

Makale türü / Article type: Araştırma / Research

SERBEST YATIRIM FONLARINDA FİNANSAL ANALİZ: TÜRKİYE’DE FAALİYET GÖSTEREN SERBEST YATIRIM FONLARI ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

FINANCIAL ANALYSIS AT HEDGE FUNDS: A RESEARCH ON HEDGE FUNDS OPERATING IN TURKEY

Yrd. Doç. Dr. Osman Kürşat ONAT

Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, İİBF, dr_osmankursat@hotmail.com

Özet

Serbest yatırım fonları gelişmiş finans piyasalarında 80’li yıllardan itibaren kullanılan ve faaliyet gösteren finansal türevlerdir. Genellikle yüksek getiri-yüksek risk stratejisi ile özdeşleşmiş olan serbest yatırım fonlarının finansal piyasalar açısından önemi büyüktür. Ülkemizde ilk olarak 2008 yılında kurularak faaliyet gösteren serbest yatırım fonları önemli ölçüde gelişme göstermiştir. Yatırım fonlarının performansları değerlendirilirken risk ve getiri ilişkisi içerisinde analizler yapmak mümkündür. Bununla birlikte finansal tablolar analizi de performans değerlendirmesi açısından önemli bir araç olarak görülmektedir. Çalışmanın temel amacı serbest fonlara ilişkin finansal tablolara dayalı analiz yapmayı hedefleyen araştırmacılara yön göstermek ve özellikli finansal tabloların analiz edilmesi konusunda ulusal literatüre uygulama konusunda katkıda bulunmaktır. Bu çalışmada Türkiye’de yerleşik serbest yatırım fonlarının 2012 yılı finansal tablolarında analiz yapılarak elde edilen oranlara göre fonların performans değerlendirmeleri yapılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Serbest Yatırım Fonları, Finansal Analiz, Performans, Etkinlik

JEL Sınıflandırması: M40, M41

Abstract

Hedge funds, are financial derivatives those are being used and operating in advanced financial markets since 80’s. Hedge funds generally identified with high income-high risk strategy has a big importance in aspect of financial markets. Hedge funds, that were firstly established and operating since 2008 in Turkey, made important progress. While evaluating performances of funds it is possible to make analysis within income and risk relationship. On the other hand, financial statement analysis is accepted as an important tool for performance review. In this study, financial statements of hedge funds established in Turkey was analysed for the year 2012 and calculated ratios were interpreted in aspect of performance.

Keywords: Hedge Funds, Financial Analysis, Performance, Efficiency

JEL Classification: M40, M41

Makale gönderim tarihi / Received: 23.06.2016, Kabul tarihi / Accepted: 22.09.2016

DOI: 10.22466/acusbd.v2i2.5000193734

GİRİŞ

1980’li yıllardan itibaren globalleşme ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmeler sonucu uluslararası finans piyasalarında birçok değişim ve gelişim meydana gelmiştir. Günümüzde yatırımcılar daha yüksek getiriyi daha düşük maliyetle elde etmek için gelişmiş piyasalardan ziyade gelişmekte olan piyasaları tercih etmektedirler. Bu nedenle yatırımcılar gelişmekte olan piyasalarda uluslararası sermaye hareketlerinden yararlanmak için alternatif yatırım araçlarına yönelerek getirilerini artırma yollarını aramaktadırlar.

Son dönemlerde cazibesi giderek artan alternatif yatırım araçlarından biri olan serbest yatırım fonları gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda kuruldukları ilk günden itibaren yüksek mali varlığa sahip bireyler ve yatırımcıların yatırım araçları olarak bilinmektedirler. 1980’li yıllardan itibaren serbest yatırım fonlarına yapılan yatırım tutarının artması, büyük ölçekte kurumsal yatırımcıların serbest yatırım fonu piyasasının kültürel ve tarihi trendini takip etmesine, diğer alternatif yatırım araçları ile karşılaştırmalar yapmasına yol açmaktadır.

Serbest yatırım fonları son yıllarda, dünya finans sektöründe önemli bir yatırım aracı durumuna gelmiştir. Sermaye piyasalarının entegrasyonu, yatırım yapılacak ürün çeşitliliğinin artması gibi nedenlerle, dünyada kurumsal ve varlıklı bireysel yatırımcılar son yıllarda daha fazla getiri sağlayacak ürünlere yatırım yapma arayışına girmişlerdir. Türkiye’de de serbest yatırım fonları kurulması için gerekli düzenlemeler SPK tarafından yapılmıştır.

