıkları ve Analık Sigortaları Kanunu, daha sonra 1 Nisan 1950 tarihinde 5417 sayılı İhtiyarlık Sigortası Kanunu, 1 Mart 1951 tarihinde 5502 sayılı Hastalık ve Analık Sigortası Kanunu, 1 Haziran 1957 tarihinde 6900 sayılı Maluliyet, İhtiyarlık ve Ölüm Sigortaları Kanunu yürürlüğe girmiştir. Sosyal güvenliğin sağlanması

¹³ Raporda sosyal güvenlik sisteminin temel ilkeleri şu şekilde sıralanmıştır: genellik ve sigorta yardımlarında teklik, yönetimde birlik, primlerde teklik ve vergilerle destekleme, sosyal güvenlik sisteminin sosyal politika tedbirleriyle desteklenmesi, sosyal sigorta kapsamına alınabilecek tüm risklerin kapsama alınması

¹⁴ 17 Temmuz 1964 tarihli 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu ile dağılık haldeki mevzuat bir bütün haline getirilmiş ve kanunun 136. maddesi ile “İşçi Sigortaları Kurumu” “Sosyal Sigortalar Kurumu” olarak değiştirilmiştir. Bu değişiklik sosyal güvenliğin toplumun tüm gruplarını kapsaması yönünde atılan bir adım (Alagöz ve Yapar, 2006: 441) olarak görülmektedir.

bakımından çeşitli sigorta kollarına yönelik kanunların yanı sıra, kamu kesiminde çalışan memurlar için 17 Haziran 1949 tarihli 5424 sayılı “Emekli Sandığı Kanunu” ile Emekli Sandığı, bağımsız çalışanların sosyal güvenlik kapsamına alınmasını sağlamak amacıyla 2 Eylül 1971 tarihli 1479 sayılı “Esnaf ve Sanatkarlar ve Diğer Bağımsız Çalışanlar Sosyal Sigortalar Kurumu Kanunu” ile Bağ-kur kurulmuştur.

Kanunla kurulan ve kamu kurumu statüsünde düzenlenen Sosyal Sigorta Kurumu, Emekli Sandığı ve Bağ-kur, 31 Mayıs 2006 tarihli 5502 sayılı Sosyal Güvenlik Kurumu Kanunu ile kurulan, Sosyal Güvenlik Kurumu çatısı altında birleştirilmiştir. Temel amaç, önleyici ve tedavi edici sağlık hizmetlerinin tüm vatandaşlara ayırım göz etmeksizin sunumunu gerçekleştirmek, dağınık haldeki primleri tek bir çatı altında bulundurarak verimliliği artırmaktır. Kurumsal birleşmesi sağlanan sosyal güvenlik kurumlarına ilave olarak, mevcut emeklilik sisteminde yer alan tüm sigortalılara eşit ve adil bir hizmet sunulmasını sağlayacak sürdürülebilir tek bir sosyal sigortalar rejiminin oluşturulması amacıyla 16 Haziran 2006 tarihli 5510 sayılı Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu, birtakım düzenlemelerin ardından 1 Ekim 2008 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Sosyal Güvenlik Kurumunun gelir kaynağının büyük bir bölümünü gerek kamu gerekse özel sektörde çalışan bireylerin gelirlerinden kesilen primler oluşturur (Aydın, 2008: 19). Sosyal güvenlik sisteminde, ileride yapılacak ödemeler için ödenen primlerin bir fonda toplanarak bu fonun değerlendirilmesi esas alınmaktadır. Zorunluluk esasına dayalı olarak toplanan primler genellikle kamu bankalarında tutulmakta ve devlet tahvili ile değerlendirilmekte, bu nedenle sosyal güvenlik kurumu sermaye piyasalarında diğer kurumsal yatırımcı türlerine göre aktif bir kurumsal yatırımcı olamamaktadır (www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/97/a / Erişim Tarihi 20.04.2011). Sermaye piyasalarının uzun, orta ve kısa vadede sunduğu imkânların Sosyal Güvenlik Kurumu’na gerektiği şekilde kullanılması halinde, çalışan kesimin emeklilik tasarrufları daha etkin alanlara yönlendirilebilir (Erdoğan ve Özer, 1998: 20). Biriken fonların menkul kıymetler aracılığı ile değerlendirilmesi, kaynakların daha etkin dağılımına yardımcı olacaktır (Ünal, 1995: 134).

2.5. Emeklilik Fonları

Bu alt bölümde, bireysel emeklilik sistemi kapsamında faaliyete geçen emeklilik fonları anlatılmadan önce bireysel emeklilik sistemine kısaca değinilecek, daha sonra emeklilik fonları ele alınacaktır.

2.5.1. Bireysel Emeklilik Sistemi ve Gelişimi

Toplumun iradesi dışında meydana gelebilecek sosyal riskler nedeniyle, bireylerin ekonomik anlamda sıkıntıya düşmelerini önlemek amacıyla alınan önlemler neticesinde ortaya çıkan ve sosyal güvenlik sistemlerinden biri olan bireysel emeklilik sistemi, bireylere, yaşlılıklarında ve aktif çalışma süreleri sonunda ek bir gelir sağlayarak yaşam standartlarının artırılmasına yönelik, katkı paylarının her katılımcı adına ayrı hesaplarda takip edildiği ve herkesin kendi birikimleri oranında gelir elde edecekleri, devletin denetim ve gözetiminde ancak tamamen özel şirketler tarafından yürütülen kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı nitelikte gönüllü katılım esasına dayalı olarak hazırlanmış özel bir emeklilik sistemi olarak tanımlanmaktadır (Aydın, 2008: 24). Devletin oluşturup yönettiği Sosyal Güvenlik Kurumu'ndan aldıkları emekli maaşlarına ek olarak ikinci bir gelire sahip olmalarını sağlayan, bu yönüyle de kamu sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı bir nitelik kazanan bireysel emeklilik sistemi ile bireylerin emeklilikte daha ferah bir yaşam sürmesi bugünkü tasarruflarına bağlanmıştır. Bireysel emeklilik sistemi, gönüllülük esasına dayalı olması nedeniyle, bireyin ihtiyarlık sosyal riskine karşı güvence sağlama isteğini kendi iradesine bırakmaktadır. Sistemin, bireyleri tasarrufa teşvik ederek, emeklilik dönemlerinde refah düzeylerini yükseltecek ek bir gelir sahibi olmalarına imkân vermesi temel amacı olarak görülürken; tasarruf etmek isteyen bireylere alternatif yatırım alanları sunarak sermaye piyasalarında derinliğin sağlanması ve ekonomiye uzun vadeli kaynak aktarımını sağlayarak ekonomik kalkınmaya yardımcı olması dolaylı amaçları olarak görülmektedir.

Emeklilik sistemlerinin geçmişine bakıldığında, İngiltere'de ilk özel emeklilik sistemi, esnaf ve zanaatkarlar için 1375 yılında Londra'da oluşturulan "Of

St. James at Garlekhithe of London” olarak bilinmektedir (Derelioğlu, 2000: 18). ABD’de ilk özel emeklilik sistemi 1875 yılında Amerikan Demiryolu Şirketi (The American Express Company) tarafından kurulmuştur. Özel emeklilik sistemi için asıl ivmenin başladığı dönem, büyük ekonomik sıkıntıların birikimleri erittiği, güvensizlik ve gelecek kaygısının arttığı 1929 Büyük Buhran sonrasıdır (Şen ve Tekin, 2000: 29).

Bireysel emeklilik sistemi lkemizde, 7 Nisan 2001 tarihli ve 24366 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış ve yayımından itibaren 6 ay sonra yürürlüğe girmiş “4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu” ile yasalaŐmıŐtur. Bireysel emeklilik tasarruf ve yatırım sistemi, bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesi suretiyle emeklilik döneminde ek bir gelir sağlanarak refah düzeyinin yükseltilmesine, ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılmasına ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunulmasına, sosyal güvenliğin kapsamının geniŐletilmesine, kamunun sosyal güvenlikten kaynaklanan yükünün azaltılmasına, mali sektörde uzun vadeli fonların artarak kurumsal yatırımcıların gelişmesine ve sermaye piyasalarının derinleşmesine olanak sağlayacak bir özel emeklilik sistemidir (SPK, 2010: 4). Kanun emeklilik Şirketlerinin kuruluş, çalışma, yönetim ve denetimi, kişilerin sisteme katılma, ayrılma ve emeklilik koşulları, emeklilik yatırım fonlarının kuruluşu, katkıların bu fonlarda toplanması ve değerlendirilmesi, aracılık hizmetleri, kamuya açıklanacak bilgilerin kapsamı ve bireysel emeklilik ile ilgili diğer hususlara ilişkin esas ve usuller ile ilgili düzenlemeleri kapsamaktadır.

2.5.2. Emeklilik Fonlarının Tanımı ve İŞlevi

Emeklilik Şirketleri tarafından kurulacak olan emeklilik fonlarının kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin esaslar Sermaye Piyasası Kurulu’na ıkarılan 28 Şubat 2002 tarihli ve 24681 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik” ile düzenlenmiştir. Bu Yönetmelik, 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanununun 26. maddesine dayanılarak düzenlenmiş olup, emeklilik yatırım

fonlarının türleri, kuruluşları, örgüt yapısı, faaliyet ilke ve esasları, katkıların bu fonlarda toplanması ve değerlendirilmesi, fon mal varlığı, fon portföyündeki varlıkların saklanması, portföyün yönetimi, fonların birleşme ve devir esasları, iç ve dış denetimi ile kamunun aydınlatılmasına ilişkin esas ve usulleri kapsamaktadır. Yönetmeliğin 5. maddesinde emeklilik fonu, şirket tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inancılı mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan malvarlığı olarak tanımlanmıştır.

Algüner (2006: 9) sosyal güvenlik sistemlerinin tamamlayıcısı olan emeklilik fonlarını, 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 da düzenli olarak yaptıkları katkıların bir fonda toplanarak, profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yatırıma yöneldiği kurumsal yapılar olarak tanımlarken; Şen ve Tekin (2000: 29) emeklilik fonlarını, şartları önceden belirlenmiş bir sözleşme çerçevesinde, çalışanların bireysel hesaplarına düzenli olarak yatırılan katkı paylarının emeklilik döneminin başlangıcına kadar etkin bir fon yönetimiyle değerlendirilmesi esasına dayalı organize bir emeklilik sigortası türü olarak tanımlamıştır. Tanımlardan hareketle emeklilik fonları, bireysel yatırımcıların küçük çaplı tasarruflarını, katkı payı ödemeleri adı altında toplayarak oluşturdukları kurumsal portföyün büyüklüğü nedeniyle, uzun vadede yüksek kazanç elde etme arayışı içerisine giren, bu kapsamda sermaye piyasalarının gelişmesine yardımcı olan kurumsal yatırımcı türü olarak ifade edilebilir. Emeklilik şirketleri, bireylerin, emeklilik sözleşmesi çerçevesinde ödediği primleri emeklilik fonlarında değerlendirerek, hem bireylerin emeklilik gelirlerinin artırılmasını hedeflemekte hem de ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılmasını sağlamaktadır.

Emeklilik fonları bireysel emeklilik sisteminin (BES) temel uygulama aracı ve sistemin bir uzantısı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu kapsamda BES, emeklilik fonları aracılığıyla bir araya getirilecek tasarruflar üzerine kurulmuş bir sistem olarak ifade edilebilir. Emeklilik fonları işleyiş itibarıyla yatırım fonlarına benzemektedir fakat amaçlar doğrultusunda emeklilik fonları yatırım fonlarından ayrılmaktadır.

Emeklilik fonları adından da anlaşılabilir gibi tamamen emekliliğe yönelik olarak alternatif bir gelir yaratmak amacı taşıyan fonlardır. Emeklilik fonları sermaye piyasalarının gelişebilmesi amacıyla türetilen çeşitli finansal araçlardan ve kurumsal yatırımcı türlerinden ortaya çıkış amacıyla ayrılmaktadır. Emeklilik fonları toplumun sosyal güvenlik gereksinimi nedeniyle, kamu sosyal güvenlik sistemlerinin bir tamamlayıcısı olarak hayata geçirilmiştir (Aydın, 2008: 113). Bireyler, emeklilik fonları sayesinde kendi küçük tasarruflarından belirli bir getiri elde etmekte, emeklilik dönemlerinde emekli maaşlarının yanında ek bir gelir yaratarak, kendi emeklilik dönemlerinin finansmanını üstlenmektedirler.

Emeklilik fonlarına katılım, kendi ad ve hesabına taraf olan bireyin yani katılımcının, emeklilik şirketi ile birlikte imzalayacağı emeklilik sözleşmesi ile başlamaktadır. 4632 sayılı Kanun'un 4. maddesinde emeklilik sözleşmesi, katılımcının sisteme girmesine, sistemden ayrılmasına, emekli olmasına, katkıların ödenmesine, bu katkıların bireysel emeklilik hesaplarında izlenmesine, fonlarda yatırıma yönlendirilmesine ve katılımcı veya lehdarına yapılacak ödemelere ilişkin esaslar ile tarafların diğer hak ve yükümlülüklerini düzenleyen, esas olarak katılımcı ve şirketin taraf olarak yer aldığı bir sözleşme olarak tanımlanmıştır. Katılımcı, sözleşme süresince, kendi adına açılacak emeklilik hesabında, yapılacak her türlü işlemi takip edebilmektedir.

Emeklilik fonları yatırım fonlarında olduğu gibi Sermaye Piyasası Kurulu'nun gözetimi ve denetimi çerçevesinde faaliyetlerini sürdürmekte; kuruluş ve faaliyet başvuruları ise Hazine Müsteşarlığı tarafından denetlenmektedir. Emeklilik fonlarının en iyi şekilde kullanılması ve korunması, katılımcıların haklarının ve menfaatlerinin korunması, emeklilik sisteminin güvenli bir şekilde işletilmesini sağlamak amacıyla 4632 sayılı Kanun ve ilgili mevzuat kapsamında Hazine Müsteşarlığı'nın görev ve yetkilendirmesi çerçevesinde 10 Temmuz 2003 tarihinde Emeklilik Gözetim Merkezi kurulmuştur. Emeklilik şirketlerinin faaliyetlerinin günlük gözetimi, denetimi, katılımcılara ait bilgilerin saklanması, kamuyu ve katılımcıları bilgilendirme, tarafsızlık ilkesi çerçevesinde sistemin işleyişini sağlama gibi fonksiyonlar Emeklilik Gözetim Merkezi tarafından günlük olarak takip edilmekte, hem katılımcıların hak ve menfaatlerinin korunması kapsamında hem de

sistemin sağlıklı bir şekilde işlemesi amacıyla dolaylı olarak yetkili mercilerin kararlarına yardımcı olacak veriler toplanmaktadır. Şeffaflığın ve güvenirliliğin sağlanması amacıyla kurulan denetim ve gözetim mekanizmalarının yanı sıra fon portföyündeki varlıkların Takasbank bünyesinde saklanması, fonların ve fon yöneticilerinin faaliyetlerinin yılda en az bir kere Sermaye Piyasası Kurulu tarafından denetlenmesi, fon hesap ve işlemlerinin üçer aylık dönemlerle bağımsız dış denetime tabi tutulması şeffaflık ve güvenilirliğin sağlanması yönünde atılan önemli adımlardır.

2.6. Özel Sigorta Şirketleri

Bu alt bölümde, sigorta kavramı ele alındıktan sonra, sigortanın gelişimi, tanımı ve türleri anlatılacak, daha sonra sigorta şirketlerinin işlevi üzerinde durulacaktır.

2.6.1. Sigorta Kavramı ve Gelişimi

Sigorta kavramı kişilerin güvence isteğinden doğmuştur (Yanık, 2001: 7). Öyle ki, sigorta kelimesi, Latince “güvence” anlamına gelen “sicurta” kelimesinden gelir (Güvel ve Güvel, 2004: 23). Türk dil kurumu sözlüğünde sigorta; bir şeyin veya bir kimsenin herhangi bir yönden ileride karşılaşılabileceği zararı gidermek için önceden ödenen prim karşılığında bu işle uğraşan kuruluşla yapılan iki taraflı bağlantı sözleşmesi olarak tanımlanmıştır.

Dünyada sigortaya benzer oluşumların, gerçekleşebilecek maddi kayıpların ya da fiziki risklerin olumsuz etkilerini gidermek amacıyla ortaya atılan birtakım örgütlenmeler ya da tedbirler şeklinde ortaya çıktığı söylenebilir. Nitekim, M.Ö. 18. Yüzyılda ticaret merkezi konumunda olan Babil’de kervan tüccarlarına borç veren sermayedarlar, kervanların soyulması durumunda tüccarların borcunu silmekte, herhangi bir olumsuzluk olmayıp, tüccardan vermiş olduğu borcu geri alması durumunda ana borç meblağı üzerine taşıdığı risk nedeniyle bir miktar daha ilave

etmekteydi. Bu durum daha sonra Babil Kralı Hammurabi tarafından yasallaştırılmıştır. Hammurabi Kanununun en önemli özelliği kervanların haydutlar tarafından saldırıya uğraması durumunda, ortaya çıkan zararın diğer kervan sahipleri arasında bölüştürülmesini öngörmesiydi. Bu açıdan Hammurabi Kanunu sigortanın bilinen ilk hukuki dayanağını oluşturmaktadır (www.tsrbsb.org.tr/sayfa/sigortanin-tarihi / erişim tarihi 07.03.2011).

Bir başka uygulama ise deniz ticaretinin gelişmesi ile Antik Yunan ve Roma uygarlıklarında nakliyat sigortası şeklinde kendini göstermiştir (www.tsrbsb.org.tr/sayfa/sigortanin-tarihi / erişim tarihi 07.03.2011). Gemi sahipleri, gemilerini ticaret yapmak üzere sefere gönderdiklerinde, geminin zarar görmesi ihtimaline karşılık para almakta, gemi sağlam bir şekilde geri dönerse aldığı parayı birkaç katı fazlasıyla geri ödemekte; gemi zarara uğramışsa para gemi sahibinde kalmaktadır (www.tsrbsb.org.tr/sayfa/sigortanin-tarihi / erişim tarihi 07.03.2011). Deniz ticaretinde yaşanan gelişmeler sigortacılıkta önemli gelişmelere yol açmıştır. Deniz ticaretinde en gelişmiş ülke olan İtalya’da sigorta poliçesi sözleşmesi düzenlenmesi sigortacılığın resmi tarihini başlatmıştır. İlk sigorta poliçesi olarak kabul edilen bu sözleşme 23 Ekim 1347 tarihli olarak İtalya’nın Cenova Limanı’ndan Mallorca’ya gidecek olan “Santa Clara” adlı geminin yükünü temin etmek amacıyla düzenlenmiş, ilk sigorta şirketi ise 1424 yılında yine Cenova şehrinde kurulmuştur (www.tsrbsb.org.tr/sayfa/sigortanin-tarihi / erişim tarihi 07.03.2011). Deniz ticareti ile resmiyet kazanan sigortacılık yalnızca gemi ve gemi yükünün sigorta edilmesini değil, gemi mürettebatının ve yolcularının da sigorta edilmesi fikri ile gelişmiştir.

17. yüzyılda Londra’da yaşanan yaklaşık 13000 ev ve 100 kilisenin yanmasıyla sonuçlanan büyük yangın ile İngiltere’de yangın teminatı veren sigorta şirketleri kurulmuş, 18. yüzyılda, Amerika’da, Benjamin Franklin yangın sigortasında yanma ihtimali yüksek olan ahşap evlere dikkat çekerek, her riskin sigortalanmayacağını ortaya koymuş ve sigorta şirketlerinin çıkarlarını korumuştur (www.dolenekspertiz.com.tr/tarihi.aspx / erişim tarihi 07.03.2011).

Avrupa ve Amerika’da sigorta konusunda yaşanan gelişmelere karşın, Osmanlı toplumunun sosyal özellikleri ve dini inanışları sigortacılık hakkında

olumsuz düşünceler beslemelerine neden olmuş, bu nedenle sigortacılığın gelişimi gecikmiştir (Genç, 2002: 24). 1865 Hocapaşa ve Kumkapı, 1870 Beyoğlu Büyük Pera Yangınlarının getirdiği can ve mal kaybı, Beyoğlu'nun o zamanlar ticaret merkezi olması ve bölgede oturanların genellikle varlıklı kişiler olması yangınların verdiği zararı artırmıştır (www.tsrbs.org.tr/sayfa/turkiyede-sigortacilik / erişim tarihi 07.03.2011). Uğranılan bu büyük zararlar halkın sigorta hakkındaki düşüncelerini değiştirmiştir. 1872 yılında Sun, Nothern ve North British adlı İngiliz sigorta şirketleri, 1878 yılında La Franciere adlı bir Fransız sigorta şirketi İstanbul'da faaliyete geçmiştir (Genç, 2002: 23). Daha sonra çok sayıda yabancı sigorta şirketinin ülkede faaliyete geçmesiyle, tamamen yabancılara özgü, herhangi bir hukuki denetimden uzak, sigorta ahlakını bozucu, haksız rekabete yol açıcı sigorta düşüncesi yayılmıştır (www.tsrbs.org.tr/sayfa/turkiyede-sigortacilik / erişim tarihi 09.03.2011). Dürüst sigortacılar bu durumdan rahatsızlık duymuş, sigorta şirketlerinin birlikte hareket etme eğilimi içerisinde olmaları dile getirilmiş ve 12 Temmuz 1900 tarihinde sabit bir yangın tarifesi belirlenmiştir (www.tsrbs.org.tr/sayfa/turkiyede-sigortacilik / erişim tarihi 09.03.2011). Tarife ile birlikte “Yangın Sigorta Şirketleri'nin Sendikası” adında bir örgütün oluşturulması ve sürekli bir denetim kurulunun bulunması kararı alınmıştır. Londra'da bulunan Fire Office Committee'nin emirleriyle çalışmalarını yürüten sendika tarafından, yangınlara zamanında yetişerek büyümesini önlemek, yangının nedenlerini araştırmak üzere Fasman adlı bir örgüt kurularak denetim mekanizması ve içeriği geliştirilmiştir (www.tsrbs.org.tr/sayfa/turkiyede-sigortacilik / erişim tarihi 09.03.2011). Sendikanın çalışmalarına rağmen birçok şirket alınan kararlara uymadığından, yabancı sigorta şirketlerine teminat ve vergi sorumluluğu getirilmiştir. Sendikanın adı ise “Türkiye’de Çalışan Sigorta Şirketleri” olarak değiştirilmiştir. Cumhuriyet'in ilanı ile birlikte bu sendika kaldırılarak, yerine “Sigortacılar Kulübü” kurulmuş ve bu kulüp de yerini 1927 yılında kurulan "Sigortacılar Cemiyeti Daire-i Merkeziyesi"¹⁵ ne bırakmıştır (www.tsrbs.org.tr/sayfa/turkiyede-sigortacilik / erişim tarihi 09.03.2011).