Bu çalışmanın ilk bölümünde serbest yatırım fonları ile ilgili genel bilgiler yer almaktadır. İkinci bölümde ise ülkemizde faaliyet gösteren on iki adet serbest yatırım fonunun 2012 yıllık mali tablolarından yararlanarak yapılan karşılaştırmalı oran analizi yer almaktadır.

1. SERBEST FONLARLA İLGİLİ GENEL BİLGİLER

1.1. Serbest Fonun Tanımı

“Hedge” terimi, “korunma” anlamına gelmesine karşın, serbest yatırım fonları riskli yatırım araçlarıdır. Bu nedenle, “hedge fon” terimi, aslında bu tür finansal kurumlar için doğru bir tanımlama değildir. Fakat, 1950’li yıllarda kurulan bu tür finansal kurumların ilk türleri, düşük değerlenmiş hisse senetlerini satın alıp aşırı değerlenmiş hisse senetlerini açığa satarak hisse senedi

piyasalarındaki dalgalanma riskini elimine ettikleri (hedging) için, bu stratejiyi kullanan fonlara “hedge fonlar” denilmiş ve bu tanımlama, günümüzde de kullanılmaya devam etmektedir (Anbar, 2009, s. 417).

Serbest yatırım fonlarının popüleriteleri henüz artmış olmasına rağmen, serbest yatırım fonlarının tarihi 50 yıldan fazlaya dayanmaktadır. İlk serbest yatırım fonu, 1949 yılında Alfred Winslow Jones tarafından sınırsız sorumlu ortaklık şeklinde kurulmuştur (Akyüz ve Karakoç, 2011, s. 6). Gelişerek ilerleyen serbest yatırım fonlarının sayısında ve varlıkların büyüklüğünde 1990’lara kadar artış yaşanmıştır. 1968’de SEC tarafından yapılan araştırmada ABD’de serbest yatırım fonu sayısında patlama yaşanarak 215’i bulduğu tespit edilmiştir (Akyüz ve Karakoç, 2011, s. 6).

Serbest yatırım fonları, varlıklı kişilerden ve büyük kuruluşlardan toplanan fonlara getiri sağlamaya ve sermayeyi değerlendirme amacına yönelik olarak oluşturulmuş finansal varlık alım satımında kullanan özel bir yatırım fonudur (Chambers, 2008, s. 5). Diğer yatırım araçlarının tersine serbest yatırım fonları, herhangi bir gösterge endekisle kıyaslanan getiriler sağlamak yerine, kesin ve sürekli getiri sağlamaya odaklanmıştır. Başka bir ifadeyle serbest yatırım fonları, sektör göstergelerine veya endeksin performansına bakmaksızın kesin getiri arayışı içindedir. Kesin getiriye sağlayabilmek için de atılgan stratejiler uygulamaktadır. Risk/getiri profilini yükseltmek için açığa satış, türev ürünlerin alım satımı ve kaldıraç (borçlanma) kullanmak gibi pozisyonlar alırlar. Bu özellikleri ile serbest yatırım fonları oldukça özel, değişken ve açık uçlu bir yatırım ortaklığı olarak da tanımlanabilmektedir (Chambers, 2008, s. 5).

Serbest yatırım fonları bir taraftan kesin getiri garantisi verirken, diğer taraftan da kayıt altında olmama, yatırım pozisyonları, likidite ve aldıkları ücret konularında özgürdürler. Serbest yatırım fonları SEC (Securities and Exchange Commission)’a kayıtlı değildir. Yatırımcı sayısını sınırlandırarak ve belirli bir getiri düzeyini karşılamalarını isteyerek yatırımcıları akredite etmek yoluyla kayıt altına alınmaktan kaçınırlar. Ayrıca serbest yatırım fonlarının reklam vermeleri veya çağrıda bulunmaları yasaktır. Bu yasaklar da serbest yatırım fonlarının gizemini artırmaktadır. Serbest yatırım fonları, yatırımcılarına olağanüstü kazançlar sağlama olasılığını sunarken, büyük risklerde almaktadırlar (Chambers, 2008, s. 5).

Serbest yatırım fonları piyasa risklerinden kısmen korunaklı ve piyasa getirisinden kısmen bağımsız mutlak getiri hedefler ki fon yöneticisinin becerisini yansıtan bu getiriye piyasadaki yaygın kullanışla “alfa” denilmektedir. Bu amaca ulaşmak için serbest yatırım fonları türev enstrümanlar ve/veya kaldıraç kullanırlar (Önder, 2012, s. 23).