¹⁵ Türkiye’de faaliyet gösteren yerli ve yabancı sigorta şirketlerinin zorunlu olarak üye oldukları bu kuruluşun, 1975 yılında “Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği” adını alması diğer önemli

Cumhuriyetin ilanı ile birlikte ülkemizde ilk sigortacılık mevzuatı 1927 yılında 1149 sayılı “Sigortacılığın ve Sigorta Şirketleri’nin Teftiş ve Murakabesi Hakkında Kanun’la” düzenlenmiştir. Yabancı sigorta şirketlerinin, sigortadan elde ettikleri primin büyük bir bölümünü reasürans¹⁶ primi, kalanını da kâr transferi adı altında yurt dışına göndermesi nedeniyle, hem sigorta şirketlerinin denetimlerinin artırılması hem de yurt dışına döviz çıkışının engellenmesi amacıyla yeni bir düzenleme yoluna gidilmiştir (www.tsrsb.org.tr/sayfa/turkiyede-sigortacilik / erişim tarihi 09.03.2011). 25 Haziran 1927 tarihli 647 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 1160 sayılı Mükerrer Sigorta Hakkında Kanun kabul edilmiş ve Kanun ile ülke ekonomisi için çok önemli olan yabancı para cinsinden yapılan transferlerin önüne geçilmesi ve ülke sigortacılığının ulusallaştırılması amacıyla ülkede faaliyette bulunan sigorta şirketlerine yurt içine reasürans devri zorunluluğu getirilmiştir (www.millire.com/zamantuneli.htm / erişim tarihi 09.03.2011). Gerekli hazırlıklar tamamlandıktan sonra işletme hakkının Türkiye İş Bankası A.Ş.’ye ait olduğu “Milli Reasürans T.A.Ş.” 26 Şubat 1929 tarihinde faaliyete geçmiştir. Kurulan reasürans tekeline tepkiler olsa da, uygulama sayesinde haksız rekabetin önüne geçilmiş ve suiistimaller önlenerek ödemelerin zamanında yapılması sağlanmıştır. Milli Reasürans Türk sigortacılığının gelişiminde ve halkın sigortaya olan güveninin kazanılmasında önemli bir yere sahiptir (www.tsrsb.org.tr/sayfa/turkiyede-sigortacilik / erişim tarihi 09.03.2011).

1950’li yıllardaki en önemli gelişme ise 30 Aralık 1959 tarihli 10394 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 7397 sayılı “Sigorta Murakabe Kanunu” nun yürürlüğe girmesidir. Kanun ile sigorta sektöründeki devlet denetimi daha da artırılmış, 1962 yılında bu denetimleri gerçekleştirmek amacıyla “Sigorta Murakabe Kurulu¹⁷”

gelişmelerdir.

¹⁶Reasürans, sigortacının üstlendiği riski tekrar sigortalatması, bir başka deyişle, sigortanın sigortasıdır. *Sigorta şirketleri üstlendikleri risklerin tümünü kendi bünyelerinde tutamayacaklarından dolayı, bu risklerin bir bölümünü reasürans yoluyla diğer sigorta ya da reasürans şirketlerine devretmektedirler* (Ergenekon, 1995: 13).

¹⁷ 20 Aralık 1994 tarihli 22147 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 4059 sayılı kanunla “Sigorta Murakabe Kurulu’nun adı “Sigorta Denetleme Kurulu” olarak değiştirilmiş, kurul Hazine Müsteşarlığının merkez denetim birimi olmuştur.

kurulmuştur (www.tsrbsb.org.tr/sayfa/turkiyede-sigortacilik / erişim tarihi 09.03.2011).

Ülkemizde sigortacılık faaliyetlerinin düzenlenmesi ile ilgili olarak kanunlar, kanun hükmünde kararname, yönetmelikler ve tebliğler ile çeşitli sigorta kolları için hazırlanan kanunlar sigorta mevzuatımızda bir bütünlük arz etmektedir. Ancak, sigorta şirketlerinin kuruluşu ve faaliyetleri ile ilgili olarak iki temel kanun ön planda yer almaktadır. Bunlardan birincisi, 29 Haziran 1956 tarihinde yürürlüğe giren Türk Ticaret Kanunu'nun "Sigorta Hukuku" başlıklı 5. kitabı sigorta mevzuatı ve sigorta hukuku anlamında önemli hükümlere sahiptir. 5. Kitap 1 Temmuz 2012 tarihine kadar geçerliliğini koruyacak, bu tarihten sonra 14 Şubat 2011 tarihli 27846 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun "Sigorta Hukuku" başlıklı 6. Kitabı yürürlüğe girecektir. İkincisi, 14 Haziran 2007 tarihli 26552 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 5684 sayılı "Sigorta Kanunu"dur.

2.6.2. Sigortanın Tanımı ve Türleri

İnsan hayatı ve insanın sahip olduğu diğer varlıklar yaşam boyunca birtakım tehlikeler ile karşı karşıyadır. Tehlikenin ne zaman, ne şekilde, nerede, kime ve neye geleceği belirsizdir. Tehlike nedeniyle ortaya çıkabilecek maddi kayıpların ekonomik sonuçları ise bireylerin gelir durumu karşısında, kimi zaman telafi edilemeyecek büyüklükte olabilir. Bu nedenle, bireyler tesadüfi olarak meydana gelme olasılığını dikkate alarak, karşılaşmaları kesin olmayan büyük kayıpları karşılamak için, sigortaya başvurmaktadırlar. Acınan (1998: 20) genel bir ifadeyle sigortayı, insanların karşılaşmaları muhtemel tehlikelerin (rizikoların, risklerin) ekonomik sonuçlarını ortadan kaldırabilmek ve de onları tehlikeden önceki mali durumlarına getirebilmek için kullanılan bir yöntem, bir sistem olarak tanımlarken; Pekiner (1981: 17) sigortayı, kanun ve mukavele ile tespit edilen belirli bir riskin aynı derecede tehdidi altında bulunan çok sayıda ve benzer ünitelerin, tesadüfi olarak meydana gelen, para birimi ile ölçülmesi ve istatistiki olarak kavranması mümkün hasar olayını, birlikte karşılamak üzere bir araya getirilmesiyle meydana getirilen bir organizasyon olarak tanımlamıştır. Dikkat çeken husus sigortanın, ortaya çıkabilecek

zararı ya da hasarı ekonomik açıdan önemsiz ya da kabul edilebilir bir düzeye getirmeye, ortaya çıkan zararı telafi etmeye çalışmasıdır. Kurumsal açıdan yaklaşıldığında ise sigorta, istatistiksel yöntemlerle gerçekleşme olasılığının saptanabildiği ve gerçekleşmesi halinde ekonomik sonuçlarının para ile ölçülmesi veya belirlenmesi mümkün olan risklerin tehdidi altında bulunan çok sayıdaki benzer birimlerin, bu sonuçları karşılayabilmek üzere bir fon yaratacak şekilde bir araya getirilmesidir (Genç, 2002: 3). Sigorta sayesinde bireyler, tesadüfi olarak meydana gelebilecek tehlikelerin yol açabileceği, parayla ölçülebilen zararlarını, ödemiş oldukları primler yoluyla paylaşmaktadır. Ödenen primlerle oluşturulan fon, sadece zarara uğrayanların zararını karşılamada kullanılmakta, böylece riskin ekonomik sonuçları bireyler arasında paylaştırılmaktadır. Bu özelliği ile sigorta bir risk transferi işlemidir.

Bireylerin ekonomik çıkarlarını korumak amacıyla ortaya çıkan sigorta, karşılaşılabilecek tehlikenin özelliğine göre çeşitli alt dallara ayrılmıştır. Sigortadaki temel ayrımlardan biri, hayat sigortacılığı ve hayat dışı sigortacılıktır. Hayat sigortaları, konusu insan olan ve insanın hayatı süresince karşı karşıya gelebileceği risklerden doğacak zararlarına karşı önceden önlem almasını sağlayan sigorta dalıdır (Sağlam, 1996: 18). Hayat sigortaları risk ağırlıklı hayat sigortaları ve birikimli hayat sigortaları olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Birikimli hayat sigortalarında kişi sigorta süresi boyunca herhangi bir risk ile karşılaşmaz ise sigorta süresi sonunda toplu bir para ya da gelir ödemesi şeklinde, sigortadan yararlanabilir. Kişinin sigorta süresi içerisinde ölümü halinde varislerine belirlenen tazminat tutarı kadar toplu para ödenir. Risk ağırlıklı hayat sigortalarında ise birikimli hayat sigortasında belirtilen durumların yanı sıra kişinin hastalık veya kaza sonucu tam veya kısmi maluliyet durumlarında da belirli bir tazminat alması sağlanmaktadır. Hayat sigortaları dışında kalan tüm sigorta türleri ise hayat dışı sigorta olarak ifade edilmektedir. Hayat dışı sigorta branşları kaza, ferdi kaza, hastalık, kara araçları, su araçları, nakliyat, yangın ve doğal afetler, genel zararlar, kara araçları sorumluluk, genel sorumluluk, kredi, finansal kayıplar, hukuksal koruma sigortaları şeklinde sıralanabilir (www.tsrbsb.org.tr/sayfa/sigorta-branslari / erişim tarihi 09.03.2011).

2.6.3. Sigorta Şirketleri ve İşlevi

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 (Tekbaş, 1991: 134). Sigortacılık faaliyeti, bireylerin karşılaşmaları muhtemel benzer riskler karşısında, ortaya çıkabilecek zararın ya da hasarın karşılanması amacıyla bir sözleşme yapılmasını kapsar. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 1402. maddesinde sigorta sözleşmesi, sigortacının bir prim karşılığında, kişinin para ile ölçülebilir bir menfaatini zarara uğratan tehlikenin, rizikonun, meydana gelmesi hâlinde bunu tazmin etmeyi ya da bir veya birkaç kişinin hayat süreleri sebebiyle ya da hayatlarında gerçekleşen bazı olaylar dolayısıyla bir para ödemeyi veya diğer edimlerde bulunmayı yükümlendiği sözleşme olarak tanımlanmaktadır. Sigorta sözleşmesi ile sigortacı, sigortalıyı sözleşme esasları çerçevesinde koruma yükümlülüğü altına girer; sigortalı ise sözleşme ile saptanan prim adı altındaki meblağı ödeme yükümlülüğünü kabul eder. Sigorta sözleşmesini öteki sözleşmelerden ayıran özellik, sigortacının yükümlülüğünün gelecekte belirli olmayan olgulara (sigorta edilen çıkarın tehlikeye maruz kalmasına) bağlı olmasıdır (Güvel ve Güvel, 2004: 25).

Sigorta şirketleri, bireyleri, ekonomik anlamda gönüllü olarak tasarrufa yönlendirmekte, ödenen primlerden oluşturulan büyük tutarlı fonları sermaye piyasalarına aktararak bireysel tasarrufların boyut değiştirerek kurumsal tasarrufa dönüşmesini sağlamaktadır. Sigorta şirketleri, karşılaşılması muhtemel riskler nedeniyle, sigortalıdan almış olduğu primleri, riskin meydana gelme ya da tazminatın ödeneceği tarihe kadar elinde tutarak, primleri sermaye piyasalarında değerlendirme imkânına kavuşmaktadırlar. Hayat sigortası işlevi gereği uzun vadeli, hayat dışı sigortalar ise kısa vadeli. Özellikle, hayat sigortaları çerçevesinde toplanan primler, uzun vadeli tasarruf olma özelliği ile fon yaratabilme açısından çok elverişli primlerdir (Kahya, 2000: 24). Sigorta şirketleri kâr amacı güden şirketler oldukları için, topladıkları primlerle oluşturulan fonları sermaye piyasası yatırımlarına yönlendirerek hem kaynak maliyetlerini düşürmekte hem de sermaye piyasaları için önemli girdiler sağlamaktadırlar (Kahya, 2000: 24). Bu açıdan sigorta sektörü,

sermaye piyasasına kaynak aktarımına yardımcı olmakta, ekonomik kalkınmaya katkıda bulunmaktadır. Sigorta şirketlerinde biriken fonların verimli yatırım alanlarına aktarılması sonucu, sigorta faaliyetleri sonucu sigortalanan, herhangi bir sigorta kolundan büyük bir zarar tazminatı ödense bile, yatırım gelirleriyle önemli kârlar elde edilebilmektedir (Kahya, 2000: 29).

Ülkemizde sigorta ve reasürans şirketleri 5684 sayılı Sigortacılık Kanunu hükümlerine tabidir. Kanunu'nun 24. maddesinde, sigorta şirketleri ve reasürans şirketlerinin, merkezi İstanbul'da bulunan ve kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşu olan, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliğine, ruhsat almalarından itibaren bir ay içinde üye olmak zorunda oldukları belirtilmektedir. Birliğin amacı, şirketlerin, mesleğin gerektirdiği disiplin içerisinde çalışmalarını sağlamak, haksız rekabeti önleyici kararlar alarak ve uygulayarak, mesleğin gelişmesine yardımcı olmaktır. Bu amaçla, şirketleri sigortacılık konusunda bilgilendirebilmek için seminer ve konferans düzenleme, kitap, dergi, broşür yayımlama gibi görevleri yerine getirmenin yanı sıra, üyeleri ve ilgili kişileri bilgilendirmek amacıyla şirketlerin yıllık faaliyet sonuçları hakkında her yıl raporlar hazırlayarak dağıtmaktadır. Ayrıca, sigorta ve reasürans şirketlerinin varlıkları, faaliyetleri, iştirakleri, alacakları, kâr ve zarar hesapları arasındaki denge, tahsil edilen primlerin değerlendirilmesi ve korunması gibi hususlar Sigorta Denetleme Kurulu uzmanları tarafından teftiş, denetim, inceleme ve soruşturma işlemlerine tabi tutulmaktadır.

2.7. Portföy Yönetim Şirketleri

Bu alt bölümde, portföy yönetim şirketlerinin yapısı ve işlevi ile ilgili bilgilere yer verilecektir.

2.7.1. Portföy Yönetim Şirketlerinin Tanımı ve İşlevi

Portföy yöneticiliği faaliyeti ve bu faaliyeti yapacak kurumların kuruluş ve yetkilendirilmesine ilişkin esaslar 21/01/2003 tarih ve 25000 sayılı Resmi Gazete

yayınlanan “Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir. Tebliğin amacı, portföy yöneticiliği faaliyeti ile bu faaliyeti Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri çerçevesinde yerine getirecek olan şirketlerin kuruluş ve yetkilendirilmelerine ve bu faaliyette bulunacak aracı kurumlar ile mevduat kabul etmeyen bankaların yetkilendirilmelerine ilişkin esasları düzenlemektir. Tebliğin 4. maddesinde portföy yönetim şirketleri, portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmak üzere Sermaye Piyasası Kanunu’nda ve Tebliğ’de belirlenen şartları yerine getirerek Sermaye Piyasası Kurulu’ndan yetki belgesi almış şirketler olarak tanımlanmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin amacı, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyleri, müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde vekil sıfatıyla yöneterek sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak, portföy yöneticiliği faaliyeti kapsamında yatırım fonları, yatırım ortaklıkları vb oluşumların portföylerini mevzuat hükümleri çerçevesinde yönetmektir.

Portföy yönetim şirketleri, çeşitli sermaye piyasası araçlarından oluşturdukları portföyü, portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, müşteri adına vekil sıfatıyla yönetme görevini üstlenmişlerdir. Bu görev, şirketin yatırımcıyla imzalayacağı yazılı bir sözleşme çerçevesinde yürütülür. Portföy yönetim sözleşmesinin konusunu, yatırımcı ile şirket arasında özel bir güven ilişkisine ve yatırımcının tasarruf yapma isteğine dayalı olarak, yatırımcının profesyonel kadrolara sahip şirkete yetki vermesi oluşturmaktadır. Tebliğin 16. maddesinde, yatırımcıların haklarını korumak maksadıyla, şirketin, müşterileri ile sunduğu faaliyete ilişkin Kurulca belirlenecek standartlara uygun yazılı bir sözleşme akdetmesi ve sözleşmede, şirketin faaliyetlerini tanıtıcı bilgilerin yer aldığı formu, okuyup anladığına ilişkin beyanının yer alması zorunluluğu belirtilmektedir. Tebliğin 21. maddesinde ise şirketin, imzalanan sözleşme çerçevesinde, müşterilerinin verdiği yetkiye bağlı olarak müşteriler nam ve hesabına finansal varlıkların anapara, faiz, temettü ve benzeri gelirlerinin tahsili, ödenmesi ile yeni pay alma haklarının ve hisse senetlerinden doğan oy haklarının kullanılması gibi hizmetleri müşteri adına yerine getirebileceği belirtilmektedir. Portföy yönetim şirketleri yönetim faaliyetlerinin yanı sıra yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunabilir ve danışmanlık faaliyeti

kapsamında müşterilerini vekil sıfatıyla temsil edebilirler. Portföy yönetim şirketleri hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılara yönelik portföy yönetim hizmeti verebilmektedirler.

Portföy yönetim şirketlerinin yapamayacakları işler, tebliğin 13. maddesinde şu şekilde sıralanmıştır:

- Portföy yönetim şirketleri aracılık faaliyetlerinde bulunamaz.
- Sermaye piyasası araçlarına ilişkin veya bunlardan bağımsız olarak kendi mali taahhütlerini içeren evrak çıkaramaz, ödünç para verme işlemleri yapamaz ve kredi alamaz.
- Portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetleri ile bunlara ilişkin iş ve işlemler dışında; hiç bir ticari, sınai ve zirai faaliyette bulunamaz, gerekli olanın üstünde taşınmaz mal edinemez.
- Bankalar Kanununda tanımlandığı üzere mevduat toplayamaz, mevduat toplama sonucunu verebilecek işlemler yapamaz.

Portföy yönetim şirketleri, portföy yöneticiliği faaliyeti esnasında yatırımcıların portföyündeki sermaye piyasası araçlarını ve nakdi, kendi kurumlarında ya da diğer kurumlardaki kendi hesaplarında değil, Takas ve Saklama Bankası A.Ş. bünyesinde, yatırımcılar adına ayrı ayrı saklama hesabı açarak izlemek, yatırımcılara hesapların açıldığı yerleri ve değişiklikleri, hesaplara ilişkin hareketleri bildirmek zorundadır. Şirket yöneticileri, yöneticilik faaliyeti esnasında yapılan tüm işlemlerden ve yatırımcılara verebilecekleri zararlardan ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde yatırımcıya karşı doğrudan sorumludurlar.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KURUMSAL YATIRIMCILARIN MEVCUT DURUMU VE SERMAYE PİYASALARINDAKİ DURUMLARININ ANALİZİ

3.1. Yatırım Fonları

Bu alt bölümde, yatırım fonlarının yıllara göre portföy büyüklüklerinin dağılımı, tip ve tür bazında ele alınarak, yatırım fonlarının mevcut durumu ortaya konulmaya çalışılacaktır. Daha sonra Türkiye'de yatırım fonlarının gelişmişliğini incelemek amacıyla, seçilmiş ülke verileri ile karşılaştırmalar yapılacaktır. Yatırım fonlarının gelişmişliği ile ilgili tespitler çerçevesinde, sermaye piyasalarındaki durumu ele alınacaktır.

3.1.1. Yatırım Fonlarının Mevcut Durumu

Ülkemizde ilk olarak 1987 yılında kurulan yatırım fonlarının sayısı, 2010 yılı Aralık ayı sonu itibariyle 486 adettir. Yatırım fonlarının portföy büyüklüğü ise, 2010 yılında 2009 yılına göre 3.614 milyon TL artarak 29.605 milyon TL'den 33.219 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu fonların %53,93'ünü ters repo işlemleri, %28,42'sini kamu borçlanma araçları, %7,93'ünü borsa para piyasası işlemleri, %5,63'ünü diğer yatırım araçları, kalan kısmı ise hisse senetleri ve yabancı menkul kıymetler oluşturmaktadır. Yatırım fonlarının yıllara göre portföy dağılımı Tablo 3.1'de ayrıntılı bir şekilde verilmiştir.

Tablo 3.1: Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Toplam Portföy Dağılımı (%)

Yıllar	Fon Sayısı	Toplam Değeri (Milyon TL)	Yatırımcı Sayısı	Hisse Senedi	Kamu Borçlanma Araçları	Ters Repo	Borsa Para Piyasası	Yabancı Menkul Kıymet	Diğer
1987	-	53	-	0,46	24,57	0,00	0,00	0,00	74,97
1988	-	136	-	0,17	8,68	0,00	0,00	0,00	91,15
1989	-	441	-	1,98	29,06	0,00	0,00	0,00	68,97
1990	-	1.515	-	2,14	73,75	0,00	0,00	0,00	24,11
1991	-	1.628	-	2,51	70,12	0,00	0,00	0,00	27,37
1992	-	2.982	-	1,34	85,17	0,00	0,00	2,56	10,93
1993	-	15.179	-	18,04	73,97	0,00	0,00	2,98	5,01
1994	-	27.880	-	5,06	88,95	0,00	0,00	2,38	3,61
1995	-	31.061	-	5,54	91,04	0,00	0,00	3,26	0,13
1996	-	118.424	-	5,71	92,74	0,00	0,00	1,43	0,05
1997	-	190	-	15,12	23,84	56,39	0,00	2,95	1,69
1998	-	347	-	8,45	35,07	56,08	0,00	0,29	0,11
1999	-	1.219	-	13,55	26,01	60,07	0,00	0,16	0,22
2000	-	1.938	-	12,40	12,72	74,63	0,00	0,18	0,06
2001	-	4.756	-	7,43	32,94	59,47	0,00	0,11	0,05
2002	-	9.347	-	2,56	49,28	48,04	0,00	0,10	0,02
2003	-	19.858	-	2,43	66,98	30,50	0,00	0,09	0,00
2004	253	24.444	2.632.462	2,22	67,17	27,77	2,83	0,02	0,00
2005	275	29.374	2.959.573	2,52	70,27	26,03	1,14	0,03	0,00
2006	289	22.011	2.470.909	2,70	38,27	57,53	1,39	0,09	0,02
2007	297	26.381	2.998.454	2,53	37,90	56,29	2,97	0,05	0,25
2008	340	23.746	2.938.904	1,51	43,46	50,24	4,30	0,04	0,45
2009	369	29.605	2.998.648	2,72	32,11	58,59	5,08	0,12	1,38
2010	486	33.219	3.248.601	3,71	28,42	53,93	7,93	0,39	5,63

Kaynak: SPK 2009 Faaliyet Raporu, SPK Aralık-2010 Aylık Raporlar (Erişim Tarihi 31.03.2011)

2010 yılı Aralık ayı sonu itibariyle aracı kurum ve bankalarca kurulmuş 132 adet A Tipi ve 354 adet B Tipi olmak üzere toplam 486 adet yatırım fonu bulunmaktadır. 2009 yılı ile karşılaştırıldığında A Tipi fonların sayısında 1 adet, B

Tipi fonların sayısında ise 116 adet artış gözlenmektedir. Fon sayısında gözlemlenen artış, portföy büyüklüğü açısından da gözlemlenmektedir. A Tipi yatırım fonlarının portföy büyüklüğü, 2009 yılına göre 417 bin TL artarak 1.125 milyon TL'den 1.542 milyon TL'ye yükselmiştir. B Tipi yatırım fonlarının portföy büyüklüğü ise 2009 yılına göre 3.197 milyon TL artarak 28.480 milyon TL'den 31.677 milyon TL'ye yükselmiştir. Yatırım fonu tiplerinin yıllara göre portföy büyüklükleri incelendiğinde yatırım fonları içerisinde B Tipi fonların, fonun büyük bir bölümünü oluşturduğu görülmektedir. A Tipi ve B Tipi yatırım fonlarının yıllara göre fon sayıları ve portföy büyüklükleri Tablo 3.2'de görülmektedir.

Tablo 3.2: A Tipi ve B Tipi Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Sayıları ve Portföy Büyüklükleri

Yatırım Fonları	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fon Sayıları						
A Tipi	126	126	129	126	131	132
B Tipi	149	163	168	209	238	354
Toplam	275	289	297	340	369	486
Portföy Büyüklükleri (Milyon TL)						
A Tipi	1.034	831	920	595	1.125	1.542
B Tipi	28.340	21.180	25.461	23.151	28.480	31.677
Toplam	29.374	22.011	26.381	23.746	29.605	33.219

Kaynak: SPK 2009 Faaliyet Raporu ve SPK Aralık-2010 Aylık Raporundan uyarlanmıştır (Erişim Tarihi 31.03.2011)

2010 yılının son çeyreğinde, A tipi yatırım fonlarının portföy değeri %25, katılımcı sayısı ise %9 oranında artarken; B Tipi yatırım fonlarının portföy değeri %6, katılımcı sayısı ise %2 oranında artmıştır. Yatırım fonları tip ve tür bazında ayrıma tabi tutulmadığında, tüm yatırım fonlarının portföy değerinde 2009 yılına göre %6 değerinde, katılımcı sayısında ise %3 oranında bir artış görülmektedir. A Tipi fonlar içerisinde en yaygın fon türü olarak birinci sırada 379,4 milyon TL portföy büyüklüğüne sahip endeks fon, ikinci sırada 370,85 milyon TL portföy büyüklüğüne sahip karma fon, üçüncü sırada ise 277,25 milyon TL portföy büyüklüğüne sahip değişken fon yer almaktadır. Katılma belgesi sahipliği açısından

en yaygın fon türü 185.110 katılma belgesi sahibi olan karma fon görülmektedir. B Tipi fonlar içerisinde en yaygın fon türü olarak birinci sırada 2.906.031 katılma belgesine ve 23.297,03 milyon TL portföy büyüklüğüne sahip olan likit fonlar görülmektedir. Likit fonları portföy büyüklüğü açısından 2.339,28 milyon TL portföy büyüklüğüne sahip tahvil ve bono fonu, 2.242,66 milyon TL portföy büyüklüğüne sahip değişken fon izlemektedir. Katılma belgesi sahipliği açısından 178.074 katılma belgesi sahibi olan değişken fon, 91.993 katılma belgesi sahibi tahvil ve bono fonunun önüne geçmektedir. Yatırım fonlarının tip ve tür bazında portföy büyüklükleri, katılımcı sayısı ve % değişimleri Tablo 3.3'te ayrıntılı bir şekilde görülmektedir.

Tablo 3.3: Tip ve Tür Bazında Yatırım Fonlarının Portföy Büyüklükleri ve Katılımcı Sayısı

Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri* (Milyon TL)	Son Toplam Değeri* (Milyon TL)	Değişim	İlk Katılma Belgesi Sahibi Sayısı*	Son Katılma Belgesi Sahibi Sayısı*	Değişim
A	Değişken	217,46	277,25	0,27	14.787	15.279	0,03
A	Endeks	267,78	379,4	0,42	15.852	19.014	0,20
A	Fon Sepeti	4,8	5,06	0,5	27	1	-0,96
A	Hisse	135,87	170,81	0,26	13.692	14.719	0,08
A	İştirak	156,26	200,49	0,28	4.024	4.813	0,20
A	Karma	339,92	370,85	0,9	171.181	185.110	0,08
A	Sektör	0,35	0,3	-0,14	71	61	-0,14
A	Yab. Menk. Kıyt.	0,9	1,24	0,38	418	416	0,00
A Tipi Toplam		1.123	1.405	0,25	220.052	239.413	0,09
B	Değişken	2.108,78	2.242,66	0,06	176.148	178.074	0,01
B	Endeks	144,33	159,57	0,11	1	1	0,00
B	Fon Sepeti	9,64	8,54	-0,11	141	92	0,35
B	Karma	2,55	3,65	0,43	538	583	0,08
B	Kıyt. Maden	324,52	485	0,49	29.921	36.608	0,22
B	Likit	22.224,79	23.297,03	0,05	2.842.988	2.906.031	0,02
B	Tahvil ve Bono	2.259,83	2.339,28	0,04	93.562	91.993	-0,02
B	Yab. Menk. Kıyt.	89,34	133,34	0,49	6.461	6.327	-0,02
B Tipi Toplam		27.163,78	28.669,09	0,06	3.149.760	3.219.709	0,02
Genel Toplam		28.287,12	30.074,50	0,06	3.369.812	3.459.122	0,03

Kaynak: Kurumsal Yatırımcı Dergisi 12. Sayı s. 68 (<http://www.tkyd.org.tr/T/dergi.html> erişim tarihi 30.03.2011) (*1 Ekim 2010-3 Ocak 2011 verileri kullanılmıştır.)

Ayrıca ülkemizde 2010 yılı sonu itibariyle 69 adet de yabancı yatırım fonu bulunmaktadır. Yabancı yatırım fonlarının portföy değeri 2009 yılına göre 3 milyon TL azalarak 58 milyon TL'den 55 milyon TL'ye düşmüştür. ABD Doları bazında ise 2009 yılına göre 4 milyon ABD Doları azalarak 39 milyon ABD Dolarından 35 milyon ABD Dolarına düşmüştür. Yabancı yatırım fonlarının yıllar itibariyle sayısı ve portföy büyüklüğü Tablo 3.4'te görülmektedir.

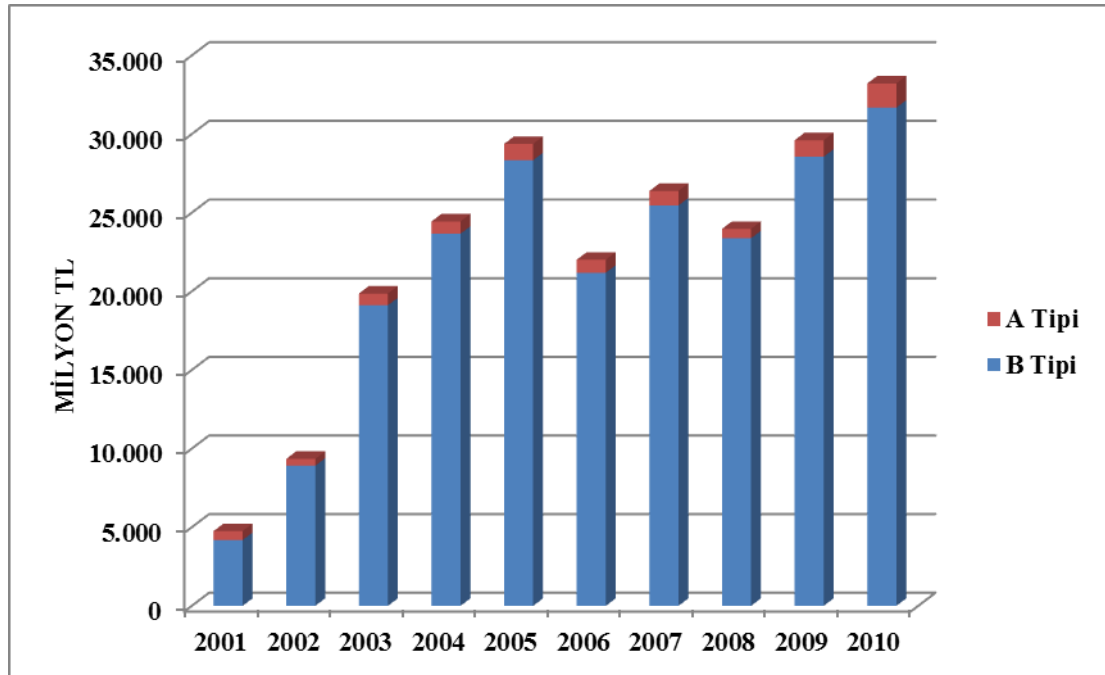
Tablo 3.4: Yabancı Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Portföy Büyüklüğü

Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fon Sayısı	20	21	40	47	47	53	60	60	80	77	69
Portföy Değeri											
Milyon TL	2	28	29	28	27	34	74	90	54	58	55
Milyon \$	4	20	18	20	20	25	52	77	34	39	35

Kaynak: SPK Aralık-2010 Aylık Rapor (Erişim Tarihi 05.04.2011)

3.1.2. Yatırım Fonlarının Durumunun Analizi

Yatırım fonlarının portföy büyüklüğünde 2002 yılından itibaren büyük bir gelişme gözlenmektedir. Yatırım fonlarının 2002 yılında portföy büyüklüğü 9.35 milyon TL seviyesinde iken, 2010 yılı sonunda 33.22 milyon TL'lik bir büyüklüğe ulaşmıştır. Yatırım fonları ülkemiz sermaye piyasasında oldukça geniş bir alan kaplamaktadır. Sektörün gelişiminde dikkat çeken husus gerek yatırımcı sayısı açısından, gerekse portföy değeri ve sayısı açısından ağırlığın B Tipi yatırım fonlarında oluşudur. A Tipi ve B Tipi yatırım fonlarının yıllar itibariyle portföy büyüklüklerinin değişimi Grafik 3.1 'de görülmektedir.

Grafik 3.1: A Tipi ve B Tipi Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Portföy Büyüklükleri

Kaynak: SPK Aralık-2010 Aylık Raporundan Uyarlanmıştır (Erişim Tarihi 05.04.2011)

Yatırım fonlarının portföy büyüklüğünün GSYİH'ye oranı, kurumsal yatırımcı tabanının ülkedeki gelişmişliğinin göstergesidir. Portföy büyüklüğünün GSYİH içindeki payı incelendiğinde, ABD'nin 11.121 milyar ABD Doları yatırım fonu büyüklüğü ile Dünyada yatırım fonu sektöründe önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. Portföy büyüklüğü ile dikkat çeken ülkede yatırım fonlarının sayısı 7691, yatırım fonlarının portföy değerinin GSYİH'ye oranı ise %78'dir. Seçilen 7 ülke arasında en düşük portföy büyüklüğüne sahip olan Türkiye'de yatırım fonlarının portföy değeri 19 milyar ABD Doları, portföy büyüklüğünün GSYİH'ye oranı ise %3'tür. Yıllar itibariyle hem fon çeşitliliğinin hem de fon sayısının artışı, yatırım fonları sektörünün güçlü bir büyüme potansiyeline sahip olduğunu göstermektedir. Ancak, yatırım fonlarının portföy büyüklüğünün GSYİH'ye oranı diğer ülkelerle karşılaştırıldığında oldukça düşük kalmaktadır. Bu oran, ülkemizde yatırım fonu sektörünün hala gelişmekte olduğunu göstermektedir. Nitekim, gelişmiş ülkelerin yatırım fonları portföy büyüklüğünün GSYİH'ye oranı %70 iken, bu oran gelişmekte olan ülkelere %5 civarındadır. Ülkemizde bu oranın %3 oluşu yatırım fonlarının durumunu açıkça ortaya koymaktadır. Seçilmiş ülkelerin fon sayısı, portföy

büyüklikleri ve portföy büyüklüklerinin GSYİH'ye oranı Tablo 3.5'de görülmektedir.

Tablo 3.5: Yatırım Fonlarının Sayısı, Portföy Değeri ve Portföy Değerinin GSYİH'ye Oranı

Ülkeler	Yatırım Fonlarının Portföy Değeri Milyar \$	Fon Sayısı	Yatırım Fonu Portföy Değerinin GSYİH Oranı
ABD	11.121	7.691	0,78
Almanya	318	2.067	0,09
İngiltere	729	2.266	0,33
İtalya	279	675	0,13
Japonya	661	3.656	0,13
Kanada	565	2.075	0,42
Türkiye	19	369	0,03

Kaynak: SPK, Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler- Aralık 2010 (Erişim Tarihi 15.04.2011)

Yatırım fonu sektörünün yıllar itibariyle gelişimi, portföy büyüklükleri, fon sayısı, yatırımcı sayısı ve portföy büyüklüğünün GSYİH'ye oranı olarak çeşitli gelişmiş ülkeler verileriyle karşılaştırılmıştır. Ortaya çıkan sonuç ise, ülkemizde yatırım fonu sektörünün ilerleme kaydettiği ancak karşılaştırma yapılan ülkelerin seviyesine henüz ulaşmadığı yönündedir. Ülkemizde B Tipi yatırım fonlarının içinde ağırlıklı payın, hızla nakde çevrilebilme özelliğine sahip olan likit fonlardan oluşması, yatırımcıların risk almaktan kaçındıklarını ve kısa vadeli para dolaşımına ihtiyacının olduğunu gösterir. Yatırımcıların, uzun vadede daha çok getiri sağlayan fonlar yerine likit fonlara yönelmesi ve fonun büyük bir bölümünün ters repo ve kamu borçlanma araçlarından oluşması ise yatırımcıların devlet garantisi isteğinin sonucudur. Bu durum, sermaye piyasalarında güven ortamının yeteri kadar yaratılmadığını ortaya koymaktadır. Yatırım fonlarında ağırlıklı payın likit fonlardan oluşması nedeniyle, yatırım fonu sektörünün görüldüğünden daha az geliştiği söylenebilir.

Sermaye piyasasının gelişimi açısından, yatırım fonları sektörünün etkinliğinin artırılması son derece önemlidir. Bu nedenle, tüm kurumsal yatırımcı türlerinde olduğu gibi, yatırım fonlarında da şeffaflık ön planda tutulmalıdır. Bu kapsamda, yatırımcıların korunması ve bilgilendirilmesi amacıyla yatırım fonlarına uygulanan ücret ve komisyonların kamuya açıklanmasına yönelik olarak, bir takım düzenlemelere gidilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun yatırım fonlarına ilişkin yaptığı düzenlemeyle¹⁸, likit fonlar dâhil olmak üzere yatırım fonlarına uygulanan yönetim ücreti ile fona giriş ve fondan çıkış komisyonlarının, kurucunun resmi internet sitesinde yatırımcıların kolaylıkla ulaşabileceği şekilde ilan edilmesi sağlanmıştır. Ayrıca, günlük ve yıllık yönetim ücreti oranlarıyla, giriş ve çıkış komisyonlarının hangi şartlar dâhilinde yatırımcılardan tahsil edileceği bilgilerine de ayrıntılı olarak yer verilmesi zorunluluğu getirilmiştir.

3.2. Yatırım Ortaklıkları

Bu alt bölümde, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yıllar itibariyle portföy büyüklükleri, portföy dağılımları ve şirket sayıları ayrı ayrı ele alınarak yatırım ortaklıklarının mevcut durumu ortaya konulmaya çalışılacaktır. Yatırım ortaklıklarının gelişmişliği ile ilgili tespitler çerçevesinde, sermaye piyasalarındaki durumu incelenecektir.

¹⁸ 7 Ağustos 2010 tarihli ve 27665 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" ile, "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğine" 49/A maddesi eklenmiştir. Maddede "*Yatırım fonlarına uygulanan yönetim ücreti ile giriş ve çıkış komisyonlarının kurucunun resmi internet sitesinde yatırımcıların kolaylıkla ulaşabileceği şekilde ilan edilmesi gerekmektedir. Yapılan açıklamada, günlük ve yıllık yönetim ücreti oranları ile giriş ve çıkış komisyonlarının hangi şartlar dâhilinde yatırımcılardan tahsil edileceği bilgilerine ayrıntılı olarak yer verilmelidir. Kurul yatırım fonlarına uygulanan yönetim ücretleri için üst sınır belirleyebilir.*" ibaresi geçmektedir.

3.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

Tablo 3.6'dan görülebileceği üzere, ülkemizde 2010 yılı Aralık ayı sonu itibariyle 31 adet menkul kıymet yatırım ortaklığı bulunmaktadır. Ortaklıkların net aktif değeri 750 milyon TL'dir. Yatırım ortaklıklarının portföylerinin %37,13'ü hisse senedinden, %38,74'ü kamu borçlanma araçlarından, %18,27'si ters repo işlemlerinden; kalan kısım ise borsa para piyasası işlemleri, yabancı menkul kıymetler ve diğer yatırım araçlarından oluşmaktadır.

Tablo 3.6: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Portföy Dağılımı (%)

Yıl	Ortaklık Sayısı	Net Aktif Değeri (TL)	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Senedi	Kamu Borçlanma Araçları	Ters Repo	Borsa Para Piyasası	Yabancı Menkul Kıymet	Diğer
1998	17	20.707.033	14.412.492	50,45	14,46	34,63	0,00	0,00	0,46
1999	21	84.245.181	65.429.114	57,09	12,96	27,02	0,00	0,00	2,93
2000	21	78.578.764	69.698.453	56,25	12,39	30,57	0,00	0,00	0,79
2001	22	128.225.194	95.252.131	51,31	23,07	22,79	0,00	0,00	2,82
2002	22	138.926.236	71.413.233	47,09	32,13	20,51	0,00	0,00	0,27
2003	22	223.676.358	159.320.867	54,60	32,87	11,82	0,00	0,00	0,71
2004	23	314.433.125	297.587.329	62,56	27,21	8,28	1,95	0,00	0,00
2005	26	488.241.858	451.989.894	53,36	31,52	12,59	2,52	0,00	0,00
2006	30	539.905.746	424.047.329	50,85	25,56	20,27	3,05	0,00	0,27
2007	33	688.549.233	432.805.332	43,41	35,28	20,70	0,38	0,00	0,23
2008	34	552.782.693	492.113.538	35,78	41,59	21,28	0,18	0,17	0,99
2009	33	712.026.592	500.843.927	35,17	37,61	26,15	0,13	0,20	0,73
2010	31	750.002.592	536.681.532	37,13	38,74	18,27	0,29	0,25	5,32

Kaynak: SPK Aralık-2010 Aylık Rapor (Erişim Tarihi 31.03.2011)

2009 yılında 454 milyon ABD Doları portföy büyüklüğüne sahip olan yatırım ortaklıklarının 2010 yılı sonundaki toplam portföy büyüklüğü %7 artarak 487 milyon ABD Doları yani 750 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2009 yılında 3 adet menkul kıymet yatırım ortaklığı zarar ederken; 2010 yılında zarar eden menkul kıymet yatırım ortaklığı sayısı 9'dur. 2009 yılında 31 adet menkul kıymet yatırım ortaklığının 28

adedi dönemi toplam 149 milyon TL net kâr ile kapatmıştır. 2010 yılında ise toplam net kâr %59 azalarak 61,7 milyon TL'ye düşmüştür (<http://www.vakifyatirimortakligi.com.tr/v2/faaliyetraporu.asp> / Erişim Tarihi 15.04.2011). Sektör verileri dikkate alındığında, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kurumsal yapı içerisinde yeterli büyüklüğe ulaşamadığı görülmektedir.

3.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

En önemli işlevlerinden biri gayrimenkul piyasasındaki kayıt dışı işlemleri ortadan kaldırmak ve gayrimenkul sektörünün yeterli şeffaflığa kavuşmasını sağlamak olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, faaliyet konusu yönünden büyük bir önem arz etmektedir. Gayrimenkul piyasasında kurumsal yatırımcı kimliği ile anılan GYO'ların, gayrimenkul sektörünün kurumsallaşmasında önemli adımlar attığı düşünülmektedir. Özellikle uzun vade yapılarıyla, ekonomik istikrarın sağlanması yolunda, sektörün oldukça büyük bir potansiyel taşıdığı söylenebilir. 2010 yılında sektöre önemli bir kurumsal sermaye girişi sağlayan GYO'ların, gelecek dönemlerde, sayısında ve toplam portföy büyüklüklerinde artış olması beklenmektedir. Özellikle ülkemizde, toplumun yatırım alışkanlıklarının başında gayrimenkullerin önemli bir yer tutması sektöre olan talebi artıracaktır.

Tablo 3.7'den görülebileceği üzere ülkemizde 2010 yılı Aralık ayı sonu itibariyle toplam net aktif değeri 13.907 milyon TL, piyasa değeri ise 11.062 milyon TL olan 21 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyet göstermektedir. Ortaklıkların portföylerinin %58,10'unu gayrimenkul yatırımları, %24,30'unu gayrimenkul projeleri, %1,80'ini kamu borçlanma araçları, kalan kısmı ise ters repo ve diğer yatırım araçlarından oluşmaktadır.

Tablo 3.7: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Dağılımı (%)

Yıl	Ortaklık Sayısı	Net Aktif Değeri (Bin TL)	Piyasa Değeri (Bin TL)	G	GP	KB	TR	BPP	Diğer
1997	2	8.800	15.000	45,00	0,00	0,00	55,00	0,00	0,00
1998	5	135.799	37.519	84,71	10,67	2,72	1,90	0,00	0,00
1999	8	418.513	421.028	17,62	65,17	4,39	12,81	0,00	0,00
2000	8	531.873	313.307	47,16	43,87	3,62	4,36	0,99	0,00
2001	8	890.575	475.975	72,97	25,36	1,12	0,36	0,19	0,00
2002	9	1.081.125	338.714	72,80	23,08	2,37	0,23	1,53	0,00
2003	9	1.178.915	543.092	72,16	20,09	5,35	0,01	2,39	0,00
2004	9	1.382.911	1.445.753	90,63	0,00	0,00	0,00	9,37	0,00
2005	9	2.209.379	2.489.225	84,86	0,00	0,00	0,00	14,71	0,43
2006	11	2.480.857	2.081.671	93,79	0,21	6,01	0,00	0,00	0,00
2007	13	3.886.043	3.189.974	82,18	0,14	17,54	0,00	0,00	0,00
2008	14	4.269.388	3.045.946	86,75	3,43	4,30	0,01	5,51	0,00
2009	14	4.346.030	2.853.765	69,54	17,44	4,39	0,00	0,00	8,63
2010	21	13.907.411	11.062.318	58,10	24,30	1,80	0,03	0,00	15,77

Kaynak: SPK Aralık-2010 Aylık Raporlar (Erişim Tarihi 31.03.2011) **G:** Gayrimenkul, **GP:** Gayrimenkul Projeleri, **KB:** Kamu Borçlanma Araçları, **TR:** Ters Repo, **BPP:** Borsa Para Piyasası İşlemleri

Tablo 3.7’de GYO’ların portföy dağılımları yıllar itibariyle incelendiğinde, tüm varlıklar içerisinde gayrimenkul yatırımlarının, 2001 yılından itibaren, oran olarak %58’in altına inmediği görülmektedir. GYO’ların faaliyet konusu itibariyle, portföylerinde ağırlığı gayrimenkul yatırımlarına vermeleri, GYO’ların portföy gelirlerinin yarısından fazlasını gayrimenkul yatırımlarından sağladığını göstermektedir. GYO’ların portföylerinin menkul kıymet yatırım araçları açısından ise çok zayıf kaldığı görülmektedir.

2010 yılı sonu itibariyle gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yönettikleri portföy büyüklüğü 2009 yılına göre 12.506 milyon TL artarak 4.739 milyon TL’den 17.245 milyon TL’ye yükselmiştir. ABD Doları bazında yönetilen portföy büyüklüğü 2009 yılına göre 8.017 milyon ABD Doları artarak 3.172 milyon ABD Dolarından

11.189 milyon ABD Dolarına yükselmiştir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yıllara göre portföy büyüklükleri Tablo 3.8’de görülmektedir.

Tablo 3.8: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yönettikleri Portföylerin Büyüklüğü

Portföy Değeri	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Milyon TL	531	890	1,081	1,179	1,383	2,209	2,480	4,117	4,269	4,739	17,245
Milyon \$	792	621	661	845	1,030	1,645	1,756	2,471	2,652	3,172	11,189

Kaynak: SPK Aralık-2010 Aylık Raporlar (Erişim Tarihi 05.04.2011)

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa değeri, sermaye piyasalarındaki etkinlik düzeyi için kullanılan en önemli göstergedir. GYO’ların 2009 yılında ülkeler bazında piyasa değeri Tablo 3.9 kullanılarak incelendiğinde, ABD 271.850 milyon Dolar piyasa değeri büyüklüğüyle ilk sırada, Avustralya ise 70.747 milyon ABD Doları piyasa değeri ile ikinci sıradadır. Türkiye’deki GYO’ların piyasa değeri ise 1.890 milyon ABD Doları olup, Türkiye’nin alt sıralarda olduğu görülmektedir.