1.2. Serbest Yatırım Fonları Fonun Yapısı

Serbest yatırım fonları bir finans kurumudur. Yöntemleri geleneksel firmalardan belli yönlerden ayrılmaktadır. Yatırım yöntemlerini şekillendirenler, konularında engin bilgi ve deneyime sahip aktif yöneticileridir. Sorumluluklarındaki aktif hacmini portföy optimizasyonu tekniğine uygun bir biçimde, mutlak getiri hedefiyle yönetmektedirler (Biggs, 2008, s. 17). Yatırımcılar bir serbest yatırım fonu ile anlaştıklarında portföy yönetimi sözleşmesi imzalanır; müşterilerle yapılan anlaşma içeriğinde fonun yatırım stratejilerine dair geniş açıklamalar bulunmaktadır. Fon havuzlarının idaresi konusunda, yönetim kurulunun direktifleri doğrultusunda portföy yönetimi uygulaması gerçekleştirilmektedir. Serbest yatırım fonları organizasyonlarında; baş broker, fon idarecisi ve emanetçi bulunmaktadır. Firma dışı birimlerden, özellikle operasyonel konularda sıklıkla yardım alınmaktadır. Offshore yapılanmalarda ise yerel kuruluşlardan faydalanılmaktadır. Offshore serbest yatırım fonu hizmetleri karlı bir sektör olarak hızla büyümektedir. Sunulan hizmetler arasında muhasebe, yatırımcı hizmetleri, risk analizi, raporlama ve hukuk danışmanlığı sayılabilir. Emanetçilerin görevi kendilerine teslim edilen finansal kıymetlerin muhafazasını sağlamaktır. Bu kıymetler; nakit veya menkul kıymetlerdir. Marjin çağrısında bulunulması konusunda sorumlu operasyonel birim de emanetçilerdir. Baş brokerlar; bireysel ve kurumsal yatırımcılara portföy yönetimi hizmetini sağlamakla öncelikli olarak yükümlü olmakla birlikte, menkul kıymet ve nakit ödemeleri, trade, tasfiye, fon ve risk yönetimi konularında da hizmet sunmaktadırlar. Merkezi Londra'da bulunan serbest yatırım fon brokerlik hizmetleri şirketlerinin ve uluslararası yatırım bankalarının sunduğu ilave birkaç hizmet arasında; araştırma, raporlama ve danışmanlık da sayılabilir (Terzi, 2012, s. 35).

1.3. Serbest Yatırım Fonları Genel Özellikleri

Serbest yatırım fonları yatırım yöntemleri; açığa satış, arbitraj, riskten korunma işlemleri, borç alınan kaynakla yatırım, tek bir piyasa ya da ihracatçıda yoğunlaşma, vadeli işlemler, opsiyon alım satımı ve uluslararası piyasalara yatırım olarak sayılabilir; bu stratejiler düşen piyasalarda da yatırımcıların kazançlı çıkmasına yardımcı olmaktadır. Serbest yatırım fonları ile ilgili temel ayırım noktalarına yönelik daha detaylı açıklama başlıkları ise şunlardır (Terzi, 2012, s. 15-24):

*Kar amacı: Mutlak getiri hedefi.

*Yatırım stratejileri: İkiye ayrılır. Makro fonlar ve nispi değer fonları. Makro fonları biçimlendiren değişkenler makroekonomik göstergeler ve uluslararası sistemdeki gelişmelerdir. Buna karşılık nispi değer fonları, fiyat farklılıklarından arbitraj yoluyla faydalanma ilkesi üzerine inşa edilen ve birbirleriyle bağlantılı menkul değerler üzerine yoğunlaşan fonlardır. Serbest yatırım fonları sayısız gruplandırmalarla, sayısız yöntem kombinasyonları oluşturabilirler.

*Teşvik yapısı: Fon yöneticileri aynı zamanda fonun yatırımcılarından ve fonun başarısı üzerinden artı bir yönetici primi sağlarlar.

*Kaldıraç: Kaldıraç kullanma uygulamasıyla; borçlanma yoluyla ve türev ürünlerin kullanımı ile alınan risk ölçüsünde yüksek getiriye ulaşabilmektedirler.