Tablo 3.9: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ülkelere Göre Piyasa Değeri

Piyasa Değeri (Milyon Dolar)			
Ülkeler	2009	Ülkeler	2009
ABD	271.850	Hong Kong	9.519
Avustralya	70.747	Belçika	6.761
Fransa	64.526	Güney Afrika	3.401
İngiltere	37.176	Yeni Zelanda	2.540
Japonya	29.432	Türkiye	1.890
Singapur	23.134	Malezya	1.543
Kanada	20.610	Almanya	713
Hollanda	12.234	Güney Kore	133

Kaynak: SPK, Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler- Aralık 2010 (Erişim Tarihi 15.04.2011)

Türkiye’de 2010 yılı sonu itibariyle, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa değeri 2010 yılında 2.853 milyon TL’den 8.209 milyon TL artarak 11.062

milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış dolar bazında değerlendirildiğinde GYO'ların piyasa değeri 1,89 milyar ABD Doları iken %266 artışla 7 milyar ABD Doları'na yükselmiştir (KOTEDER, 2011: 2). Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının¹⁹ piyasa değerinde meydana gelen bu büyük artışın nedeni, halka açılan 6 GYO ve yatırım ortaklığından GYO'ya dönüşen 1 şirketin piyasa değerine yaptığı katkıdır. Ülkeler bazında 2010 yılı piyasa değerleri henüz açıklanmadığı için, 2010 yılında Türkiye'de piyasa değerinde meydana gelen artışın, diğer ülkelerle kıyaslanma durumu mümkün olmamıştır. Ancak, piyasa değerindeki %266'lık artış, gayrimenkul sektörü açısından önemli bir gelişme olarak görülmektedir.

3.2.3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Girişim sermayesi, çeşitli yatırım projelerinin hayata geçirilmesi, büyümesi ve gelişmesi yolunda şirketlere finansal destek sağlamakta ve bunun karşılığında şirketlerin hisse senetlerini satın alarak sermaye piyasalarının daha etkin bir yapıya kavuşmasına yardımcı olmaktadır. Bu açıdan girişim sermayesi yatırımlarında, yatırım ortaklığının, hisse senetlerini halka arz yoluyla elden çıkarması sistemin en temel beklentisidir. Ancak, ülkemizde girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yatırımlardan çıkışı incelendiğinde, hisse senetlerinin halka arzı ile sonuçlanan yatırım işleminin bulunmadığı, hisselerin genelde kurucu ortaklara ya da yabancı girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına satılarak elden çıkarıldığı ya da yatırımların tasfiye ile sonuçlandığı görülmektedir.

Türkiye'de girişim sermayesi yatırımlarının daha etkin uygulanması için özel sektör, devlet, finansal kuruluşlar ve üniversiteler iş birliği geliştirmelidir (PARADOKS, 2008: 7). Ancak, girişim sermayesi yatırımlarının yaygınlaşması ve başarılı bir şekilde uygulanmasında, kuruluşların iş birliği içerisinde olma gerekliliği ve tanıtım faaliyetleri, girişim sermayesi yatırımları için gerekli alt zeminin

¹⁹ 2010 yılında halka açılan Emlak Konut GYO, İdealist GYO, Martı GYO, Reysaş GYO, Torunlar GYO, TSKB GYO ile yatırım ortaklığından GYO'ya dönüşen Avrasya GYO olmak üzere toplam 7 adettir (KOTEDER, 2011:2).

oluşturulmasından sonra uygulanabilirliği artıracaktır. Ülke ekonomisinin istikrarlılık düzeyi ve sermaye piyasasının gelişmişliği ise girişim sermayesi yatırımlarının etkinliğinin sağlanmasında büyük bir önem arz etmektedir.

Tablo 3.10’da görülebileceği üzere, sermaye piyasasında, 2010 yılı Aralık ayı sonu itibariyle net aktif değeri 170,1 milyon TL ve piyasa değeri 187 milyon TL olan, 2 adet girişim sermayesi yatırım ortaklığı²⁰ faaliyet göstermektedir. Ortaklıkların portföylerinin %54,79’unu risk sermayesi yatırımları, %8’ini kamu borçlanma araçları, %37,21’ini ise diğer yatırım araçları oluşturmaktadır.

Tablo 3.10: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yıllara Göre Portföy Dağılımı (%)

Yıl	Ortaklık Sayısı	Net Aktif Değeri (TL)	Piyasa Değeri (TL)	Risk Sermayesi Yatırımları	Kamu Borçlanma Araçları	Borsa Para Piyasası	Ters Repo	Diğer
2000	1	3.301.398	2.835.000	54,18	0,00	0,00	45,78	0,04
2001	1	3.892.627	7.200.000	57,18	0,00	0,00	5,69	37,13
2002	1	3.770.586	4.230.000	62,49	16,99	0,00	0,00	20,52
2003	1	4.148.263	4.342.500	57,82	41,86	0,00	0,00	0,32
2004	2	104.276.334	85.230.000	74,29	0,00	0,00	0,00	25,71
2005	2	110.784.098	93.177.000	48,38	0,00	0,00	0,00	51,62
2006	2	126.602.203	95.922.000	53,75	46,25	0,00	0,00	0,00
2007	2	128.816.936	53.406.000	53,67	24,22	0,00	0,00	22,11
2008	2	141.320.138	40.824.000	52,41	13,72	0,00	0,01	33,86
2009	2	154.432.392	81.855.000	40,84	18,99	0,00	0,01	40,15
2010	2	170.128.399	187.056.000	54,79	8,00	0,00	0,00	37,21

Kaynak: SPK Aralık-2010 Aylık Raporlar (Erişim Tarihi 31.03.2011)

²⁰Ülkemizde 2010 yılı sonu itibariyle faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırım ortaklıkları; İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve RHEA Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’dir.

2010 yılı sonu itibariyle girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yönettikleri portföyün büyüklüğü 2009 yılına göre 33,7 milyon TL artarak 153,3 milyon TL'den 187 milyon TL'ye yükselmiştir. ABD Doları bazında yönetilen portföy büyüklüğü, 2009 yılına göre 18 milyon ABD Doları artarak 103 milyon ABD Dolarından 121 milyon ABD Dolarına yükselmiştir. Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yıllara göre portföy büyüklükleri Tablo 3.11'de görülmektedir.

Tablo 3.11: GSYO Yönettikleri Portföy Büyüklüğü

Portföy Değeri	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bin TL	3000	4000	4000	4000	104.000	93.000	127.000	129.000	141.000	153.291	187.056
Milyon\$	5	3	2	3	78	69	90	149	90	103	121

Kaynak: SPK Aralık-2010 Aylık Raporlar (Erişim Tarihi 05.04.2011)

Ülkemizde girişim sermayesi sektöründe, 2009 yılında 5 adet olan işlem sayısı, 2010 yılında 23 adet işlem sayısına ulaşarak, büyük bir gelişme göstermiştir. Girişim sermayesi yatırımlarında ağırlık verilen sektörler incelendiğinde, servis, sağlık, kimya, teknoloji, bilişim, perakende, medya, gıda, tarım, lojistik, telekom, üretim gibi çeşitli sektörlerle yer verildiği görülmektedir. Türkiye'de 2009 ve 2010 yıllarında gerçekleşen girişim sermayesi yatırımları Tablo 3.12'de görülmektedir.

Tablo 3.12: Türkiye’de 2009 ve 2010 Yıllarında Gerçekleşen Girişim Sermayesi Yatırımları

	Alıcı	Ülkesi	Hedef Şirket	Sektör
2010 Yılı Toplam 23 İşlem	İş Girişim/HSBC	Türkiye	Havaş	Servis
	NBK	Kuveyt	Dünya Göz Hastanesi	Sağlık
	Bancroft	İngiltere	Kayalar Kimya	Kimya
	Rhea	Türkiye	Seta Tıbbi Cihazlar	Sağlık
	Rhea	Türkiye	Netsafe Bilgi Teknolojileri	Bilişim
	Kerten PE	İrland	House Apart	Servis
	Rhea	Türkiye	Envitec Çevre Teknolojileri	Teknoloji
	Ashmore	Türkiye	Nezih Kitabevi	Perakende
	Esas Holding	Türkiye	AFM	Eğlence
	Argus Capital/QFIB	İngiltere, Katar	Memorial Hospitals	Sağlık
	Riverside	CEE	Tropikal	Perakende
	Turkven	Türkiye	Domino’s Pizza	Gıda
	Rhea	Türkiye	Marfer	Lojistik
	Investcorp	Bahreyn	Tiryaki	Tarım
	Actera Group	Türkiye	Cinemars	Eğlence
	Kobi Girişim Sermayesi	Türkiye	EMD Medikal	Sağlık
	Eurasia CP/FMO/Balkan Accession Fund	Türkiye, Hollanda	Wenice	Perakende
	One Equity Partners/Rhea	ABD, Türkiye	Netaş	Telekom
	Rhea	Türkiye	Dent İstanbul	Sağlık
	NBGI	Yunanistan	Sante	Sağlık
	NBK	Kuveyt	Kılıç Balık	Balıkçılık
	Invus	ABD	Airties	Teknoloji
	Argus Capital	İngiltere	Kale Ambalaj	Üretim
2009 Yılı Toplam 5 İşlem	Actera	Türkiye	Super FM, Metro FM, Joy FM, Joy Türk FM	Medya
	Bedminster Capital	İngiltere	Anadolu Gıda Sanayi	Gıda
	Bridgepoint	İngiltere	TuvTurk	Otomotiv
	Carlyle	Amerika	Medical Park Hastaneleri	Sağlık
	Invest ABD	BAE	Ekol Lojistik	Lojistik

Kaynak: İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı 2010 Faaliyet Raporu (Erişim Tarihi 18.04.2011)

Girişim sermayesi işlemlerinin Dünya genelindeki durumu, girişim sermayesi yatırımlarının gelişmişliğinin belirlenmesinde en önemli veridir. Girişim sermayesi işlemlerinin, 2010 yılında Dünya genelinde toplam değeri 236.240 milyon ABD

Doları'dır. Bölgesel olarak incelendiğinde Amerika girişim sermayesi işlemlerinde 118.500 milyon ABD Doları işlem değeri ile ilk sırada yer almaktadır. Avrupa ise 81.563 milyon ABD Doları işlem değeri ile 2. Sırada yer almaktadır. Dünya genelinde girişim sermayesi yatırımlarının ABD ve Avrupa ülkelerinde ağırlığının yüksek olduğu görülmektedir. Dünya girişim sermayesi işlemlerinin bölgelere göre dağılımı Tablo 3.13'de görülmektedir.

Tablo 3.13: Dünyadaki Girişim Sermayesi İşlemlerinin Bölgelere Göre Dağılımı

Hedef Şirket Bölgesi	Toplam İşlem Değeri (Milyon ABD Doları)	Toplam İşlem Sayısı	İşlem Başına Değer (Milyon ABD Doları)	Toplam İşlem Değeri İçerisindeki Payı (%)
Amerika	118.500	1357	87,3	50,2
Avrupa	81.563	1652	49,4	34,5
Asya-Pasifik	30.297	467	64,9	12,8
Japonya	3.930	175	22,5	1,7
Afrika-Orta Doğu	1.950	41	47,5	0,8
Toplam	236.240	3692	64,0	100

Kaynak: İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı 2010 Faaliyet Raporu (Erişim Tarihi 18.04.2011)

Ülkemizde girişim sermayesi yatırımlarının 2010 yılı sonu itibariyle değeri 121 milyon ABD Doları'dır. Bu miktar Dünya geneli ile kıyaslandığında son derece küçük kalmaktadır. Ülkemizde girişim sermayesi yatırımlarının son yıllarda artan bir eğilim gösterdiği, özellikle 2010 yılında 23 adet girişim yatırımı ile büyük bir büyüme kaydedildiği söylenebilir.

3.3. Borsa Yatırım Fonları

Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında alternatif bir sermaye aracı olarak ortaya çıkan borsa yatırım fonları, ülkemizde yaklaşık 3 yıllık bir geçmişe sahiptir. Kurumsal yapı içerisinde henüz çok küçük bir hacme sahip olan fonların faaliyete geçmesi ile sermaye piyasası yeni bir kurumsal yatırımcı tabanına kavuşmuştur. Bazı çevrelerce, ülkemizde yatırım fonlarının katılımcı sayısı ve ulaştığı portföy

büyüklüğü ele alındığında, yeni bir yatırım alternatifi olarak ortaya çıkan borsa yatırım fonları için önemli bir yatırımcı kitlesinin mevcut olduğu düşünülmektedir. Hisse senedi gibi gün içerisinde alınıp satılabilme özelliği nedeniyle, yatırım fonlarına göre daha kolay nakde çevrilebilen borsa yatırım fonları, gösterge niteliğindeki net aktif değerlerinin, gün içinde 15 saniyede bir kamuya açıklanmaları nedeniyle, daha şeffaf bir yapıya sahiptir. Ayrıca borsa yatırım fonlarının yönetim ücreti, diğer yatırım fonlarının yönetim ücretinin 1/3'ü kadardır. Yönetim ücretinin yatırım fonlarına göre daha az oluşu, borsa yatırım fonlarını yatırım fonlarına göre daha avantajlı kılmaktadır. Ancak, ülkemiz sermaye piyasalarında kamu borçlanma araçlarına olan talep, yani yatırımcıların devlet garantisi isteği, borsa yatırım fonlarını geri planda bırakabilir (www.tkyd.org.tr/data/T/etf.doc / erişim tarihi 22.04.2011).

2008 yılı itibariyle halka arz edilmiş ve IMKB bünyesindeki fon pazarında işlem görmekte olan borsa yatırım fonları, 2010 yılı sonu itibariyle 11 adettir. Toplam değeri 236 milyon TL olan bu fonlardan 1 tanesi altın endeksini, 2 tanesi tahvil ve bono endeksini, 8 tanesi ise çeşitli hisse senedi endekslerini baz almaktadır. Borsa yatırım fonlarının yıllara göre portföy büyüklükleri ve kurucuları Tablo 3.14'de görülmektedir.

Tablo 3.14: Borsa Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Portföy Büyüklükleri

Fonun Kurucusu	Fonun Ünvanı	Fonun Değeri (TL)		
		2008	2009	2010
Akbank T.A.Ş.	S&P/ IFCI Türkiye A Tipi	1.280.584	-	-
Bizim Menkul Değerler A.Ş.	Dow Jones DJIM Türkiye A Tipi	4.972.046	2.405.900	2.390.814
Finansbank A.Ş.	Dow Jones İstanbul 20 A Tipi	26.733.023	32.095.299	31.242.196
Finansbank A.Ş.	DJ Banka BYF	-	1.061.406	-
Finansbank A.Ş.	Küçük ve Orta Ölç. Smst İst. 25 A Tipi	1.203.459	-	-
Finansbank A.Ş.	GT-30 A Tipi	-	-	4.595.164
Finansbank A.Ş.	İMKB 30		73.609.867	11.515.542
Finansbank A.Ş.	İstanbul Gold B Tipi Altın	33.344.098	77.460.729	102.094.057
Finansbank A.Ş.	FTSE İstanbul Bono Fbıst B Tipi	106.125.620	42.860.653	48.210.752
Finansbank A.Ş.	Yüksek Piy. Değerli A Tipi	-	-	10.161.023
Finansbank A.Ş.	Mali Sektör Dışı Nfıst İst. 20 A Tipi	790.794	1.764.066	9.269.273
İş Yatırım Menkul Değ. A.Ş.	Dow Jones Türkiye Eşit Ağır 15 A	5.140.479	9.341.765	2.341.819
İş Yatırım Menkul Değ. A.Ş.	İboxx Türkiye Göst. Tahvil B Tipi	14.976.708	12.528.583	12.915.396
T. Garanti Bankası A.Ş.	MSCI Türkiye A Tipi	-	-	1.338.095
Toplam Değer		194.566.811	253.128.268	236.074.131

Kaynak: SPK 2008-2009 Faaliyet Raporu, SPK Aralık-2010 Aylık Raporlarından Uyarlanmıştır.

3.4. Emeklilik Fonları

Bu alt bölümde, emeklilik fonlarının yıllara göre portföy büyüklükleri ve portföy büyüklüklerinin dağılımı, yatırımcı sayısı ele alınarak, emeklilik fonlarının mevcut durumu ortaya konulmaya çalışılacaktır. Daha sonra Türkiye’de emeklilik fonlarının gelişmişliğini incelemek amacıyla, seçilmiş ülke verileri ile karşılaştırmalar yapılacaktır. Emeklilik fonlarının gelişmişliği ile ilgili tespitler çerçevesinde sermaye piyasalarındaki durumu ele alınacaktır.

3.4.1. Emeklilik Fonlarının Mevcut Durumu

Tablo 3.15'ten görülebileceği üzere, 2010 yılı Aralık ayı sonu itibariyle halka arz edilmiş olan emeklilik fonlarının sayısı 140 adettir. Emeklilik fonlarının portföy büyüklüğü, 2009 yılına göre 2.912 milyon TL artarak 9.105 milyon TL'den 12.017 milyon TL'ye yükselmiştir. Fonların %57,78'ini kamu borçlanma araçları, %11,99'unu hisse senetleri, %13,40'ını ters repo işlemleri, %16,66'sını diğer yatırım araçları, kalan kısmı ise borsa para piyasası işlemleri ve yabancı menkul kıymetler oluşturmaktadır.

Tablo 3.15: Emeklilik Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Portföy Dağılımı (%)

Yıl	Fon Sayısı	Toplam Değeri (Bin TL)	Yatırımcı Sayısı	Hisse Senedi	Kamu Borçlanma Araçları	Ters Repo	Borsa Para Piyasası	Yabancı Menkul Kıymet	Diğer
2003	68	42.779,00	-	11,18	69,46	13,76	0,82	4,20	0,57
2004	81	296.124,83	1.040.217	13,32	72,44	9,07	3,33	1,84	0,00
2005	96	1.219.049,10	2.025.705	11,12	80,41	5,35	0,91	0,76	1,45
2006	102	2.821.384,52	2.807.557	8,59	73,03	14,43	2,50	0,69	0,75
2007	104	4.558.886,00	4.384.501	11,60	68,87	13,66	0,42	0,51	4,94
2008	121	6.041.612,07	4.973.552	7,68	69,74	15,68	0,01	0,53	6,36
2009	130	9.105.097,38	5.369.431	10,01	68,68	15,26	0,42	0,32	5,31
2010	140	12.017.953,46	5.014.298	11,99	57,78	13,40	0,03	0,14	16,66

Kaynak: SPK Aralık-2010 Aylık Raporlar (Erişim Tarihi 31.03.2011)

Emeklilik fonlarının yönettikleri portföyün yıllara göre toplam değerlerinin görüldüğü tabloda, emeklilik fonlarının portföy büyüklüğünde, yıllar itibariyle, istikrarlı bir artış dikkat çekmekte ve bu istikrarlı artış yatırımcı sayısında da gözlenmektedir. Emeklilik fonlarının portföy dağılımlarına bakıldığında ise, portföylerinin büyük bir bölümünün kamu borçlanma araçlarından oluştuğu görülmektedir.

3.4.2. Emeklilik Fonlarının Durumunun Analizi

Bireysel emeklilik sisteminin bir uzantısı olarak uygulamaya konulan emeklilik fonları, sistemin işleyişi bakımından taşıdığı önemin yanı sıra, kurumsal yatırımcı kimliği ile de sermaye piyasalarında önemli bir role sahiptir. Ülkemizde kısa bir geçmişe sahip olan emeklilik fonlarının hızlı bir büyüme potansiyeline sahip olduğu söylenebilir. Zira, emeklilik fonları hem katılımcı sayısı, hem fon sayısı hem de portföy büyüklüğü açısından düzenli bir artış göstermiştir. Bu büyüme potansiyeline karşılık, emeklilik fonlarının GSYİH içinde payının %2.27 oluşu, Türkiye’yi geliştirmekte olan ülke sıralamasında çok gerilere götürmektedir. Bu durum emeklilik fonlarının büyüme potansiyelinin hızla geliştirmekte olduğunu, ancak ekonomiye kaynak aktarımında yeterli seviyeye ulaşamadığını göstermektedir.

Ülkemizde emeklilik fonlarının gelişimini olumsuz yönde etkileyen en önemli neden gelir dağılımdaki dengesizliktir (www.policemdergisi.com / erişim tarihi 22.04.2011). Sisteme getirilen en büyük eleştiri, daha çok belirli bir gelir seviyesine sahip, dolayısıyla prim ödeme gücü olan kişilere hitap ettiği görüşüdür. Gelir dağılımındaki dengesizlik nedeniyle, belirli bir gelir seviyesinin altında kalan bireyler, doğal olarak, bireysel emeklilik sisteminin dışında kalmaktadır (www.policemdergisi.com / erişim tarihi 22.04.2011). Emeklilik fonları uzun vade yapıları gereği, ekonomiye kaynak aktarımı ve sermaye piyasalarında yeterli derinliğin sağlanması yolunda önemli bir işleve sahiptir. Dolayısıyla, emeklilik fonlarının işlevini yerine getirebilmesinde katılımcı sayısı önemli bir rol oynamaktadır. Gelir dağılımındaki dengesizlik nedeniyle sistemin dışında kalan kesim, emeklilik fonlarının gelişimine katkıda bulunamamaktadır (www.policemdergisi.com / erişim tarihi 22.04.2011).

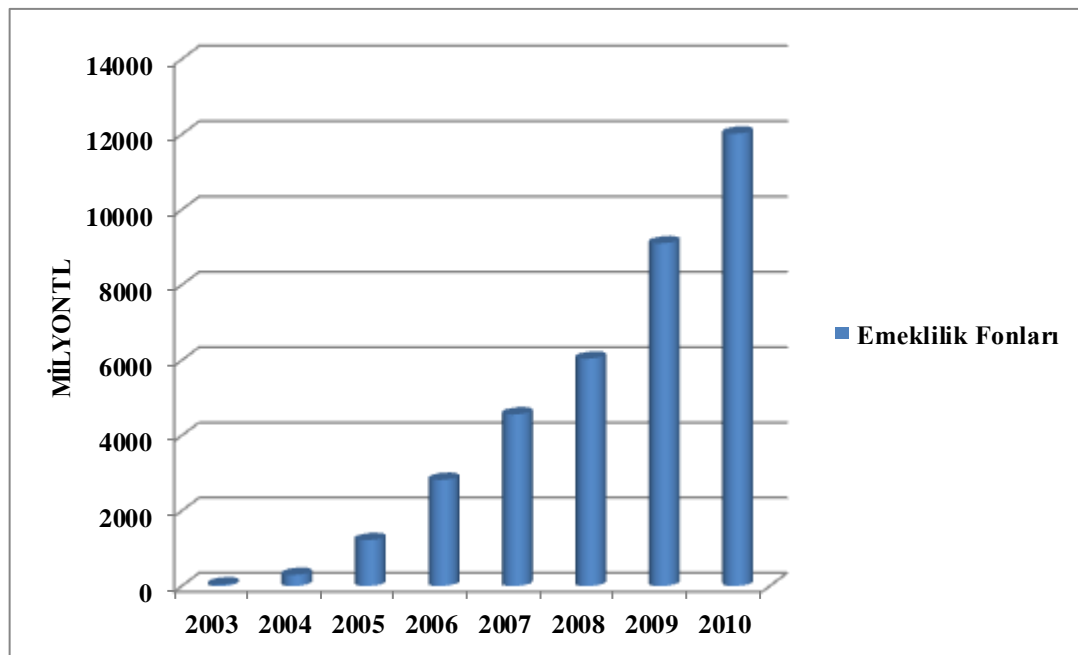
Tablo 3.15’te emeklilik fonlarının portföy dağılımları incelendiğinde, portföy ağırlığının yaklaşık %60’ının kamu borçlanma araçlarından oluştuğu görülmektedir. Bu durum, emeklilik fonları vasıtasıyla toplanan kaynakların yaklaşık %60’ının kamu kesimine aktarıldığını göstermektedir. Ancak, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarındaki etkinliği ve sermaye piyasalarının derinleşmesine olan katkısı,

toplanan fonların ne kadarının hisse senetleri aracılığı ile sermaye piyasalarına aktarıldığına bağlıdır.

Emeklilik fonlarında yeterli şeffaflığın sağlanması amacıyla, fonların performanslarının katılımcılar tarafından daha net bir şekilde anlaşılabilmesi için, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, fonların karşılaştırma ölçütlerinde kullanılan endeks değerlerinin de katılımcıların bilgisine sunulması zorunluluğu getirilmiştir. Bu zorunluluk 1 Eylül 2010 tarihinden itibaren uygulanmaya başlamıştır. Fonların karşılaştırma ölçütlerinde kullanılan endeks değerlerinin katılımcıların bilgisine sunulması, katılımcıların bilgilendirilmeleri ve daha sağlıklı kararlar alabilmeleri açısından büyük önem taşımaktadır.

Emeklilik fonlarının ülkemizdeki gelişimi ile ilgili en temel gösterge ulaşılan portföyün büyüklüğüdür. 2003 yılında toplam büyüklüğü yaklaşık 43 milyon TL olan emeklilik fonları yıllar itibariyle istikrarlı bir artış göstermiştir. 2010 yılı sonu itibariyle portföy büyüklüğü yaklaşık 12,1 milyar TL'dir. Emeklilik fonlarının yıllara göre portföy büyüklükleri Grafik 3.2'de görülmektedir.

Grafik 3.2: Emeklilik Fonlarının Yıllara Göre Portföy Büyüklükleri



Kaynak: SPK Aralık-2010 Aylık Raporlardan Uyarlanmıştır (Erişim Tarihi 31.03.2011)

Emeklilik fonlarının toplam portföy büyüklüklerinin yanı sıra, GSYİH içindeki payı da önemli bir göstergedir. Ülkeler bazında emeklilik fonlarının portföy büyüklüklerinin GSYİH'ye oranı Tablo 3.16 ele alınarak incelendiğinde, Hollanda'da emeklilik fonlarının GSYİH'ye oranının %100'ün de üzerinde olduğu görülmektedir. 2009 yılı sonu itibariyle bu oran %129,82'dir. Diğer gelişmiş ülkelerin GSYİH oranı incelendiğinde oranların çok yüksek olduğu görülmektedir. Avusturalya'da bu oran %82,26, Finlandiya'da %76,77, Amerika'da %67,75, Kanada'da %62,93, İrlanda'da ise %44,15 düzeyindedir. Ülkemizde kısa bir geçmişe sahip olan emeklilik fonlarının portföy değerinin GSYİH'ye oranı, yıllar itibariyle artmakla birlikte, 2009 yılında %2,27 olup diğer gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında ülkemizin alt sıralarda olduğu görülmektedir.

Tablo 3.16: Emeklilik Fonları Toplam Değerinin GSYİH'ye Oranı

Ülkeler	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Almanya	3,79	4,04	4,21	4,65	4,73	5,20
Amerika	74,01	74,15	78,92	79,40	58,41	67,75
Avusturalya	71,59	80,38	90,40	110,36	93,01	82,26
Avusturya	4,39	4,78	4,94	4,82	4,44	4,94
Danimarka	30,76	33,71	32,43	32,36	47,55	43,02
Finlandiya	61,84	68,61	71,33	71,05	60,56	76,77
Hollanda	108,12	121,73	125,74	138,05	112,77	129,82
İrlanda	41,98	48,26	50,22	46,62	34,14	44,15
İspanya	6,62	7,22	7,52	7,54	7,13	8,09
İtalya	2,55	2,79	3,01	3,27	3,42	4,11
Kanada	48,12	50,26	53,88	62,33	51,43	62,93
Norveç	6,55	6,71	6,79	7,05	6,03	7,27
Çek Cumhuriyeti	3,546	4,131	4,516	4,701	5,173	4,57
Kore	1,69	1,85	2,99	3,07	2,99	2,16
Macaristan	6,83	8,45	9,71	10,89	9,64	13,08
Meksika	6,25	9,95	11,50	11,54	10,19	7,47
Polonya	6,77	8,72	11,11	12,16	10,98	13,52
Türkiye	0,39	0,67	0,75	1,20	1,48	2,27

Kaynak: SPK, Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler- Aralık 2010 (Erişim Tarihi 15.04.2011)

3.5. Sosyal Güvenlik Kurumu

2006 yılı öncesine kadar sosyal güvenlik sistemimizde 3'lü bir yapı söz konusu idi. Bu 3'lü yapı Maliye Bakanlığına bağlı olarak hizmet sunan Emekli Sandığı ile Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığına bağlı olarak hizmet sunan Bağkur ve SSK'dan oluşmaktaydı. İki farklı bakanlık bünyesinde birbirinden bağımsız, farklı kurumsal yapılara sahip çoklu yapıda teşkilatlanmış ve yönetilen bu 3'lü yapı dağınık ve etkin çalışamayan, dolayısıyla finansman problemleri yaşayan kurumlar haline gelmişti (Gümüş, 2010: 17). 31 Mayıs 2006 tarihli 5502 sayılı "Sosyal Güvenlik Kurumu Kanunu" çerçevesinde bu 3'lü yapı tek çatı altında birleştirilmiş, hem kurumsal hem de yasal açıdan bütünleştirilerek mali açıdan sürdürülebilir bir sistem yaratılmak istenmiştir (Gümüş, 2010: 17-18). Her ne kadar tek çatı altında yeni bir kurumsal yapı oluşturulmak istense de, sisteminin 1990'lı yıllardan bu yana verdiği bütçe açığı ve yapısal sorunları kısa vade de çözülecek gibi görülmemektedir.

Sosyal güvenlik sisteminin mali dengelerinin bozulmasındaki yapısal sorunlar; prim tahsilatlarındaki etkinliğin sağlanamaması, erken emeklilik uygulamaları, prime esas kazancın düşük gösterilmesi, kayıt dışı istihdamın yüksekliği (prim ödeme oranlarının yüksekliği, sigortasız işçi çalıştırmanın temelini oluşturan kayıt dışı istihdamı teşvik etmektedir), sık sık çıkarılan prim afları ya da afa prim ödeme kolaylığı, primlerin gecikme zamlarına bile af uygulanması olarak sıralanabilir. Sistemin bir diğer problemi ise prim ödemeleri ile elde edilen fonların, devlet tarafından borçlanmanın finansmanında kullanılıyor olmasıdır (www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/97/a / erişim tarihi 20.04.2011). Bütçe açığının yıllar itibarıyla artarak büyümesi, fon portföyünün verimli alanlarda kullanılmaması ile bağdaştırılmaktadır (www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/97/a / erişim tarihi 20.04.2011). Nitekim, sistemin fonları devletin çıkardığı tahviller ile toplu konut ve kamu ortaklığı idarelerince çıkarılan kamu borçlanma senetlerine yatırılmakta, yetersiz düzeydeki prim gelirleri etkin bir şekilde değerlendirilememektedir (www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/97/a / erişim tarihi 20.04.2011). Temel olarak, sosyal güvenlik sisteminin sorunu, mali içeriklidir (Gümüş, 2010: 20). Bu nedenle sosyal güvenlik sisteminin temel finansman kaynağı olan prim gelirlerinin sürekli,

düzenli ve yeterli olması için istihdam hacminin artması, çalışanların sisteme kayıtsız şartsız katılmaları, kayıt dışılığı önlemek üzere ciddi teşvik ve piyasayı düzenleyici politikaların geliştirilmesi gerekmektedir (Gümüş, 2010: 20).

Sonuç olarak; Sosyal Güvenlik Kurumu gelir ve gider dengesinin sağlanamadığı ve her yıl bütçe açığı vererek hazineden bütçe transferine ihtiyacı olan bir kurum olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Sistemin mali açıdan sürdürülebilirliği, kurumun gelir ve giderleri arasındaki dengesizlik, her geçen yıl artan bütçe açığı, zorunlu olarak gerçekleştirilen bütçe transferleri ile aşılmaya çalışılmaktadır. Bu açıdan, sosyal güvenlik sistemimiz, fon birikimi sağlama ve tasarruf kaynağı olma işlevini yerine getirememekte, sermaye piyasalarında ise kurumsal yatırımcı statüsünde yerini alamamaktadır. Oysa, finansal açıdan mali sürdürülebilirliği sağlanmış sosyal güvenlik kurumları, ulusal tasarrufları bir araya getirerek ekonominin uzun dönemli büyüme potansiyelini, tüm kurumsal yatırımcı türlerine göre, çok daha ileriye taşıma gücüne sahiptir.

Tablo 3.17'den görülebileceği üzere, son 10 yıllık süreçte Sosyal Güvenlik Kurumu'nun devlet katkısı hariç prim gelirleri miktar olarak sağlık harcamaları ve emekli aylığı ödemelerine göre daha dalgalı bir artış göstermektedir. Devlet katkısı hariç prim gelirlerinin emekli aylıklarını ve sağlık ödemelerini karşılama oranının 2010 yılı sonu itibarıyla %60,1 olduğu; prim gelirlerinin ise son 10 yıllık dönem içerisinde emekli aylıklarını ve sağlık harcamalarını karşılama oranının %70'in üzerine çıkamadığı görülmektedir. 2010 yılında yaklaşık 67 milyar TL prim gelire karşılık, giderlerin toplamı 111 milyar TL'dir. Emekli aylığı ödemeleri ise giderlerin yaklaşık 79 milyar TL'lik bölümünü oluşturmaktadır. Yani prim gelirleri emekli aylığı ödemelerinden daha küçüktür ve bu durumun son 10 yıldır aynı biçimde sürdüğü aynı tablodan görülebilmektedir. Prim gelirleri ile giderleri (emekli aylığı ve sağlık ödemeleri) arasındaki farkın artışı, sosyal güvenlik kurumunun fon fazlası yaratamadığını ve fon açığının ise giderek büyüdüğünü göstermektedir. Bu durum, Sosyal Güvenlik Kurumu'nun, kendisine yüklenilmek istenen kurumsal yatırımcı kimliğini henüz kazanamadığını göstermektedir.

Tablo 3.17: Sosyal Güvenlik Kurumu Prim Gelirleri, Emekli Aylığı ve Sağlık Ödemeleri

Yıllar	Devlet Katkısı Hariç Prim Gelirleri	Değişim Oranı	Emekli Aylığı Ödemeleri	Sağlık Ödemeleri	Toplam Ödeme	Prim Gelirlerinin Emekli Aylıklarını ve Sağlık Ödemelerini Karşılama Oranı
2000	6.575.348	-	6.756.700	2.633.552	9.390.252	70,0
2001	9.739.521	48,1	10.696.600	4.575.995	15.272.595	63,8
2002	14.821.913	52,2	16.687.400	7.629.027	24.316.427	61,0
2003	21.178.426	42,9	25.174.200	10.661.718	35.835.918	59,1
2004	27.423.790	29,5	30.660.700	13.150.129	43.810.829	62,6
2005	30.882.405	12,6	38.537.100	13.607.884	52.144.984	59,2
2006	41.619.875	34,8	45.075.855	17.666.674	62.742.529	66,3
2007	44.051.677	5,8	52.311.728	19.983.613	72.295.341	60,9
2008	54.546.453	23,8	59.136.539	25.345.913	84.482.452	64,6
2009	54.579.182	0,1	68.603.972	28.810.684	97.414.656	56,0
2010	66.763.423	22,3	78.957.499	32.080.050	111.037.549	60,1

Kaynak: SGK 2011 yılı Ocak ayı mali istatistikler (Erişim Tarihi 01.04.2011)

Ülkemizde sosyal güvenlik sisteminin başlangıcı, 1945 yılında kurulan Sosyal Sigortalar Kurumunun faaliyete geçmesi olarak kabul edilebilir. Dolayısıyla, sosyal güvenlik sistemimizin 66 yıllık bir geçmişi söz konusudur. Başlangıçta, sosyal güvenlik sistemine yapılan prim ödemeleri ile sistemin giderleri arasında bir denge söz konusu iken, sistemin gelir gider dengesi 1990'lı yıllarda bozulmuş ve bu durum günümüze kadar devam etmiştir (Gümü, 2010: 13). Bütçe açığı nedeniyle Sosyal Güvenlik Kurumu'na, her yıl, hazineden bütçe transferi yapılmaktadır. Tablo 3.18'e göre 2000 yılında Sosyal Güvenlik Kurumu'na yapılan bütçe transferi 3,226 milyar TL iken, 2010 yılı sonu itibariyle yapılan bütçe transferi 55, 244 milyar TL'ye ulaşmıştır. Sosyal güvenlik kuruluşuna yapılan bütçe transferinin yıllar itibariyle durumu incelendiğinde, yapılan transferin toplanan primlerin önemli bir kısmına denk geldiği görülmekte ve bu sayede kurumun gelir ve gider dengesi sağlanarak, prim ödeme oranlarının artışı engellenmektedir. Bu uygulamanın bütçeye ağır bir yük getirdiği söylenebilir. Bütçe transferinin GSYİH'ye oranı ise her geçen yıl daha da artmaktadır. 2010 yılında bütçe transferinin GSYİH'ye oranı %5,03'tür. Bu oran finansman sorununun büyüklüğünü göstermektedir.

Tablo 3.18: SGK Toplam Gelir-Gideri, Bütçe Açığı, Bütçe Transferi ve GSYİH'ye Oranı

Yıllar	Gelirler	Artış Oranı (%)	Giderler	Artış Oranı (%)	Açık	Bütçe Transferi	Bütçe Transf. GSYİH Oranı (%)
2000	8.575.831	-	10.987.036	-	-2.411.206	3.226.460	1,94
2001	13.360.579	55,8	17.830.745	62,3	-4.470.166	5.523.000	2,30
2002	20.018.189	49,8	27.982.464	56,9	-7.964.275	9.684.000	2,76
2003	27.916.539	39,5	41.336.077	47,7	-13.419.538	15.883.617	3,49
2004	34.689.248	24,3	50.621.622	22,5	-15.932.374	18.830.000	3,37
2005	41.249.438	18,9	59.941.373	18,4	-18.691.935	23.322.000	3,59
2006	53.830.886	30,5	71.867.475	19,9	-18.036.589	22.892.000	3,02
2007	56.874.830	5,7	81.915.401	14,0	-25.040.571	33.060.241	3,92
2008	67.257.484	18,3	93.159.462	13,7	-25.901.978	35.016.403	3,68
2009	78.072.788	16,1	106.775.443	14,6	-28.702.655	52.599.691	5,52
2010	94.679.381	21,3	121.403.499	13,7	-26.724.118	55.244.258	5,03

Kaynak: SGK 2011 yılı Ocak ayı mali istatistiklerinden uyarlanmıştır (Erişim Tarihi 01.04.2011)

3.6. Sigorta Şirketleri

Bu alt bölümde, sigorta şirketlerinin portföy büyüklüklerinin yıllara göre dağılımı, hayat sigortası ve hayat dışı sigorta branşları çerçevesinde ele alınarak, ülkemizde sigorta sektörünün mevcut durumu ortaya konulmaya çalışılacaktır. Daha sonra Türkiye’de sigorta sektörünün gelişmişliğini incelemek amacıyla Dünya verileri ile karşılaştırmalar yapılacaktır. Sonuçlar doğrultusunda sigorta sektörünün sermaye piyasasındaki durumu incelenecektir.

3.6.1. Sigorta Şirketlerinin Mevcut Durumu

2010 yılı sonu itibariyle Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliğine kayıtlı 62 sigorta şirketi ve 2 reasürans şirketi bulunmakta, 5 şirket aktif olarak yeni

sigorta ve reasürans sözleşmesi yapmamakta, toplam 58 sigorta ve 1 reasürans şirketi faaliyette bulunmaktadır (<http://www.tsrbs.org.tr/sayfa/tarihçe> Erişim tarihi 01.04.2011).

Tablo 3.19'dan görülebileceği üzere, Türk sigortacılık sektörü 2010 yılı sonu itibariyle hayat dışı sigorta dallarında 11.948 milyon TL, hayat sigortası dalında ise 2.181 milyon TL olmak üzere 14.129 milyon TL brüt prim üretimi gerçekleştirmiştir. Toplam prim üretiminin yıllar itibariyle hayat ve hayat dışı branşlar arasındaki yüzdesel dağılımı incelendiğinde, hayat dışı sigorta prim payının ortalama %85 civarında olduğu, toplam prim üretiminin ise yıllar itibariyle istikrarlı bir artış gösterdiği görülmektedir.

Tablo 3.19: Prim Üretimlerinin Yıllar İtibariyle Seyri

Prim Üretimi (Milyon TL)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Hayat Dışı Sigorta	6.575	8.284	9.600	10.204	10.614	11.948
Hayat Sigortası	1.242	1.386	1.331	1.576	1.822	2.181
Toplam Prim	7.817	9.670	10.931	11.780	12.436	14.129
Prim Payı (%)						
Hayat Dışı Sigorta	84,11	85,67	87,82	86,62	85,35	84,56
Hayat Sigortası	15,89	14,33	12,18	13,38	14,65	15,44

Kaynak: Türkiye'de Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Hakkında Rapor-2009 (www.Hazine.gov.tr / Erişim Tarihi 05.04.2011). Türkiye Sigorta Şirketleri ve Reasürans Şirketleri Birliği Resmi İstatistikler (<http://www.tsrbs.org.tr/sayfa/2010-yili-istatistikleri-aralik> / Erişim Tarihi 05.04.2011)

2010 yılı sonu itibariyle prim üretimleri, 2009 yılına göre %13,62 oranında artarak 12.436 milyon TL'den 14.129 milyon TL'ye yükselmiştir. Hayat ve hayat dışı sigorta ayrımında ise hayat dışı branşlarda büyüme oranı %12,57 iken; hayat sigortalarındaki büyüme oranı %19,70'tir. Hayat dışı sigorta branşlarında hava araçları, su araçları ve emniyeti suiistimal branşları dışındaki tüm branşlarda prim üretimi artmıştır. Hayat dışı sigorta branşlarının prim üretim payları incelendiğinde

hastalık-sağlık, kara araçları, yangın ve doğal afetler, kara araçları sorumluluk sigortalarının her birinin payının %10'un üzerinde olduğu görülmektedir. Hayat dışı prim üretiminin yaklaşık yarısı kara araçları ve kara araçları sorumluluk sigortalarına aittir. Sigorta şirketlerinin branşlar itibariyle prim üretimi Tablo3.20'de ayrıntılı bir şekilde görülmektedir.

Tablo 3.20: Sigorta Şirketlerinin Branşlar İtibariyle Prim Üretimi

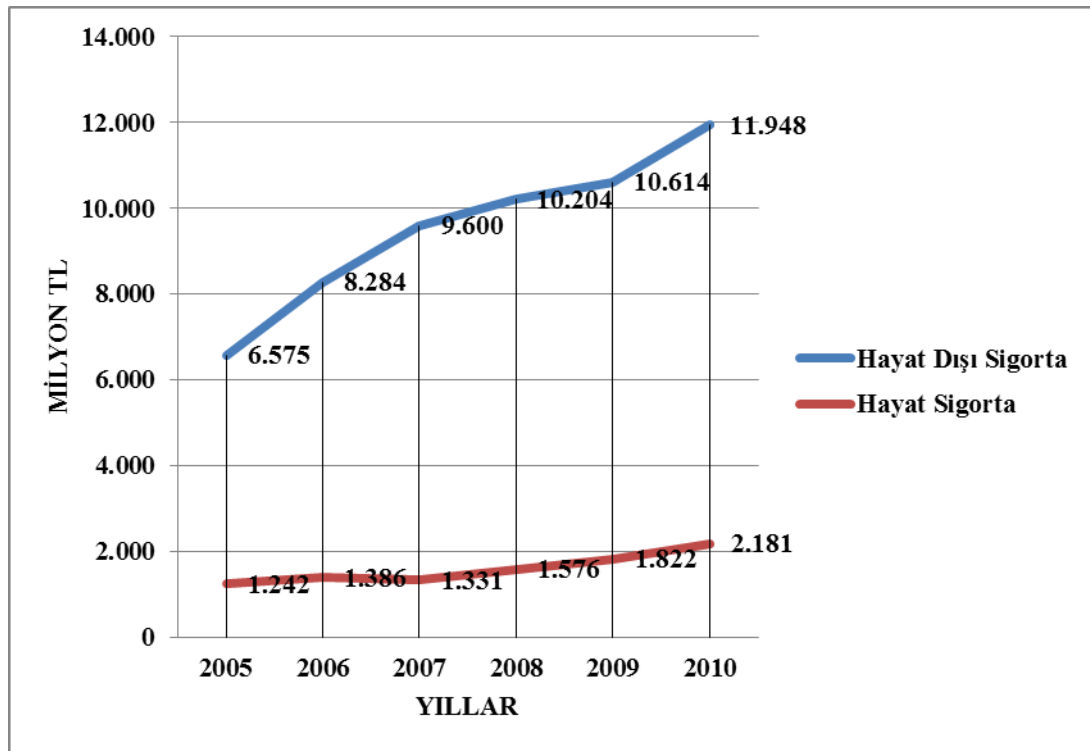
Branşlar	2010 Prim Üretimi (TL)	Pay (%)	2009 Prim Üretimi (TL)	Pay	Değişim (%)
Kaza	598.383.023	5,01	540.446.289	5,09	10,72
Hastalık- Sağlık	1.705.491.729	14,27	1.415.181.842	13,33	20,51
Kara Araçları	3.116.553.873	26,08	2.671.260.772	25,17	16,67
Raylı Araçlar	680.830	0,01	152.925	0,00	338,81
Hava Araçları	47.397.058	0,40	57.327.385	0,54	-17,32
Su Araçları	107.866.780	0,90	112.590.114	1,06	-4,20
Nakliyat	298.641.084	2,50	261.394.034	2,46	14,25
Yangın ve Doğal Afetler	1.979.817.594	16,57	1.925.464.137	18,14	2,82
Genel Zararlar	993.472.682	8,31	934.627.948	8,81	6,30
Kara Araçları Sorumluluk	2.544.954.031	21,30	2.249.453.148	21,19	13,14
Hava Araçları Sorumluluk	50.256.018	0,42	47.104.205	0,44	6,69
Su Araçları Sorumluluk	544.021	0,00	374.488	0,00	45,27
Genel Sorumluluk	327.658.844	2,74	251.945.709	2,37	30,05
Kredi	31.775.341	0,27	27.711.707	0,26	14,66
Emniyeti Suistimal	16.452.876	0,14	16.641.819	0,16	-1,14
Finansal Kayıplar	84.708.056	0,71	65.386.767	0,62	29,55
Hukuksal Koruma	43.349.341	0,36	36.693.364	0,35	18,14
Destek	141.059	0,00	-	0,00	0,00
Hayat Dışı Sigorta	11.948.144.241	84,56	10.613.756.654	85,35	12,57
Hayat Sigortası	2.181.250.027	15,44	1.822.307.381	14,65	19,70
Genel Toplam	14.129.394.269	100,00	12.436.064.036	100,00	13,62

Kaynak: Türkiye Sigorta Şirketleri ve Reasürans Şirketleri Birliği Resmi İstatistikler (<http://www.tsrbs.org.tr/sayfa/2010-yili-istatistikleri-aralik> / Erişim Tarihi 05.04.2011)

3.6.2. Sigorta Şirketlerinin Durum Analizi

Sigorta şirketlerinin yıllık prim üretimi, sermaye piyasalarındaki etkinlik düzeyi için kullanılan önemli bir göstergedir. Sermaye piyasasında önemli bir kurumsal yatırımcı türü olan sigorta şirketlerinin, reel artış oranları baz alındığında, prim üretimindeki büyümelerinin devam ettiği Grafik 3.3’de görülmektedir. Prim üretiminin düzenli olarak artış eğilimi içerisinde olması, yıllar itibariyle, sigortacılık sektörünün hızlı bir değişim ve gelişim içerisinde olduğunu göstermektedir.