*Üyelik: Serbest yatırım fonu üyelerinin, yatırımlarını sözleşmede belirtilen zaman dilimi zarfında belli bir süre fon havuzunda bloke etmeleri şartı bulunmaktadır. Fonun varlığının muhafazası için, sözleşme hükümlerince bu süre uzatılabilir.

*Yerleşim merkezleri: Serbest yatırım fonları kendilerine yatırım üssü olarak, düşük vergi oranları avantajından yararlanabilecekleri ve yasal düzenlemelerle sınırlandırılmayacakları offshore finans merkezlerini ve bunun yanında bazı onshore finans merkezlerini seçmişlerdir.

*Kurumsal yapı: Sınırlı ortaklık olarak yapılandırılırlar. Şirket özel yatırım ortaklığı statüsündedir. Gerek offshore, gerek onshore fonların belli avantajlarından faydalanarak ve değişik serbest yatırım fonları özel bir fonda birleştirilerek, yatırımcılara arzu ettikleri ürün paketi hazırlanabilmektedir.

*Yöneticiler: Yöneticiler hem yatırımcı, hem de karar alıcı olarak faaliyet gösterirler. Serbest yatırım fonu yöneticileri stratejilerini belirlerken, yatırımcı tabanını oluşturan kurumsal yatırımcı ve yüksek net değer yatırımcılarının yanında, kendi menfaatlerini de düşünerek aksiyon alırlar.

*Yatırımcı grubu: Büyüklük olarak oldukça yüklü işlemlere yön verdiklerinden, minimum katılım payı tutarı ve yatırımcı profili açısından kamuya açık değildirler. Yatırımcı tabanları, yüksek mutlak getiri peşindeki bireysel ve kurumsal yatırımcılardır.

*Düzenlemeler: Genelde çok sınırlı kısıtlamalara, hatta bazen hemen hiçbir kısıtlamaya maruz kalmadan işlemlerini devam ettirebilmektedirler. Bu özellikleri sıradan yatırım fonları yatırımcılarında çekinceler yaratsa da, risk algılaması yüksek yatırımcı profili için çekici gelmektedir.

*Bilgilerin kamuya açıklanması: Kamuya açıklama yapma yükümlülükleri hemen hemen hiç yok gibidir. Yatırımcı tabanı, fonların pazarlanma yöntemleri ve şirket yönetim birimlerinin bulunduğu finans merkezleri dikkate alındığında, kamuya açıklama yapma ihtiyaçlarının bulunmadığı kolayca anlaşılmaktadır.

1.4. Serbest Yatırım Fonları Türleri

Serbest yatırım fonları, birçok açıdan diğer kurumsal yatırımcılardan farklı olmasına karşın, bazı ortak özellikleri de paylaşmaktadırlar. Serbest yatırım fonları finansal piyasalardaki rollerini anlamak için bu benzerliklerin ve farklılıkların bilinmesi önemlidir. Aslında, finansal piyasalardaki faaliyetleri ve işlevleri açısından, serbest yatırım fonları, diğer kurumsal yatırımcılardan (uluslararası faaliyet gösteren ticari bankalar, yatırım bankaları, yatırım fonları gibi) temelde çok farklı değildir. Ayrıca, serbest yatırım fonları piyasasının gelişmesiyle, geleneksel kurumsal yatırımcıların, serbest yatırım fonlarının en önemli yatırımcıları arasında yer almaya veya serbest yatırım fonlarının uyguladıkları stratejileri kullanmaya başlamaları nedeniyle, serbest yatırım fonları ile diğer kurumsal yatırımcılar arasında sınır çizmek giderek zorlaşmaktadır.

Serbest yatırım fonları, varlıklı kişi ya da kurumlar için yatırım aracı olduklarından standart yatırım fonları için yapılan düzenlemelere tabi değildirler. Daha fazla borç oranı ve türev enstrümanlar kullanarak hisse senedi, tahvil ve döviz piyasalarında sınırsız spekülasyon yaratabilmektedirler. Yatırım fonlarında

olduğu gibi serbest yatırım fonları da çeşitli sınıflara ayırmak mümkündür. Buna göre her fonun kendine ait olarak izlediği ve yatırımcılarına yüksek kar getirmeyi amaçlayan stratejileri bulunmaktadır (Orhan ve T. Tekten, 2006, s. 58-67).