Grafik 3.3: Sigorta Şirketlerinin Prim Üretimini Yıllara Göre Dağılımı



Kaynak: Türkiye’de Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Hakkında Rapor-2009 uyarlanmıştır ([www. Hazine.gov.tr](http://www.Hazine.gov.tr) / Erişim Tarihi 05.04.2011).

Bir ülkede kişi başına düşen sigorta priminin yüksekliği, o ülkenin sigorta sektörünün gelişmişliğinin göstergesidir ve sektörün fon yaratma gücü ile doğru orantılıdır. Sektörün fon yaratma gücünün belirlenmesinde ise, uluslararası karşılaştırmalarda üretilen prim miktarının GSYİH’ye oranı baz alınmaktadır (Genç, 2002: 51). Bu açıdan sektörün kişi başına prim üretimi ve prim üretiminin GSYİH’ye

oranı Dünya verileri ile Tablo 3.21’de karşılaştırılmaktadır. 2008 yılında Dünyada kişi başına düşen prim büyüklüğü ortalaması 634 ABD Doları iken, 2009²¹ yılında kişi başına prim 590 ABD Doları’na düşmüştür. Bu miktar ülkemizde 2008 yılında 106 ABD Doları iken, 2009 yılında kişi başına 113 ABD Doları’dır. 2009 yılında Dünyada sigorta sektörünün ekonomideki yerini gösteren primlerin GSYİH’ye oranı ise %6,95 iken; ülkemizde bu oran %1,30’dur.

Tablo 3.21: Kişi Başına Prim Üretimi ve Prim Üretiminin GSYİH’ye Oranı

GSYİH İçinde Prim Üretim Payı (%)	2006	2007	2008	2009
Dünya	7,52	7,49	7,07	6,95
Türkiye	1,28	1,30	1,24	1,30
Kişi Başına Prim (\$)				
Dünya	555	608	634	590
Türkiye	96	131	106	113

Kaynak: Türkiye’de Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Hakkında Rapor-2009 (www.Hazine.gov.tr / Erişim Tarihi 10.04.2011).

Dünya genelinde sigorta prim üretimlerine Tablo 3.22 ele alınarak bakıldığında, prim büyüklüğü, 2009 yılı sonu itibariyle toplam 4.067 milyon ABD Doları iken, Türkiye’de prim büyüklüğü 12,4 milyon ABD Doları’dır. Dünyada toplam prim büyüklüğü 2009 yılında 2008 yılına göre 202,7 milyon ABD Doları azalırken, Türkiye’nin prim büyüklüğü bahsedilen yıllar arasında hem oransal olarak hem de miktar olarak artış göstermiştir. 2009 yılı sonu itibariyle Türkiye, Dünya prim üretiminin %21’ini karşılamaktadır. Bu karşılaştırma Türkiye’de sigorta sektörünün büyüme eğilimi içerisinde olmasına rağmen, Dünya prim üretimindeki yerinin çok küçük olduğunu göstermektedir ve ayrıca hayat sigortası prim üretiminin ülkemizde Dünya geneline göre çok geride olması dikkat çekmektedir.

²¹ Dünya sigortacılık sektörü ile ilgili 2010 yılı verileri bu araştırma oluşturulurken açıklanmadığı için 2009 yılı verileri ele alınmıştır.

Tablo 3.22: Dünya ve Türkiye Prim Üretim Miktarının ve Oranının Dağılımı

Prim Milyon \$	2006	2007	2008	2009
Dünya Prim Üretimi	3.674,9	4.127,6	4.269,7	4.067
Hayat Dışı	1.549,1	1.685,8	1.779,3	1.735
Hayat	2.125,8	2.441,8	2.490,4	2.332
Türkiye Prim Üretimi	9,7	10,9	11,8	12,4
Hayat Dışı	8,3	9,6	10,2	10,6
Hayat	1,4	1,3	1,6	1,8
Dünyada Türkiye'nin Payı (%)	0,19	0,23	0,18	0,21

Kaynak: Türkiye'de Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Hakkında Rapor-2009 (www.Hazine.gov.tr / Erişim Tarihi 10.04.2011).

Türkiye'de prim üretim artışının yıllar itibariyle devamlılık göstermesi olumlu bir gösterge olarak karşılanabilir. Ancak, Dünya prim üretim payının %21 oluşu ve GSYİH içinde prim üretim payının %1,30 oluşu sigorta sektörünün yeterli büyüklüğe ulaşamadığı görüşünü uyandırmaktadır. Ülkemizde sigorta sektörünün en temel sorunu sigorta bilincinin ve kültürünün oluşmamasıdır (Genç, 2002: 51). Herhangi bir riskin sigorta kapsamına alınabilmesi, bireylerin sigorta bilincine sahip olmasına ve sigorta şirketine prim adı altında ödeme yapabileceği belirli bir gelir fazlasına ya da tasarrufa sahip olmasına bağlıdır. Bireylerin sigortanın gerekliliğine olan inancı, inançla birlikte sigorta şirketine aktarabileceği belirli bir gelir fazlasına sahip olması sigorta sektörünün prim üretme seviyesini artırmasının temel koşuludur (Genç, 2002: 55). Sigorta bilincinin toplumda istenilen düzeyde yaygınlaşmaması, özellikle bireysel sigorta bilincindeki yetersizlik, bireylerin harcanabilir gelir düzeyinde sigortaya ayrılabilmesi için düşük düzeyde sigortacılık faaliyetinin yeterli düzeye ulaşmamasının temel nedenleri olarak sıralanabilir (Genç, 2002: 55). Bireylerin gelir seviyesinin düşüklüğü ile birlikte gelir dağılımındaki dengesizlik de sigortanın gelişimini yavaşlatmaktadır (Genç, 2002: 55). Sigorta bilincinin ve gelir dağılımındaki yetersizliğin yanı sıra, gelir düzeyi yeterli bile olsa, bireylerin büyük bir bölümünün otomobillerini sigortalatmalarının dışında diğer sigorta branşlarına rağbet etmedikleri görülmektedir. Bu durum prim üretiminin sigorta branşlarına göre dağılımına bakıldığında daha iyi anlaşılabilir. Zira, daha önce verilen Tablo

3.20'deki veriler ele alındığında, sigorta sektörümüzde kara araçları ve kara araçları sorumluluk sigortasının en yaygın sigorta türleri olduğu görülmektedir. Yeterli gelir seviyesine sahip olmayan bireylerde ise zorunlu ihtiyaçlar ön planda tutulmakta, sigorta ise lüks bir harcama olarak görülmektedir.

Geçmişte bazı sigorta şirketlerinin fiyat odaklı rekabet adına hatalı davranışlarda bulunması, meydana gelebilecek riskin gerçekleşmesi durumunda hasar tespitinde beklenilenden daha düşük miktarların belirlenmesi ve hasar ödemelerinde meydana gelen gecikmeler, bireylerin sigorta şirketlerine olan güven duygusunu zedelemiştir (Çiftçi, 2004: 134). Sigorta şirketlerinin yanı sıra sigortalının, sigorta şirketine yanlıtıcı bilgi sunması, aynı hasarı birden fazla şirketten haksız bir şekilde talep etmesi ve benzeri sigorta sahtekârlıkları da sigorta sektöründe yanlış izlenimler bırakmıştır. Bu kapsamda sigorta sistemine olan güvenin artırılmasına ve kamu gözetim-denetiminin etkinleştirilmesine yönelik olarak, Hazine Müsteşarlığı tarafından hazırlanan ve 9 Ağustos 2008 tarihinde 26962 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan "Sigorta Bilgi Merkezi Yönetmeliği" kapsamında Sigorta Bilgi Merkezi (SBM) kurulmuştur. SBM'nin temel amacı, çatısı altında bulunan alt birimlerle, bilgileri bir düzen içerisinde yönetmek ve tüketicinin sektöre olan güven duygusunu artırmaktır. SBM bünyesinde kurulan Trafik Sigortaları Bilgi Merkezi (TRAMER)²², Sağlık Sigortası Bilgi Merkezi (SAGMER)²³, Hayat Sigortası Bilgi Merkezi (HAYMER)²⁴, Sigorta Hasar Takip Merkezi (HATMER)²⁵, sigorta

²² Sigorta Bilgi Merkezi Yönetmeliğinin 9. maddesinde TRAMER'in amacı; trafik sigortalarına ilişkin güvenilir istatistiklerin temini, uygulama birliği sağlanması, sigorta sahtekârlıklarının önlenmesi, sigorta sistemine olan güvenin artırılması, tazminat ödemelerinin düzenli ve doğru biçimde gerçekleştirilmesi, zorunlu sigortalıların yaptırımını yaptırmamış motorlu araç işletenlerinin tespiti ve sigortalılık oranlarının artırılmasını sağlamaktır.

²³ Yönetmeliğin 13. Maddesinde SAGMER'in amacı; sağlık ve hastalık branşları altında sunulan sigorta ürünlerine ilişkin güvenilir istatistiklerin üretilmesi, kamu gözetim ve denetiminin daha etkin bir şekilde yerine getirilmesidir.

²⁴ Yönetmeliğin 12. maddesinde HAYMER'in amacı; hayat ve kaza branşları altında sunulan sigorta ürünlerine ilişkin güvenilir istatistiklerin üretilmesi, kamu gözetim ve denetiminin daha etkin bir şekilde yerine getirilmesidir.

²⁵ Yönetmeliğin 16. maddesinde HATMER'in amacı; zorunlu sigortalar ve Birlik görüşü alınmak üzere Müsteşarlıkça belirlenen sigortalara ilişkin uygulama birliği sağlanması, sigorta sahtekârlıklarının önlenmesi, sigorta sistemine olan güvenin artırılması, sağlıklı fiyatlandırma ve hasar ödemesi yapılması, sigorta hasarları ve bunların ekspertizi ile ödemelerine ilişkin verilerin merkezi bir veri tabanında toplanması, bunların günlük olarak takibi ile bu verilerin belirlenen yetki düzeyine göre ilgili tarafların kullanımına sunulmasıdır.

sektöründe kamuyu aydınlatma ve şeffaflığın sağlanması yolunda atılan en önemli adım olarak görülmektedir. SBM alt birimleri ile otomobil, konut, işyeri, fabrika ve tesislerin poliçe, risk-sigorta hasar bilgileri tek merkezde toplanarak, sigortalıların ve sigorta sektörü ile ilgili diğer kişilerin bilgi edinme hakkı, bilgiye eş zamanlı olarak ulaşma hakkı sağlanmıştır. Ayrıca sektöre ilişkin tüm bilgilerin alt birimler dâhilinde SBM’de toplanması sigorta sektörünün kurumsallaşması açısından önemli katkılar sağlamaktadır. Sektörün fon yaratma kapasitesi açısından sermaye piyasalarındaki yeri, gerçek ve sağlıklı bilgilerin, etkin bir iletişim yoluyla, sektörle doğrudan ya da dolaylı olarak bağlantılı olan kişilere eş zamanlı olarak ulaştırılması ile önem kazanacaktır.

3.7. Portföy Yönetim Şirketleri

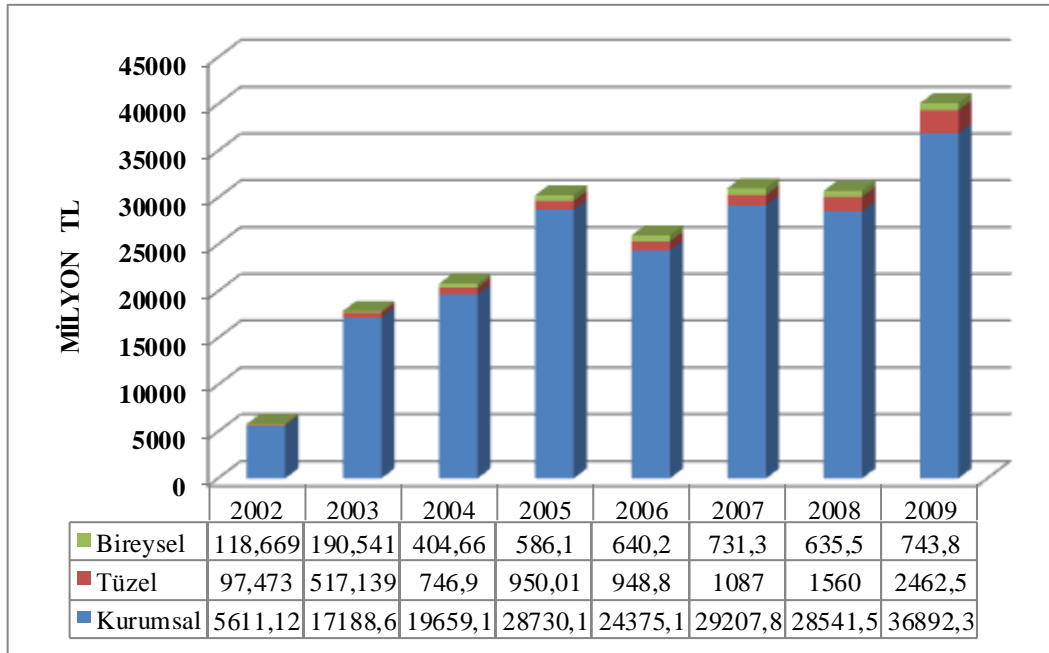
2010 yılı Aralık ayı sonu itibariyle Türk sermaye piyasasında 28 adet portföy yönetim şirketi faaliyet göstermektedir. Yönetim şirketlerinin yönettiği portföyün büyüklüğü, 2009 yılına göre 6.790,1 milyon TL artarak 40.098,6 milyon TL’den 46.888,7 milyon TL’ye yükselmiştir. ABD Doları bazında, 2009 yılına göre yönetilen portföy büyüklüğü 3.512,6 milyon ABD Doları artarak 26.791,4 milyon ABD Dolarından 30.304 milyon ABD Dolarına yükselmiştir. Portföy yönetim şirketlerinin yönettikleri portföyün büyüklüğü yıllar itibari ile Tablo 3.23’de görülmektedir.

Tablo 3.23: Portföy Yönetim Şirketlerinin Portföy Büyüklüğü

Yıl	Şirket Sayısı	Yönetilen Portföy Büyüklüğü	
		Milyon TL	Milyon \$
1997	2	13	62
1998	3	48	150
1999	5	256	471
2000	9	673	995
2001	14	2.784	1.912
2002	16	5.827,263	3.531
2003	21	17.896,328	12.741
2004	21	24.452,6	18.105
2005	19	30.266,2	22.394,5
2006	19	25.964	18.258,8
2007	19	31.326,3	25.061,1
2008	23	30.738	20.209
2009	23	40.098,6	26.791,4
2010	28	46.888,724	30.304

Kaynak: SPK Aralık-2010 Aylık Rapor (Erişim Tarihi 31.03.2011)

Portföy yönetim şirketlerinin portföy büyüklükleri yıllar itibariyle incelendiğinde, sektörün çok önemli bir büyüme kaydettiği görülmektedir. 1997 yılında 13 milyon TL olan portföy büyüklüğü, 2010 yılı sonu itibariyle 46.888,7 milyon TL'ye ulaşmıştır. Özellikle 2003 yılından itibaren, yönetilen portföy büyüklüğünde büyük bir artış görülmektedir. Bu büyümede, 2003 yılından beri faaliyet gösteren emeklilik fonları önemli bir rol almıştır. Emeklilik fonlarının yönetiminin sadece portföy yönetim şirketlerince yapılabilmesine izin verilmesi sayının artmasının başlıca nedenidir (Güçlü ve Erol, 2005: 22). Zira, tüzel kişi ve bireysel yatırımcılar tarafından, yönetimi portföy yönetim şirketlerine bırakılan tutar, toplam tutar içerisinde fazla önemli olmamakla birlikte, portföy büyüklüğünün tamamına yakınının kurumsal yatırımcıların portföylerinden oluştuğu Grafik 3.4'de görülmektedir. 2009 yılı sonu itibariyle yönetilen portföyün %1.8'i bireysel bazda, %92'si kurumsal bazda ve %6.2'si ise tüzel kişi bazında yönetilmektedir (SPK, 2009: 46).

Grafik 3.4: Yönetilen Portföyün Bireysel, Kurumsal ve Tüzel Kişi Bazında Dağılımı

Kaynak: SPK, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 Yılı Faaliyet Raporlarından uyarlanmıştır

Sermaye piyasası araçlarında artan ürün çeşitliliği, yatırımcı tiplerine tercihleri doğrultusunda farklı alternatifler sunarken, profesyonel portföy yöneticisine olan ihtiyacı da beraberinde getirmektedir. Bu ihtiyaç profesyonel portföy yönetimine olan talebi artırmakta, portföy yönetimi hizmetinin gerekliliğini ön plana çıkarmaktadır. Bu noktada, kurumsal yatırımcılar için portföy yönetim şirketlerinin vazgeçilmezliği ortaya çıkmaktadır. Zira, 2009 yılı sonu itibariyle portföy yönetim şirketlerinin yönettikleri portföyün %92'si kurumsal yatırımcıların portföylerinden oluşmaktadır. O halde kurumsal yatırımcıların başarısının, mevcut portföy yönetim şirketlerinin başarısı ile doğru orantılı olduğu söylenebilir. Portföy yönetim sektörünün yıllar itibariyle büyüme potansiyeli ve gelişimi göz önünde bulundurulduğunda sermaye piyasalarının gelişiminde portföy yönetim şirketlerinin rolü yadsınamayacak düzeydedir. Ancak, "Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği'nin" 4. maddesi, portföy yönetim şirketlerinin Kuruldan yetki belgesi alan aracı kurum, mevduat kabul etmeyen bankalar ve sınırlı olmak üzere girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile rekabet içerisinde olduğunu göstermektedir. Çünkü tebliğin 4. maddesinde "Portföy

yöneticiliği faaliyeti portföy yönetimi şirketinin yanı sıra Kuruldan yetki belgesi alması koşuluyla aracı kurum, mevduat kabul etmeyen bankalar ve bu maddenin altıncı fıkrasında belirtilen hizmetler ile sınırlı olmak üzere girişim sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından da yürütülebilir” ibaresi geçmektedir. Portföy yönetim şirketlerinin yönetim faaliyetlerinin farklı kuruluşlarca da yerine getirilebilme imkânının olması portföy yönetim şirketlerinin önünde bir engel olarak değerlendirilebilir. Nitekim, bankaların alt birimleri doğrudan ya da dolaylı olarak portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmaktadır. Portföy yönetim faaliyetlerinin yalnızca portföy yönetim şirketleri tarafından gerçekleştirilmesi portföy yönetim şirketlerinin sermaye piyasalarındaki işlevini artıracaktır. Çok sıkı gözetim ve denetimi gerektiren portföy yönetim faaliyetlerinin tek elde toplanması kimi çevrelerce güvenilirliğin artırılması olarak değerlendirilmektedir.

3.8. Değerlendirme

Profesyonel portföy yönetimi esasına göre faaliyette bulunan kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasalarının gelişiminde ve ülke ekonomisine kaynak aktarımında büyük bir öneme sahiptir. Bir ülkenin ekonomik gelişmişliğinin ölçüsü, o ülkedeki kurumsal yatırımcı tabanının sermaye piyasalarındaki etkinliği ile ölçülebilir. Kurumsal yatırımcıların, sermaye piyasalarındaki etkinliğinin sağlanmasındaki ilk adım, ulusal tasarrufların kurumsal yatırımlara aktarılmasıdır. İkinci adım ise kurumsal yatırımların, ekonomiye kaynak aktarımı sürecinde sermaye piyasalarındaki işlevliliğinin yeterli düzeyde sağlanmasıdır. Ekonomik kalkınmanın sağlanabilmesinde önemli bir yere sahip olan tasarrufların, kurumsal yatırımcılar vasıtasıyla kurumsal yatırımlara dönüştürülerek, ekonomiye kaynak olarak aktarılmasında gelir seviyesi büyük bir öneme sahiptir. Düşük gelir seviyesi bireylerin tasarruf eğilimini ortadan kaldırmakta, ancak geliri tüketim harcamalarından daha çok olan bireyler tasarruf edebilmektedirler. Ülkemizde, tasarruf sahiplerinin yatırım alışkanlıkları arasında döviz, altın ve gayrimenkul gibi klasik yatırım araçlarının önemli bir yere sahip olduğu göz ardı edilemez. Buna rağmen bireylerin klasik yatırım alışkanlıklarının yanı sıra kurumsal yatırımların varlığını da benimsemeye başladığı görülmektedir. Nitekim, kurumsal yatırımların sermaye piyasasındaki büyüklüğünün ve kurumsal yatırımcıların sermaye

piyasasındaki durumunun ortaya konulmaya çalışıldığı üçüncü bölümde, kurumsal yatırımcıların yıllar itibariyle hem katılımcı sayısı, hem fon sayısı hem de portföy büyüklüğü açısından gelişmekte olduğu, ancak sermaye piyasasında yeterli derinliğe ve beklenen seviyeye ulaşamadığı görülmektedir.

SONUÇ

Sermaye piyasalarının var olabilmesi için gerekli yasal alt yapının oluşturulmasının yanı sıra, kişilerin belirli bir gelir fazlasına, bir başka ifadeyle tasarrufta bulunabilecekleri belirli bir gelire sahip olmaları ve bu tasarrufları reel varlıklara yatırmayıp, sermaye piyasalarında değerlendirmek istemeleri; bazı kişi veya kuruluşların ise gelir açıklarını sermaye piyasalarında karşılama arzusu içerisinde olmaları gerekir. Bireylerin tüketimlerinin üzerinde gelir sağlama ve tasarruf etme eğilimi ya da tasarruf eğilimi karşısında tasarruflarını finansal varlıklara yatırma isteği sermaye piyasalarında fon alış-verişini olanaklı kılmaktadır. Tasarruf eğiliminin güçlüğü ile taraflar arasında karşılıklı fon alışverişi sağlanarak sermaye birikimi sağlanmakta ve ekonomiye kaynak aktarımı gerçekleştirilmektedir. Ekonomiye kaynak aktarımının sağlanması ve sermayenin tabana yayılması sermaye piyasasının gelişiminin ve etkinliğinin artırılmasına bağlıdır. Sermaye piyasasının gelişimi ve etkinliği kaynakların aktif olarak bu piyasa içerisinde yer almasını gerektirir.

Ülkede, sermaye piyasasının sağlıklı işleyebilmesi, iktisadi kalkınmayı sağlayan finansman kaynaklarının mali piyasa içerisindeki miktarının ve işlevinin artırılmasına bağlıdır. Finansman kaynaklarının artırılması, bireysel tasarrufların kurumsal yatırımlara yönlendirilmesi ile gerçekleştirilebilir. Bireysel tasarruflar, kurumsal yatırımcılar vasıtasıyla, yatırımların finansmanında kullanılmak üzere kurumsal yatırımlara dönüştürülmekte, yatırımların yeniden finansmanında ekonomiye aktarılmak üzere hazır bir kaynak haline gelmektedir. Kaynakların sermaye piyasasına aktarılmasında kurumsal yatırımcılar, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde önemli bir yere sahiptir. Profesyonel portföy yönetimini esas alan kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasasının gelişmesinde ve ülke ekonomisinin büyümesinde büyük bir rol üstlenmektedir. Kişisel tasarrufların kullanılabilir fonlara dönüştürülerek daha verimli alanlarda kullanılabilmesi ve sermaye piyasalarına aktarılabilmesi, kurumsal yatırımcıların işlevliliği ile doğru orantılıdır. Gelişmiş ekonomilerde, kişisel tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlayacak kurumsal yatırımcıların önemi her geçen gün artmakta, tasarrufların kurumsallaşmasıyla sermaye piyasalarında derinlik sağlanmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcılar, sayısal olarak mevcut durumları, ulaştıkları portföy büyüklükleri ve işlem hacimleri ile sermaye piyasalarında en aktif oyuncu olarak yer almaktadırlar ve kurumsal yatırımcıların sermaye piyasası içerisindeki payı yadsınamayacak derecede büyüktür. Gelişmiş ülkeler ile kıyaslandığında, Türk sermaye piyasasının ekonomi içerisindeki payı son derece düşüktür. Nedeni ise kurumsal yatırımcı tabanının yeterli büyüklüğe ulaşamamasıdır. Sermaye piyasasının gelişebilmesi ve yeterli derinliğe ulaşabilmesi kurumsal yatırımcıların gelişmişliği ile doğru orantılıdır. Kurumsal yatırımcıların portföy büyüklükleri ve bu portföylerin sermaye piyasaları içerisindeki aktifliği, sermaye piyasaları için büyük bir önem arz etmektedir. Ayrıca bu aktiflik, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasındaki etkinlik derecesini de ortaya koyacaktır.

Ülkemizde yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, borsa yatırım fonları, emeklilik fonları, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kurumu ve portföy yönetim şirketleri kurumsal yatırımcı kimliği ile anılan kuruluşlardır. Bu kuruluşların sermaye piyasalarında faaliyet göstermesi, piyasanın derinliğini ve genişliğini artırarak hem milli gelirin artmasına hem de ekonomik kalkınmanın sağlanmasına yardımcı olmaktadır. Bu açıdan kurumsal yatırımcılar, sayısal olarak mevcut durumları ve portföy büyüklükleri ile sermaye piyasalarının gelişiminde oldukça önemli bir rol üstlenmektedir. Bu sebeple çalışmada, Türkiye’de kurumsal portföy yönetimi uygulamalarının hangi düzeyde olduğunu belirlemek ve Türk sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların mevcut durumu hakkında bilgi vermek amaçlanmıştır. Çalışmada ilk olarak, kurumsal portföy, kurumsal yönetim ve kurumsal yönetim ilkelerinin daha iyi anlaşılabilmesi bakımından portföy, portföy yönetimi, portföy yöneticisi, portföy çeşitleri, kurumsal yatırım ve kurumsal yatırımcı kavramları teorik çerçevede ele alınmış; kurumsal yönetim anlayışının gelişmesinin nedenleri anlatılarak, kurumsal yönetim ilkelerinin amacı ve işlevi üzerinde durulmuştur. Daha sonra, çalışmanın konusu gereği her bir kurumsal yatırımcı türü ortaya çıkışları, uygulamaya geçiş dönemleri, mevzuattaki tanımları, özellikleri ve işleyişleri çerçevesinde detaylı bir şekilde anlatılmış; Türkiye’de kurumsal portföy yönetimi görevini üstlenen kurumsal yatırımcıların sayısal olarak mevcut durumları, yıllara

göre portföy büyüklükleri tablolar yardımıyla ele alınarak, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarındaki etkinlik düzeyi incelenmiştir.

İlk olarak yatırım fonlarının yıllara göre portföy dağılımı ile tip ve tür bazında portföy büyüklüğü ele alınmış; daha sonra Türkiye ve seçilmiş diğer ülkelerin portföy büyüklükleri ve portföy büyüklüklerinin GSYİH'ye oranı ile karşılaştırmalar yapılmıştır. Ortaya çıkan sonuç ise, ülkemizde yatırım fonu sektörünün, yıllar itibariyle ilerleme kaydettiği ancak karşılaştırma yapılan ülkelerin seviyesine henüz ulaşmadığı yönündedir.

İkinci olarak menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları yıllar itibariyle portföy büyüklükleri, portföy dağılımları ve şirket sayıları çerçevesinde ayrı ayrı ele alınmış; Türkiye'deki gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa değeri seçilmiş diğer ülkelerin piyasa değeri ile karşılaştırılmış; girişim sermayesi yatırımlarının değeri ise Dünya'daki ve Türkiye'deki girişim sermayesi yatırımlarının değeri ile karşılaştırılmıştır. Sektör verileri ele alındığında, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kurumsal yapı içerisinde yeterli büyüklüğe ulaşamadığı; gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının sayısında ve portföy büyüklüklerinde ise artış eğilimi olduğu ancak Dünya geneli ile kıyaslandığında karşılaştırma yapılan ülkelerin seviyesine ulaşamadığı görülmüştür.

Ülkemizde yeni bir yatırım alternatifi olarak ortaya çıkan borsa yatırım fonları, kurucuları ve portföy büyüklükleri ele alınarak incelenmiştir. Yatırım fonlarına göre yönetim ücretinin düşük olması ve daha şeffaf bir yapıya sahip olması gibi nedenlerden dolayı daha avantajlı olduğu düşünülen borsa yatırım fonlarının, ülkemizde kamu borçlanma araçlarına olan talep nedeniyle, geri planda kalabileceği düşünülmektedir.

Emeklilik fonları mevcut durumu, yıllara göre portföy büyüklükleri, portföy dağılımı ve yatırımcı sayısı ile ele alınmış; daha sonra emeklilik fonlarının toplam değerinin GSYİH'ye oranı, Türkiye ve seçilmiş diğer ülkelerin verileriyle karşılaştırılmıştır. Emeklilik fonlarının hem katılımcı sayısı, hem fon sayısı hem de portföy büyüklüğü açısından düzenli bir artış eğilimi gösterdiği, ancak portföy

değerinin GSYİH'ye oranı diğer gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, ülkemizin çok alt sıralarda olduğu görülmüştür.

Sosyal Güvenlik Kurumunun mevcut durumu, prim gelirleri, emekli aylığı ve sağlık ödemeleri ele alınarak incelenmiş; daha sonra kurumun toplam gelir ve gideri ile bütçe açığı, her yıl kuruma yapılan bütçe transferi ve bütçe transferinin GSYİH'ye oranı tablolar yardımıyla incelenmiştir. Sosyal Güvenlik Kurumunun gelir ve gider dengesinin sağlanamadığı ve her yıl bütçe açığı vererek hazineden bütçe transferine ihtiyacı olan bir kurum olarak faaliyetlerini sürdürdüğü sonucuna ulaşılmıştır. Sosyal güvenlik kurumunun her geçen yıl artan bütçe açığı, elde edilen gelirlerin kamu borçlarının finansmanında kullanılışı, ekonomi üzerinde ağır bir yük oluşturmakta, kurumun kurumsal yatırımcı fonksiyonunu yerine getirememesine neden olmaktadır. Bütçe açığının her yıl hazineden yapılan transferlerle kapatılması ülke ekonomisi için büyük bir sorun oluşturmaktadır. Bu durum sosyal güvenlik kurumunun kurumsal yatırımcı olarak sermaye piyasalarında yer almasını imkânsız kılmaktadır. Oysa gelişmiş ekonomilerde, sosyal güvenlik kuruluşları kurumsal yatırımcılar içerisinde en büyük işlem hacmine sahip olan kurumsal yatırımcı türüdür.

Sigorta şirketlerinin mevcut durumu, yıllara göre prim üretimleri, hayat sigortası ve hayat dışı sigorta branşları çerçevesinde ele alınmış; daha sonra prim üretimi ve prim üretiminin GSYİH'ye oranı Türkiye ve Dünya verileri ile karşılaştırılmıştır. Karşılaştırma sonuçlarına göre, Türkiye'de sigorta sektörünün büyüme eğilimi içerisinde olduğu ancak, Dünya prim üretimindeki yerinin çok küçük olduğu görülmüştür.

Son olarak portföy yönetim şirketlerinin mevcut durumu, yıllar itibarıyla yönettikleri portföy büyüklüğü ve şirket sayıları ele alınmış; daha sonra yönetilen portföyün kurumsal, bireysel ve tüzel kişi bazında dağılımı incelenmiş ve sektörün 2003 yılından bu yana çok önemli bir büyüme kaydettiği görülmüştür. Bu büyümenin nedeni, emeklilik fonlarının yönetiminin sadece portföy yönetim şirketlerince yapılabilmesine izin verilmesidir.

Ülkemizde kurumsal yatırımcıların portföy yapıları incelendiğinde, hisse senedi yatırımlarının ağırlığının çok düşük olduğu; ağırlığın genelde kamu

borçlanma araçlarında olduğu görülmektedir. Kurumsal yatırımların büyük bir bölümünün kamu borçlanma araçlarında değerlendirilmesi, hisse senedi payının çok düşük olması, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasında etkinliklerinin yeteri kadar sağlanamadığını göstermektedir. Son yıllarda emeklilik fonları aracılığıyla kurumsal portföy büyüklüğünün hızlı bir artış gösterdiği söylenebilir. Ancak, emeklilik fonlarının portföy yapıları incelendiğinde de kamu borçlanma araçlarının oranının yaklaşık %60 olduğu görülmektedir. Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarındaki etkinliğinin artırılması için, portföy yapılarında kamu menkul kıymetlerinin yanı sıra özel kesim menkul kıymetlerinin de ağırlığının artırılması gerekmektedir.

Kurumsal yatırımlar başarılı bir kurumsal yönetimi, başarılı bir kurumsal yönetim ise şirketlerin finansal kararları ve faaliyet sonuçları ile ilgili güvenilir bilgilerin açıklanmasını gerektirmektedir. Yatırımcı güveninin sağlanmasında en temel gösterge yatırımcıların, doğru bilgiyi, zamanında ve eksiksiz olarak elde edebilmeleridir. Bu kapsamda kurumsal yönetim ilkelerinden biri olan şeffaflığın benimsenmesi ve artırılması çabaları, gönüllük esasından ziyade yasal olarak zorunlu tutulan bağlayıcı düzenlemelerle desteklenmelidir. Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarındaki etkinlik düzeyinin artırılmasında, şirketlerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri çerçevesinde hareket etmeleri ile yatırımcı haklarının korunması önemli bir rol oynamaktadır. Bu noktada, yatırımcıların sermaye piyasasına olan güven duygusu ön plana çıkmaktadır. Yatırımcı güveninin sağlanması için yatırımcı haklarının korunması yolunda kurumsal yönetim ilkelerine uyum, gözetim ve denetimi sağlayacak hukuki alt yapı ile daha da desteklenmelidir. Hukuki alt yapının yeterliliği, sermaye piyasalarında kurumsal yapıya olan güveni artırarak, kurumsal ve bireysel yatırımcılar arasındaki ilişkilerin gelişimini de hızlandıracaktır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

ACINAN, Hilmi. (1998). **Sigortaya Giriş**, İstanbul, Can Matbaası

AKTAN, Coşkun Can. (2004). **Değişim Çağında Yönetim**, İstanbul, Sistem Yayıncılık.

ALEXEEVA, Ekaterina. (2000). **Managing Collective Investment Funds, Cadogan Financial**, Londra, İngiltere.

ANDERSON, Seth ve BORN, Jeffrey (1992). **Closed-end Investment Companies- Issues and Answers**, Kluwer Academic Publishers, Norwell, Massachusetts, ABD.

AYPEK, Nevzat. (1998). **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği**, Ankara, KOSGEB Yayınları.

BAHTİYAR, Mehmet. (1999). **Makaleler-II, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, Beta Yayınevi

CANBAŞ, Serpil. DOĞUKAN, Hatice. (1997). **Finansal Pazarlar**, İstanbul, Çukurova Üniversitesi Yayınları

CEYLAN, Ali. , KORKMAZ, Turhan. (1995). **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Bursa, Ekin Kitabevi Yayınları.

CEYLAN, Ali. (2002). **Finansal Teknikler**, Bursa, Ekin Kitabevi

ÇAPANOĞLU, Mustafa Birol. (1993). **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Genel Olarak Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul, Beta Basım- Yayın

ÇONKAR, Kemalettin. (2001). **Risk Sermayesi Finansman Yönteminin Küçük ve Orta Boy İşletmeler Açısından Önemi ve Uygulanabilirliği, I. Orta Anadolu Kongresi, KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları**, Nevşehir, KOSGEB Yayınları

DEMİRBAŞ, Mustafa. UYAR, Süleyman. (2006). **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi**, İstanbul, Güncel Yayıncılık

DOĞAN, Mustafa. (2007). **Kurumsal Yönetim**, Ankara, Siyasal Kitabevi

DRAPER, Paul. (1989). **The Investment Trust Industry in the UK: an Empirical Analysis**, Gower Publishing Company Limited, Hampshire, İngiltere.

GREGORY, Holly. (2000). **The Globalisation Of Corporate Governance**, Global Counsel.

GÜRBÜZ, Osman, ERGİNCAN, Yakup. (2006). **Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, İstanbul, Literatür Yayıncılık

GÜVEL, Enver Alper. (2004). **Sigortacılık: Temel Sigortacılık Kavramları, Sigorta Türleri, Sigorta Belgeleri, Sigorta Şirketleri, Sigorta Aracıları, Bireysel Emeklilik Sigortası**, Ankara, Seçkin Yayıncılık

İKTİSADİ ARAŞTIRMALAR VAKFI (İAV), (1989). **Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler**, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayını

İŞERİ, Müge. (2001). **Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği**, İstanbul, Türkmen Kitabevi

KAEN, Fred. (2003). **A Blueprint For Corporate Governance**, ABD, Amacom

KARABABA, Serdar. (2001). **Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması**, Ankara, Seçkin Yayınları.

KARAYALÇIN, Yaşar. (1998). **İngiliz Hukukunda Trust ve Avrupa Hukuku**, Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, Türkiye İş Bankası Vakfı Yayını

KARSLI, Muharrem. (1989). **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, İstanbul, Beta Basım.

KAYA, Aslan. (2001). **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü

KILIÇ, Saim. (1997). **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları**, Ankara, SPK Yayınları

KULA, Veysel. (2006). **Kurumsal Yönetim – Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, İstanbul, Papatya Yayıncılık.

MANAVGAT, Çağlar. (1991). **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Ankara, Banka ve Ticaret Araştırmaları Enstitüsü Yayınları

NOMER, Füsun. (2003). **Yatırım Ortaklıkları**, İstanbul, Beta Yayınevi

OKKA, Osman. (2006). **Finansal Yönetime Giriş**, Ankara, Nobel Yayıncılık

PASLI, Ali. (2004). **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, Ankara, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları

PEKİNER, Kamuran. (1981). **Sigorta İşletmeciliğinin Prensipleri- Hesap Bünyesi**, İstanbul, Formül Matbaası

PULAŞLI, Hasan. (2003). **Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model**, Ankara, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü

REHA, Tanör. (1999). **Türk Sermaye Piyasası**, Beta Yayınları

SAĞLAM, Necdet. (1996). **Sigorta İşletmelerinde Mali Tabloların Hazırlanması ve Avrupa Birliğine Uyum**, Eskişehir, Etam A.Ş.

SARIKAMIŞ, Cevat. (1998). **Sermaye Pazarları**, İstanbul, Alfa Yayınları.

SHELTON, Joanna. (1998). **The Importance Of Governance In The Modern Economy**. New Corporate Governance For The Global Company International Conference. Brüksel.

SUSAR, Özkan. (2004). **Tüm Yönleriyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**, Ankara, Adalet Basım Yayıncılık

ŞEN, Murat. MEMİŞ, Tekin. (2000). **Özel Emeklilik ve Türkiye İçin Sistem Önerisi**, TÜGİAD Ekonomi Ödülleri, İstanbul, Rota Yayın

TUNCER, Selahattin. (1985). **Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama)**, İstanbul, Okan Yayıncılık

TÜSİAD (2002). **Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, İstanbul.

USTA, Öcal. (2005). **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, İzmir, Detay Yayıncılık.

VURAL, Güven. (1978). **Yatırım Ortaklıkları**, Ankara, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları.

YUSUF, Alper. (2003). **Türkiye’de Sosyal Güvenlik ve Sosyal Sigortalar**, Ekin Kitabevi

Sürelî Yayınlar ve Dergiler

ALAGÖZ, Mehmet. YAPAR, Sinem. “Kalkınma Planları Çerçevesinde Türkiye’de Sosyal Güvenlik Sorunu” **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Yıl: 2006, Sayı: 10

ALPER, Yusuf. “ABD Sosyal Güvenlik Sistemi Bir Model Olabilir mi?”, **Çimento ve İşveren Dergisi**, Yıl: 2008, Sayı:2, Cilt: 22

APAN, Ahmet. “Türkiye’de Kalkınma Planları ve Sosyal Güvenlik Reformu”, **Türk İdare Dergisi**, Yıl: 2007, Sayı: 456

AY, Sema, “Risk Sermayesi ve KOBİ’lerin Finansmanında Risk Sermayesinin Önemi”, **PARADOKS, Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi**, Yıl: 2008, Sayı: 2

BİLDİK, Recep. “Türk Sermaye Piyasası İçin Yeni Bir Yatırım Alternatifi: Borsada İşlem Gören Fonlar (Exchange Traded Funds)”, **İktisat İşletme ve Finans**, Yıl: 2002, Sayı:201, 71-86.

ÇİFTÇİ, Hakkı. “Türk Sigorta Sektörünün Sorunları, DEA Analizi ile Türk Sigorta Şirketlerinin Düzeylerinin Belirlenmesi”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Yıl: 2004, Cilt: 13, Sayı: 1

EROL, Ahmet. YILDIRIM, Ercan. “Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Yaşanan Krizlerin Bireysel Emeklilik Sisteminin Gelişimine Etkileri”, **Yaklaşım Dergisi**, Kasım 2005

ESFENDER, Korkmaz. “Sosyal Güvenlikte Yeni Yaklaşım: Bireysel Emeklilik”, **İstanbul Ticaret Odası**, Yıl: 2006, No: 21

GÖNEN, Seçkin. “Türk Vergi Sistemi Açısından Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesi”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Yıl: 2005, Sayı: 198

GÜMÜŞ, Erdal. “Türkiye’de Sosyal Güvenlik Sistemi: Mevcut Durum, Sorunlar ve Öneriler”, **Seta Analiz Yayınları**, Ağustos 2010, Sayı: 24

GÜZEL, Ali. “Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Öngörülen Reform Mevcut Sorunlara Çözüm mü?”, **Çalışma ve Toplum Dergisi**, Yıl: 2005, Sayı: 4

İLERİ, Hüseyin. “Türkiye’de Sosyal Güvenlik Sisteminin Değerlendirilmesi”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi**, Yıl: 1998, Sayı: 1

İLHAN, Oral. “Sosyal Güvenlik Hukuku”, **Anadolu Üniversitesi Yayını**, No: 1574, Ağustos 2004

KAHYA, Mehmet. “Sigorta Sektörünün Ekonomik Kalkınmadaki Yeri ve Önemi ile Fon Yaratma İşlevi ve Sermaye Piyasalarındaki Etkinliği”, **Reasürör Dergisi**, Yıl: 2000, Sayı: 37

KAZGAN, Haydar. AKSOY, Uğur Murat. “Sermaye Piyasası ve Yatırım Ortaklıkları”, **İktisat ve Maliye Dergisi**, Yıl: 1971, Cilt: XXX, No: 1

KUĞU, Tayfun Deniz. “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, **Yönetim ve Ekonomi**, Yıl: 2004, Cilt: 11, Sayı: 2

“Yatırım Fonları Sektör Verileri”, **Kurumsal Yatırımcı Dergisi**, Ocak-Şubat-Mart 2011, Sayı: 2

KÜÇÜKSÖZEN, Cemal. KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray. “Kurumsal Şirket Yönetiminde Finansal Bilginin Rolü”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, Eylül 2005

NAKİLCİOĞLU, İsmail Hakkı. “İnternette Risk Sermayesi Kavramı”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Yıl: 2001, Cilt: 2, Sayı: 2

OKTAYER, Nagihan. “Özel Emeklilik Fonlarının Finansal Piyasaların Gelişimine Etkileri” **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Yıl: 2007, Cilt: IX

SALLANGÜL, Songül, “Yeni Sağ Sosyal Güvenlik Anlayışının Tarihsel Bağlantıları: İngiltere ve Türkiye Örnekleri”, **Ankara Üniversitesi Dil ve Tarih-Coğrafya Fakültesi Dergisi**, Yıl: 2000, Cilt: 40, Sayı: 3-4

ŞEHİRLİ, Kübra. “Kurumsal Yönetim”, SPK Denetleme Dairesi, **Araştırma Raporu Yeterlilik Etüdü**. 1999

ŞENVER, Bülent. “Türkiye’de ve Dünyada Yönetişim”, **Türkiye İç Denetim Enstitüsü Dergisi**, Mart 2002, s: 2.

TEKBAŞ, Mehmet Şükrü. “Banka ve Sigorta Sektörü ile Aracı Kurumların Sermaye Piyasasındaki Etkinlikleri Sempozyumu”, **Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yayınları**, Yıl: 1991, Yayın No: 3

UYAR, Süleyman. “Denetim Komitesi Oluşumunu Etkileyen Düzenlemelerin Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, Nisan 2004

YANIK, Serhat. “Sigorta İşletmelerinde Mali Yeterlilik Analizi”, **Bayındır Hayat Sigorta A.Ş. Yayınları**, 2001

YASAMAN, Hamdi. “Fransız Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları”, **İktisat Maliye Dergisi**, Yıl: 1973, Cilt: XX, Sayı: 5

Yüksek Lisans ve Doktora Tezleri

AYDIN, Asaf. (2008). “Türkiye’de ve Dünya’da Bireysel Emeklilik Sistemi”, Yüksek Lisans Tezi, Abant İzzet Baysal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bolu.

BAYRAKTAR, Aytaç, (2008). “Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları İskontosu ve İMKB Hisse Senedi Endeks Getirileri Üzerindeki Etkisi”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

BEKÇİ, İsmail, (2001). “Optimal Portföy Oluşturulmasında Bulanık Doğrusal Programlama Modeli ve İMKB’de Bir Uygulama”, Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta

BÜYÜKÇAPAR, Ceren. (2007). “Türk Vergi Sisteminde Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi ve Ekonomiye Etkileri”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

DALĞAR, Hüseyin. (2006). “Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performans Değerlendirilmesi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.

DERİN, Selen. (2006). “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Bileşeni Olarak Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık: Türk Sermaye Piyasaları”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

DİLMAÇ, Murat. (2006). “Risk Sermayesinde Yatırım Kararı ve Muhasebesi”, Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

ERDOĞAN, Şaban. (2009). “Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Şeffaflık ve Türkiye Uygulaması”, Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon.

EROĞLU, Gültaç. (2006). “Portföy Analizinde Bulanık Programlama”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Ankara.

ESEN, Nesrin. (2004). “Karar Dağılımına Göre Portföy Analizinin İncelenmesi ve İMKB’de Bir Uygulama”, Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

HALICI, Burcu. (2008). “Portföy Seçimi Problemi Üzerine Karşılaştırmalı Alternatif Yaklaşımlar”, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

İPEKTEN, Berna. (1992). “Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonlarının Sermaye Piyasasının Gelişimine Katkıları”, Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

KARAYEL, Mete. (2006). “Türkiye’deki İşletmelerde Kurumsal Yönetişim Bilincinin Ölçülmesine İlişkin Batı Akdeniz Bölgesinde Bir Araştırma”, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.