1.4.1. Hisse Senedi Odaklı Serbest Yatırım Fonları

Son zamanlarda hızla gelişen serbest yatırım fonları, sundukları kazanç potansiyeli ile finansal piyasalarda etkili olmuşlardır. Serbest yatırım fonları gelişmiş teknikler kullanarak, risk alma potansiyelini yüksek tutmaktadırlar.

Bu tür fonlar piyasa getirisinden çok mutlak getiriyi benimsemişlerdir. Özellikleri piyasaya karşı duyarsız olmalarıdır. Sermaye piyasası veya para piyasası gibi geleneksel piyasalarla bir korelasyon olmaksızın getiri sağlamayı hedeflemişlerdir. Piyasaya duyarsız stratejiler nereye ve neye yatırım yaptıklarından çok elde ettikleri getirilere göre değerlendirilirler (Chambers, 2008, s. 8).

Serbest yatırım fonlarının temel dayanağı, düşük fiyatlanmış hisse senetlerini alıp aşırı fiyatlanmış hisse senetlerini satarak kâr elde etmektir. İşte bunun için aynı sektörde iki farklı hisse senedi seçerek piyasa riskini olabildiğince azaltmaya çalışırlar. İki hisse senedi arasında kuvvetli korelasyon olup olmadığını kontrol etmek için sık sık hisse senedi çiftlerini test ederler. Hisse senetlerinde biri piyasada çeşitli nedenlerden dolayı gerçek değerinden sapma gösterebilmektedir. Bu durumda yeniden iki hisse senedi belirlenerek kar elde edilebilmektedir (Chambers, 2008, s. 8).

1.4.2. Alım Satım Fonları

Alım satım fonları, şirketin ya da piyasanın görünümüne bağlı olarak belirli bir finansal varlığın alım veya satımını kapsar. Alım satım stratejileri, satın alma (long) ve satma (short) pozisyonlarının kombine edilmiş halidir. Alım stratejisi serbest yatırım fonlarında yaygın olarak kullanılır. Elde tutulan bir varlığın fiyat artışlarından kar elde etmeye dayanır. Satım stratejisinde ise, satışlarda kar elde etmek için hisse senedinin fiyatının gelecekte bir tarihte düşeceği beklenir. Serbest yatırım fonları bu stratejiyi uygularken genellikle açığa satış yaparlar. Ödünç aldıkları bir hisse senedini piyasa fiyatı üzerinden satarlar. Bir süre sonra piyasada fiyatlar düşerse, hisse senedini satmış oldukları

fiyattan daha düşük bir fiyatla geri satın alırlar. Kârı realize ettikten sonra da ödünç aldıkları hisse senedini geri verirler (Chambers, 2008, s. 8).

Aktivist fonlar genellikle yönetim ve karar mekanizmasına katılmak amacıyla şirketin oldukça büyük bir kısmını satın alırlar. Aktivistler genellikle kısa süreli fiyat ve kar payı kazançları için uzun süreli beklentilerden özveride bulunurlar (Chambers, 2008, s. 8).

1.4.3. Arbitraj Serbest Yatırım Fonları

Uzmanlar birleşme içinde olan şirketlerde eş zamanlı olarak kısa ve uzun süreli pozisyon alırlar. Hisse senedinde kısa pozisyon alarak, yöneticiler piyasa risklerini ortadan kaldırır ve ortaya çıkabilecek zararları azaltırlar.

1.4.3.1. Birleşme Arbitrajları Fonu

Birleşme arbitrajları, genellikle satılan firmalardan çok birleşen firmaların ticaretini kapsar. Burada arbitraj ticaretinin yönü, birleşmeyi isteyen şirketin birleşilecek hedef şirketi satın almak için piyasa fiyatının üzerinde veya altında teklifte bulunmasına göre değişir. Eğer birleşmeyi isteyen şirket hisse senetlerinin piyasa değerinin üzerinde teklif verirse ve ticareti yapan kişi birleşmenin olacağına inanıyorsa, birleşmek isteyen şirket satışa hedef şirkette alıma gider ve birleşme tarihindeki alış - satış fiyatı farkından kar elde eder. Eğer ticareti yapan kişi birleşmenin iptal edileceğini öngörürse birleşmeyi isteyen firma alış ve hedef firmada satış yapar. Birleşmek isteyen firma hedef şirketin değerinin altında bir teklifte bulunursa tersi durum geçerlidir. Birleşme arbitrajının risk arbitraji altında kategorize edilmesinin nedeni birleşmenin bir risk unsuru olması ve birleşmenin başarıyla sonuçlanmasının olasılık dâhilinde bulunmasıdır (Chambers, 2008, s. 9).

1.4.3.2. Finansal Sıkıntı Arbitraji/Sermaye Yapısı Arbitraji

Genellikle serbest yatırım fonları finansal konularda uzman bir ekibe sahiptir. Bu ekip bir firmanın finansal sıkıntı içine düşme olasılığını değerlendirir. Uzmanlar finansal sıkıntılardan ve bununla ilgili haberlerden kurtulduktan sonra firmanın değerinin ne olacağını belirleme konusunda da oldukça iyidirler. Bu haberlere dayanarak, bir finansal sıkıntı arbitraj fonu yanlış fiyatlandırma sonucu düşük değerlendirilmiş bir hisse senedinden avantaj sağlayabilir (Chambers, 2008, s. 9).

1.4.3.3. İstatistiksel Arbitraj

İstatistiksel arbitraj, gelişmiş ticaret teknolojilerinin kullanıldığı karmaşık sayısal teknikleri içeren bilgisayar modellerini kapsar. Bu modeller belirli finansal veriler ile karşılaştığında alım veya satım sinyalleri verir. İstatistiksel arbitraj türev ürünlerin yanlış fiyatlanmasını ve bundan doğan arbitraj fırsatlarını da gösterir (Chambers, 2008, s. 9).

1.4.4. Hisse Senedi Odaklı Olmayan Serbest Yatırım Fonları

Serbest yatırım fonlarının sıkı bir yasal denetim altında olması istenilmemektedir. Bu sebepten dolayı hisse senedi odaklı olmayan fonlarda bulunmaktadır.

1.4.4.1. Global Makro ve Gelişmekte Olan Piyasalar Fonu

Makro serbest yatırım fonların ticareti global makro ekonomik durumlara bağlıdır. Bu fonlar genellikle sabit getirili finansal varlıklar, türev ürünler, emtia, döviz ve hisse senedi alıp satarlar. Makro fonlar şirket analizi yapmazlar. Bunun yerine ülke ve sektör analizi yaparlar. Makro serbest yatırım fonları global ekonomideki değişiklikleri tanımlamak ve ekonomik politikalarındaki olası değişiklikleri tahmin etmek için kendi makro ekonomi uzmanlarından yararlanırlar. Bu uzmanlar tahminlerinde genellikle makroekonomik verileri kullanırlar. Belirli ülkedeki belirli ekonomik hareketlerden kar elde etmeyi hedeflerler (Chambers, 2008, s. 9).

1.4.4.2. Offshore Serbest Yatırım Fonları

Birçok serbest yatırım fonu, vergi avantajından yararlanmak için offshore bölgelerde işlem yapar. Yerel ülke dışında kurulu olan bu fonların avantajı; fona yatırım yapan yatırımcıların yerel ülkedeki vergi kanunlarına tabi olmamasıdır. Bu nedenle bir serbest yatırım fonunun offshore’da kurulmasının en temel sebebi; elde edilen getirilerin kurulduğu yerdeki vergi rejimleri nedeniyle ya hiç vergiye tabi olmaması ya da çok az vergiye tabi olmasıdır (Çankaya, 2003, s. 8).

1.4.4.3. Yerel(on shore) Serbest Yatırım Fonları

Yerel serbest yatırım fonları, ülke kanunlarına uygun olarak yapılandırılmıştır. Bu nedenle söz konusu kanunlara uymakla mükellef

yatırımcılara hitap eder. Yerel serbest yatırım fonları genellikle; ABD vergi kanunlarına tabi yatırımcıları çekmek amacıyla komandit ortaklık olarak kurulmayı tercih etmektedirler. Bu sistemde kesilecek olan vergi, yatırımcının gelirini elde ettiği aşamada kesilmektedir. Yerel serbest yatırım fonlarında temel yapı, serbest yatırım fonunun kuruluşudur. Serbest yatırım fonu; bir yatırım şirketi şeklinde kurulmuşsa sponsor başlangıç için gereken sermayeye iştirak eder, komandit ortaklık şeklinde kurulmuşsa sınırsız sorumlu yani komandite ortak (general partner) ve yatırım danışmanı olarak hareket eder (Chambers, 2008, s. 9).