KEKÜLLÜOĞLU, Taner Davut. (2008). “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Ticari Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

KOCABIYIK, Turan. (2006). “Portföy Oluşturmada Kurumsal Yatırımcı Yaklaşımı”, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.

KÜÇÜKKOCAOĞLU, Ebru. (2002). “Yatırımcının Korunması Kapsamında Aracı Kurumlarda Denetim”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

ÖĞRETEN, Özge. (2005). “Kurumsal Yönetim”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

SANCAKDAR, Canan. (2006). “Sermaye Piyasasının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi”, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

TÜRE, Hasan. (2006). “Bulanık Doğrusal Programlama ve Bir Uygulama”, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

YILDIRIM, Murat. (2007). “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri”, Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Araştırma Yayınları

AYHAN, Algüner. (2006). “Kurumsal Yatırımcılar, Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği”, **SPK Yayınları**, Ankara

ÇANAKÇI, Erkem. (1997). “Yatırım Ortaklıkları”, **SPK Yayınları**, Ankara

ERDOĞAN, Oral. , ÖZER, Levent. (1998). “Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar”, **İMKB Yayınları**, İstanbul

ERGENEKON, Çağatay. (1995). “Sigorta Sektörü”, **İMKB Yayınları**, İstanbul

GENÇ, Ömür. (2002). “Sigortacılık Sektörü ve Türkiye’de Sigorta Sektörünün Fon Yaratma Kapasitesi”, **Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Ekonomik Araştırma Raporları**, Ankara

GÜNAL, Vural. (1997). “Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri”, **İMKB Yayınları**, İstanbul

KILIÇ, Saim. (1997). “Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları”, **SPK Yayınları**, No: 95, Ankara

ÖZÇAM, Mustafa. (1997). “Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi”, **SPK Yayınları**, No: 104, Ankara

SOYDEMİR, Selim. (1995). “Kurumsal Yatırımcıların Fon Kaynakları ve Kullanım Yerleri (1981-1993); Türkiye’de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası dönemin Bir Değerlendirmesi”, **SPK Yayınları**, No: 17, Ankara.

UYANIK, Atilla. (1997). “Finansal Ürünlerin Vergilendirme ve Yasal Düzenlemeler Açısından Değerlendirilmesi”, **SPK Yayınları**, Ankara

ÜNAL, Targan. (1995). “Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar, Türkiye Örneği, Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, **İMKB Araştırma Yayınları**, No: 7, İstanbul.

Bildiriler ve Raporlar

ÇALIŞMA VE SOSYAL GÜVENLİK BAKANLIĞI, “Çalışma ve Sosyal Güvenlik’te Değişimin Yönetimi” 2003-2005”, Ankara, 2005b.

DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI, “Dokuzuncu Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu”, Ankara 2006b.

HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, “Türkiye’de Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Hakkında Rapor-2009”, (www.hazine.gov.tr / Erişim Tarihi 05.04.2011).

İŞ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI, “2010 Yılı Faaliyet Raporu” (www.isgirisim.com.tr / Erişim Tarihi 18.04.2011)

MİLLSTEİN, I. (1998). “Corporate Governance and Improving Competitiveness Access to Capital in Global Markets” . OECD Publications. Paris. Pp. 27.

OECD. (2004). “Corporate Governance A Survey of OECD Countries”, OECD Publications, Paris.

SERMAYE PİYASASI KURULU, “2009 Yılı Faaliyet Raporu”, Ankara 2010 (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 31.03.2011)

SERMAYE PİYASASI KURULU, “2008 Yılı Faaliyet Raporu”, Ankara 2009. (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 31.03.2011)

SERMAYE PİYASASI KURULU, “2007 Yılı Faaliyet Raporu”, Ankara 2008. (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 31.03.2011)

SERMAYE PİYASASI KURULU, “2006 Yılı Faaliyet Raporu”, Ankara 2007. (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 31.03.2011)

SERMAYE PİYASASI KURULU, “2005 Yılı Faaliyet Raporu”, Ankara 2006. (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 31.03.2011)

SERMAYE PİYASASI KURULU, “Aralık-2010 Aylık Raporlar”, Ankara 2011. (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 31.03.2011)

İnternet Sayfalarından Elde Edilen Bilgi

Anglo-sakson hukuk sistemi (www.btyim.org/blog/?p=99 / Erişim tarihi 17.01.2011).

Arbitrajın Tanımı (www.finans.ekibi.net/forum/arbitraj-arbitraj-nedir-t-303.html / Erişim Tarihi 22.04.2011).

“Banker Skandalı”, (www.turkcebilgi.net/bilim/turk-tarihinde-ilginc-olaylar/banker-skandali-ve-ozal-3977.html / Erişim tarihi 28.10.2010).

BARAZ, Barış. (2004) “Yönetim Kurullarının Kurumsal Yönetişim Açısından Kritik Önemi: Eskişehir’de Bir Araştırma, Osmangazi Üniversitesi-3. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi, Eskişehir (www.iibf.ogu.edu.tr/kongre/bildiriler/17-04.pdf / Erişim Tarihi 01.12.2010)

Borsaya Kote Ortaklık Yöneticileri Derneği Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Sektör Raporu-Mart 2011 (www.koteder.org.tr/ / Erişim Tarihi 15.04.2011).

Borsa Yatırım Fonlarını Gelişimi (www.tkyd.org.tr/data/T/etf.doc / Erişim Tarihi 22.04.2011).

Borsa Yatırım Fonları (www.imkb.gov.tr/products/ETF.aspx / Erişim Tarihi 22.04.2011).

Endeksin Tanımı, (www.borsarti.com/endeks-nedir / Erişim Tarihi 22.04.2011).

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (www.gyoder.org.tr / Erişim Tarihi 18.01.2011).

İlk Sigorta Poliçesi (www.tsrbs.org.tr/sayfa/sigortanın-tarihi / Erişim Tarihi 07.03.2011).

KAYACAN, Murat. (2006). “Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Ulusal Finans Raporlama Standartları Açısından Gelişmeler”, Türkiye Muhasebe Standartları Sempozyumu, İzmir (www.tedmer.org.tr/pdf/tedmer_1.pdf / Erişim Tarihi 01.12.2010)

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Sektör Verileri, (www.vakifyatirimortakligi.com.tr/v2/faaliyetraporu.asp / Erişim Tarihi 15.04.2011).

Portföy Yöneticiliği Faaliyeti, (www.ziraatportfoy.com.tr / Erişim Tarihi 24.12.2010).

GÜÇLÜ, Hakan. EROL, Süleyman. UMUT, Alparslan. (2005) “Portföy Yönetim Şirketleri”, İstanbul. (www.hakanguclu.com/calismalar/Portfoy_Yonetim_Sirketleri.pdf / Erişim Tarihi 22.04.2011)

SERMAYE PİYASASI KURULU, (2005). Kurumsal Yönetim İlkeleri, (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 28.10.2010)

Sosyal Güvenlik Sistemi (www.tisk.org.tr/yayinlar.asp?sbj=ic&id=1125 / Erişim Tarihi 28.02.2011).

Sigortanın Gelişimi (www.tsrbs.org.tr/sayfa/turkiyede-sigortacilik / Erişim Tarihi 09.03.2011).

Sigorta Şirketlerinde Yurt İçi Reasürans Devri Zorunluluğu
(www.millire.com/zamantuneli.htm / Erişim Tarihi 09.03.2011).

Sigorta Branşları (www.tsrbsb.org.tr/sayfa/sigorta-branslari / Erişim Tarihi 09.03.2011).

Sigortacılık Tarihçesi (www.dolenekspertiz.com.tr/tarihi.aspx / Erişim Tarihi 07.03.2011).

SERMAYE PİYASASI KURULU, “Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Aralık-2010”, (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 15.04.2011)

SERMAYE PİYASASI KURULU, “Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, Yatırım Fonları”, (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 28.10.2010)

SERMAYE PİYASASI KURULU, “Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-4, Yatırım Ortaklıkları”, (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 28.10.2010)

SERMAYE PİYASASI KURULU, “Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-5, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 28.10.2010)

SERMAYE PİYASASI KURULU, “Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-6, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları”, (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 28.10.2010)

SERMAYE PİYASASI KURULU, “Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-7, Bireysel Emeklilik Sistemi”, (www.spk.gov.tr / Erişim Tarihi 28.10.2010)

Sermaye Piyasası Tarihi (www.kredihesaplama.org/kredibanka/sermaye-piyasalarinin-tarihi.html / Erişim Tarihi 28.10.2010)

Sigorta Şirketlerinin Mevcut Durumu, (www.tsrbsb.org.tr/sayfa/tarihçe / Erişim Tarihi 01.04.2011)

SOSYAL GÜVENLİK KURUMU, “2011 Yılı Ocak Ayı Mali İstatistikler”, (www.sgk.gov.tr / Erişim Tarihi 01.04.2011)

Sosyal Güvenlik Sisteminin Yeniden Yapılandırılması Tartışmaları ve Çözüm Önerileri, (www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/97/a / Erişim Tarihi 20.04.2011).

Takasbank, (www.isbank.com.tr/content/TR/Yatirim_Hizmetleri/Hisse_Senedi/Takasbank-207-7.aspx / Erişim tarihi 20.01.2011)

TÜRKİYE SİGORTA VE REASÜRANS ŞİRKETLERİ BİRLİĞİ, “Resmi İstatistikler”, (www.tsrbs.org.tr/sayfa/2010-yili-istatistikleri-aralik / Erişim Tarihi 05.04.2011)

Ülkemizde BES'in Çok Daha Hızlı Gelişmemesi... Peki Neden?, (www.policemdergisi.com/index.php?option=com_content&view=article&id=319%3Auekzemizde-besnin-cok-daha-hzl-gelimemesipeki-neden&Itemid=129 / Erişim Tarihi 22.04.2011).

Yatırım Fonlarının Getirdiği Maliyetler Nelerdir? (www.gpy.com.tr/yatirim-fonlari-yonetimi/yatirim-fonu-nedir.html / Erişim Tarihi 18.01.2011)

Yatırım Fonuna Ait Temel Bilgiler Nasıl Elde Edilir? (www.gpy.com.tr/yatirim-fonlari-yonetimi/yatirim-fonu-nedir.html / Erişim tarihi 18.01.2011)

Yatırım Fonlarının Özellikleri (www.garanti.com.tr/tr/ticari/yatirim/yatirim_fonu.page / Erişim Tarihi 20.01.2011).

Yatırım Ortaklığı ve Yatırım Fonu Arasında Ne Fark Vardır? (www.atayatirim.com.tr/content/Yatirimci_okulu/default.asp?level=1300 / Erişim Tarihi 28.02.2011).

EK-1**OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ****I. HİSSEDARLARIN HAKLARI**

Kurumsal yönetim hissedarların haklarını korumalıdır.

A. Temel hissedar hakları:

1. Mülkiyet tescil yöntemlerini güvence altına alma;
2. Hisseleri devir ve temlik etme;
3. Zamanında ve düzenli olarak şirket hakkında açıklayıcı bilgi elde etme;
4. Genel hissedarlar toplantısına katılma ve oy kullanma;
5. Şirketin kârlarından pay alma haklarını içermektedir.

B. Hissedarlar şirketle ilgili olarak;

1. Tüzükte ya da kuruluş sözleşmesinde veya şirketin benzeri temel belgelerinde yapılan değişiklikler;
2. Ek hisse çıkarma yetkisi ve
3. Sonunda şirketin satışı ile sonuçlanan olağanüstü işlemler gibi, şirketle ilgili köklü değişiklikleri ilgilendiren kararlara katılma ve bu kararlar hakkında yeterince bilgilendirilme hakkına sahiptirler.

C. Hissedarlar genel hissedarlar toplantısına etkin bir şekilde katılma ve oy kullanma fırsatına sahip olmalı ve oy kullanma usulleri dâhil olmak üzere, genel hissedarlar toplantısını düzenleyen kurallar hakkında bilgilendirilmelidirler.

1. Hissedarlara genel kurulların tarih, yer ve gündemleri ile ilgili olarak ve kurul veya toplantıda karara varılacak konularla bağlantılı tam, yeterli ve zamanında bilgi verilmelidir.

2. Hissedarlara, makul sınırlamalara tabi olarak, genel kurullarda soru yöneltme ve gündem yeni başlıklar ekleme fırsatı tanınmalıdır.
 3. Hissedarlar bizzat ve gıyaben oy kullanabilmeli, ister bizzat isterse gıyaben kullanılmış olsun oylar eşit etkile olmalıdır.
- D.** Bazı hissedarların sahip oldukları pay ile orantısız bir şekilde belirli bir kontrol elde etmelerine olanak tanıyan sermaye yapıları ve düzenlemeleri açıklanmalıdır.
- E.** Şirket kontrolü ile ilgili piyasaların etkin ve şeffaf bir tarzda işlemesine olanak tanınmalıdır.
1. Yatırımcıların haklarını ve izleyecekleri yolu anlayabilmeleri için, sermaye piyasalarında şirket kontrolünü elde etmenin kural ve usulleri, şirketler arası birleşmeler ve şirket varlıklarının önemli bölümlerinin satışı gibi olağanüstü işlemler açık bir biçimde ifade edilmeli ve dışarıya açıklanmalıdır. İşlemler şeffaf fiyatlarla ve sınıflarına göre bütün hissedarların haklarını koruyan adilane koşullarda gerçekleşmelidir.
 2. Şirketi ele geçirmeyi engelleyecek mekanizmalar, yönetimin hesap verme sorumluluğuna karşı kullanılmamalıdır.

II. HİSSEDARLARIN ADİL MUAMELE GÖRMESİ

Kurumsal yönetim, azınlık ve yabancı hissedarlar dâhil, bütün hissedarlara eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar, haklarının ihlali karşısında yeterli bir telafi ya da tazminat elde etme fırsatına sahip olmalıdır.

A. Aynı tip hissedarlara eşit muamele yapılmalıdır.

1. Her tipte, bütün hissedarlar aynı oy hakkına sahip olmalıdırlar. Bütün yatırımcılar, satın almadan önce her tipten hisselerin oy hakları hakkında bilgi sahibi olabilmelidirler. Oy haklarındaki her türlü değişiklik hissedarın oylamasına sunulmalıdır.

2. Oylar, hisseler üzerinde tasarruf hakkına sahip olan kişi ile üzerinde anlaşmaya varılan şekilde onun emanetçileri ya da atadığı mümessilleri tarafından atılmalıdır.
 3. Genel hissedarlar toplantısının işlem ve usulleri, bütün hissedarların adil muamele görmelerine olanak tanınmalıdır. Şirket prosedürleri, oy atmaya gereksiz şekilde zorlaştırmamalı ya da masraflı hale getirmemelidir.
- B.** İçerden bilgi olarak gerçekleştirilen kural dışı alım satım (Insider trading) ve usulsüz kişisel işlemler yasaklanmalıdır.
- C.** Müdürler ve yönetim kurulu üyelerinin, şirketi etkileyen işlem ve konularla ilgili maddi çıkar konusu olabilecek her türlü bağlantılarını açıklamaları gerekmektedir.

III. KURUMSAL YÖNETİMDE DOĞRUDAN ÇIKAR SAHIPLERİNİN ROLÜ

Kurumsal yönetim, doğrudan çıkar sahiplerinin haklarını yasalarda belirtildiği şekilde tanımalı, servet ve yeni iş ilanları yaratmada şirketler ile doğrudan çıkar sahipleri arasında etkin bir işbirliğini ve mali olarak güçlü işletmelerin ayakta kalmasını teşvik etmelidir.

- A.** Kurumsal yönetim, doğrudan çıkar sahiplerinin kanunla korunan haklarına saygı gösterilmesini teminat altına almalıdır.
- B.** Doğrudan çıkar sahibi olan kesimlerin çıkarlarının yasalarla korunduğu durumda, bütün ilgili çıkar sahipleri, haklarının ihlali karşısında yeterli telafi ya da tazminat elde etme fırsatına sahip olmalıdır.
- C.** Kurumsal yönetim, doğrudan çıkar sahiplerinin katılımı açısından performans geliştirici mekanizmalara izin vermelidir.
- D.** Doğrudan çıkar sahipleri şirket yönetim sürecine katıldıkları durumlarda, gerekli bilgilere erişebilmelidirler.

IV. KAMUOYUNA AÇIKLAMA YAPMA VE ŞEFFAFLIK

Kurumsal yönetim, mali durum, performans, mülkiyet ve şirketin idaresi dâhil, şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını güvence altına almalıdır.

- A.** Açıklamalar aşağıdaki konularda, ama bunlarla sınırlı olmamak kaydıyla, şu maddi bilgileri içermelidir:
1. Şirketin mali ve operasyonel durumu ve işletme kâr-zarar hesabı.
 2. Şirket hedefleri.
 3. Çoğunluk pay sahipliği ve oylama hakları.
 4. Yönetim kurulu üyeleri, başlıca yöneticiler ve bunlara yapılan ödeme ve ücret sistemleri.
 5. Öngörülebilir maddi risk faktörleri.
 6. Çalışanlar ve diğer doğrudan çıkar sahipleriyle ilgili maddi konular.
 7. Yönetim yapısı ve politikaları
- B.** Bilgi hazırlanmalı, denetlenmeli ve kaliteli muhasebe standartlarına, mali ve mali olmayan beyan ve denetime uygun olarak açıklanmalıdır.
- C.** Mali beyannamelerin hazırlanma ve sunulma yöntemleri hakkında dışarıdan ve objektif bir güvence oluşturmak için yıllık denetim, bağımsız bir denetçi tarafından yapılmalıdır.
- D.** Bilgi yayma kanalları ilgili bilgiye kullanıcıların; adil bir biçimde, zamanında ve düşük maliyetle erişmesini sağlamalıdır.

V. YÖNETİM KURULUNUN SORUMLULUKLARI

Kurumsal yönetim, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin zamanında etkin denetimini, yönetim kurulunun şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme zorunluluğunu teminat altına almalıdır.

- A.** Yönetim kurulu üyeleri; tam bilgilenmiş olarak, iyi niyetle, gerekli titizlik ve özenle, şirketin ve hissedarların en uygun çıkarları doğrultusunda hareket etmelidirler.
- B.** Yönetim kurulu kararlarının değişik hissedar gruplarını farklı şekilde etkilediği durumlarda, yönetim kurulu, bütün hissedarlara adilane davranmalıdır.
- C.** Yönetim kurulu, yürürlükteki yasalara uygunluğu teminat altına almalı ve doğrudan ilgili çıkar sahiplerinin çıkarlarını dikkate almalıdır.
- D.** Yönetim Kurulu, aşağıdaki hususları içine alan temel işlevleri yerine getirmelidir:
- 1.** Şirket stratejisini, başlıca eylem planlarını, risk politikalarını, yıllık bütçeleri ve işletme planlarını yönlendirmek ve gözden geçirmek; performans hedeflerini saptamak; icraatı ve şirket performansını zamanında denetlemek; ve büyük sermaye harcamalarını, devralmaları ve mal varlığı satışlarını yönetmek.
 - 2.** Önemli yöneticileri seçmek, ücretlerin ödemek, denetlemek, gerekli olduğu durumlarda değiştirmek ve yönetimin pürüzsüz şekilde el değiştirmesi planlarını nezaret etmek.
 - 3.** Yönetim kademesini ve kurul üyelerine yapılan ödeme ve ücret sistemini gözden geçirmek, resmi ve şeffaf bir atama süreci sağlamak.
 - 4.** Şirket varlıklarının yanlış kullanılması ve ilgili tarafların işlemlerinde kötüye kullanma dâhil olmak üzere, yönetim, yönetim kuru üyeleri ve hissedarların olası çıkar çatışmalarını zamanında denetleyip sevk ve idare etmek.
 - 5.** Şirketin bağımsız denetçilik dâhil, muhasebe ve mali rapor sistemlerini güvence altına almak ve özellikle risk denetimi, mali kontrol ve yasalara uygunluk açısından uygun denetim sistemlerinin işler olmasını sağlamak.

6. Yönetim kurulunun tabi olduğu yönetim uygulamalarının yeterliliğini denetlemek ve gerekli oldukça değişikliklere gitmek.
 7. Kamuoyuna açıklama yapmak ve iletişim süreçlerine nezaret etmek.
- E.** Yönetim Kurulu, özellikle idareden bağımsız olarak şirket işlerinde objektif muhakeme yürütebilme yeteneğine sahip olmalıdır.
1. Yönetim kurulları, çıkar çatışması olasılığının ortaya çıkabileceği durumlarda bağımsız muhakeme yürütebilecek yeterli sayıda yönetici kurul üyesi atamış olmayı göz önünde bulundurmalıdır. Bu türden kritik sorumluluklara mali raporların tutulması, atamalar, yöneticilerin ve kurulların ücretlerinin ödenmesi örnek verilebilir.
 2. Kurul üyeleri sorumluluk alanlarına yeterince zaman ayırmalıdır.
- F.** Sorumluluklarını yerine getirebilmeleri için, yönetim kurulu üyeleri doğru, gerekli ve geçerli bilgiye zamanında erişebilmelidir

ÖZET

YALÇIN, Zeynep. Türkiye’de Kurumsal Portföy Yönetimi, Yüksek Lisans Tezi,
Ankara, 2011.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de kurumsal portföy yönetimi görevini üstlenen kurumsal yatırımcıların, sermaye piyasasındaki etkinlik düzeyini ve ülkemizdeki mevcut durumunu ortaya koymaktır.

Bu kapsamda, öncelikle kurumsal portföy yönetiminde kurumsal yönetimin işlevi ve kurumsal yönetim ilkelerinin yatırımcının sermaye piyasalarına olan güven duygusunu sağlamadaki etkinliği açıklığa kavuşturulmaya çalışılmıştır. Araştırmanın konusu gereği, kurumsal yatırımcı türleri detaylı bir şekilde anlatılmış, sayısal olarak mevcut durumları ve portföy büyüklükleri tablo ve grafikler yardımıyla incelenmiştir. Kurumsal yatırımcıların yıllar itibariyle gelişmekte olduğu, ancak sermaye piyasasında yeterli derinliğe ve beklenen seviyeye ulaşamadığı sonucuna ulaşılmıştır. Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasındaki etkinliklerinin artırılması için yatırımcı güveninin sağlanması yolunda sermaye piyasasında şeffaflığın daha da artırılması, yatırımcı haklarının korunması için kurumsal yönetim ilkelerine uyumun, denetim ve gözetimi artırıcı hukuki alt yapı ile desteklenmesi gerekmektedir.

Anahtar Sözcükler

1. Sermaye Piyasası
2. Kurumsal Portföy
3. Kurumsal Yönetim
4. Kurumsal Yönetim İlkeleri
5. Kurumsal Yatırımcı

ABSTRACT

Yalçın, Zeynep, Corporate Portfolio Management In Turkey, Master Of
Science Thesis 2011

In this study was to put forward the level of capital market activity and the current situation of the institutional investors, who undertake the task of institutional portfolio management, in Turkey.

In this context, primarily, function of corporate governance and the effectiveness of corporate governance principles in ensuring the investors to trust capital markets in corporate portfolio management was studied. The types of institutional investors were explained in detail and their current status as numerical and portfolio sizes were analyzed with tables and graphs. It was seen that institutional investors over the years are developing but in capital market they have not reached yet sufficient depth and expected level. To increase the activities of institutional investors in capital market, assuring the investor's confidence in capital transparency must be further improved. Furthermore the protection of investor rights, must be supported with legal infrastructure, improving audit and oversight in compliance with corporate governance principles.

Keywords

1. Capital Market
2. Corporate Portfolio
3. Corporate Governance
4. Corporate Governance Principles
5. Institutional Investor