1.5. Serbest Yatırım Fonlarının Finansal Sistem İçin Olumlu ve Olumsuz Yanları

Serbest yatırım fon sektörü konusunda yürütülecek bilimsel bir çalışmada, belki de, en fazla vurgulanması gereken konu serbest yatırım fonlarının finansal sisteme olan olumlu ve olumsuz etkileridir. Serbest yatırım fonlarının olumlu yanları şu şekilde sıralanabilir (Terzi, 2012, s. 29-34):

- En riskli görülen yatırım aracı hisse senetleridir. Bu ürünün taşıdığı belirsizlikten biraz daha düşük bir oranla, serbest yatırım fonları aracılığıyla hayli yüksek getiriler elde etmek mümkündür,

- En büyük kazanç fırsatları, alım satım (trading) bazlı işlemlere en uygun olan finansal ürünler ve yöntemlerdedir,

- Yükselen ve alçalan emtia piyasalarında da, tıpkı finansal piyasalarda olduğu gibi pozisyonlar korunarak yüksek getiriler elde edilebilmektedir,

- Teknolojinin de yardımıyla sayısız yatırım kanallarının ortaya çıkması, portföy farklılaştırmasını mümkün kılarak etkin piyasa oluşumuna katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, serbest yatırım fonları kendi portföylerine dahil eden yatırım kuruluşları, sıradan portföylere özgü risk düzeyini en aza indirerek, düzenli getiri imkanı sunmaktadırlar. Bilimsel çalışmalarda; geleneksel fonlardakilerle karşılaştırıldığında, serbest yatırım fonlarındaki getiri ya da risk kombinasyonunun yatırımcı lehine olduğu sonucu ortaya çıkmıştır,

- Risk faktörünün dağılımına en çok katkıda bulunan unsurlar; hisse senedi piyasaları, türev piyasaları ve sigorta kuruluşlarıdır. Bu unsurlar piyasa etkinliğinde en fazla söz sahibi katılımcılardır. Risk sermayesi sektörünün en büyük destekçisi serbest yatırım fonları sektörüdür. Sigorta kavramına dahil

ürünler, her zaman serbest yatırım fonlarının portföylerinde önemli yer tutmuştur. Dolayısıyla, serbest yatırım fonları sigorta kurumları için önemli bir gelir kaynağıdır,

- Serbest yatırım fonlarının çalışanları, geniş piyasa bilgileriyle, finans piyasalarında yatırım ve işlem zamanlaması konusunda yol gösterici olmuşlardır,

- Ekonominin geneline nüfuz eden, doğal felaketler ve finansal krizleri de içeren bunalım dönemlerinde; sigorta kurumları da dahil kayıpların sistemin çöküşüne neden olmasını engelleyecek kuruluşlara destek olmaktadırlar,

- Serbest yatırım fon yatırımcılarının yatırımlarını belirli bir süre fon havuzunda tutma zorunlulukları, serbest yatırım fonlarına uzun vadeli stratejilere yoğunlaşma şansı verir,

- Resesyon ve durgunluk dönemlerinde, piyasa tanınırlıkları sayesinde kaldıraçlı işlemler için kaynak bulmakta zorluk çekmezler.

1990’lı yılların yükselen hisse senetleri piyasaları trendinin büyük bir çöküşle sona ermesi sonrası, küresel ekonomideki her sıkıntılı dönem, finansal kriz süreçleri de dahil serbest yatırım fonları ile anılır olmuştur. Dünya ekonomisinin içinde bulunduğu istikrarsız düzenden ve yapısal sorunlardan serbest yatırım fonlarının yönlendirdiği küresel fonlar sorumlu tutulmaktadır (Biggs, 2008, s. 13). Genel olarak, serbest yatırım fonlarının olumsuz yanları şu şekilde sıralanabilir (Terzi, 2012, s. 29-34).

- Serbest yatırım fonları yöneticilerinin konularına olan hakimiyeti ve uzmanlığı, kendine güven duygusunun ve performans geliri baskısının da etkisiyle, olumsuz sonuçlara sebebiyet verebilmektedir.

- Finansal piyasa dengesizliklerinin temelinde, yüksek miktarda borçlanarak tutulan kredili pozisyonların varlığı ve piyasada yaşanılacak herhangi bir volatilitede, kapatılması gereken pozisyonların büyüklüğü sebebiyle ortaya çıkacak likidite krizleri görülmektedir.

- Serbest yatırım fonları, gerek arbitraj, gerekse de diğer finansal işlemlerde kâr fırsatı yakaladıklarında, bu imkandan maksimum miktarda faydalanabilmek için borçlanarak pozisyonlarını büyütme ve taşıdıkları pozisyonun büyüklüğü oranında kazanç elde etmektedirler. Ancak, mevcut pozisyonları herhangi bir türbülansa acilen kapatma ihtiyacı, piyasaların

geneline olduğu kadar, kendilerine de oldukça zarar verebilmektedir. Yüklü işlem zararları fonun likidite sıkıntısı içine düşmesine yol açabilmektedir.

1.6. Serbest Yatırım Fonlarının Diğer Yatırım Fonlarından Farkları

Serbest yatırım fonları; kuruluş, strateji, yönetim ve organizasyon gibi pek çok değişken bazında diğer fonlardan farklılıklar gösterirken, pek çok açıdan da benzerlikler taşımaktadır. Niteleyici özelliklerinin kavranması, serbest yatırım fonlarının öneminin genel kabul görmesi açısından da belirleyicidir. Geleneksel fonların (kurumsal fonların ve yatırım fonlarının) ve serbest yatırım fonlarının ayrıntılı incelemelerini kapsayan karşılaştırmalı analiz, serbest yatırım fonu organizasyonunun daha iyi anlaşılması açısından önemi büyüktür. Bu iki fon türünün aralarındaki farklar şu şekilde sıralanabilir (Chambers, 2008, s. 6):

- Geleneksel fonlar her zaman uzun pozisyon alırlar; serbest yatırım fonları her iki türde pozisyon alabilir,

- Kredili işlemler serbest yatırım fonlarında daha sıklıkla kullanılan bir yöntemdir,

- Performans sistemi, serbest yatırım fonlarında verimliliğin ölçülmesinde temeldir,

- Serbest yatırım fonlarında yöneticilerin de fon havuzunda payı vardır,

- Futures ve türev işlemlerinin kullanımında serbest yatırım fonları liderdir.

Hemen her yatırım platformunda bu ürünler kullanılır,

- Geleneksel fonlar nispi getiriye baz alırken, serbest yatırım fonları mutlak getiriye hedef alır,

- Serbest yatırım fonları yasal düzenlemeler dikkate alındığında geniş bir özgürlük alanına sahiptir,

- Geleneksel fonlarda piyasa performansı, strateji performansı ve yöneticinin uzmanlık düzeyi kar oranını belirlerken, sadece sonuncusu serbest yatırım fonları getirilerinde esas olarak belirleyicidir,

- Hem yükselen, hem de düşen piyasalarda serbest yatırım fonları yüksek kazanç elde edebilir,

- Farklı bir serbest yatırım fonlu türü olarak değerlendirilebilecek olan serbest yatırım fonlarının fonu yapılanmaları, risk algılamasındaki farklılıktan kaynağını almaktadır. Bu fonlar geleneksel fonlara kıyasla daha düzenli bir kazanç kaynağıdır ve yönetim riski hedge fonlara nazaran çok daha düşüktür,

- Kredili işlemler, nihai hedef açısından uygulamada çeşitliliğe sahiptir. Bu tür araçların kullanımında geleneksel fonların amacı şirketlerin yönetimini ele geçirmek maksatlı satın almalar iken, serbest yatırım fonlarında bu amaç güdülmez,

- Serbest yatırım fonlarının pozisyonları kısa vadelidir ve sonsuz sayıda stratejiyi hayata geçirmekte herhangi bir sınırlama ile karşılaşmazlar,

- Geleneksel fonlar, portföy yapısı ve fon havuzunun hacmi göz önüne alındığında, serbest yatırım fonlarından daha büyüktür,

- Serbest yatırım fonları birkaç yatırım uzmanı veya portföy yöneticisi tarafından yönetilirken, geleneksel fonlarda idare uluslararası finans kuruluşları, büyük yatırım bankaları veya sigorta şirketlerindedir,

- Temel özellikleri sıralandığında, serbest yatırım fonları sıradan bir finans kurumu niteliğindedir. Sigorta şirketleri ve yatırım fonları benzeri yapılanmalar, serbest yatırım fonlarının yatırımcı tabanında önemli bir konuma sahiptir. Serbest yatırım fonlarının finansal sistem için önem arz eden faaliyetleri arasında; finansal sistemin geneline yönelik risk algılamasını azaltmak ve volatilitenin minimumda olduğu bir piyasada alım satım işlemlerinin uygulanmasını sağlamak veya ortamın oluşturulmasında sistemin diğer katılımcılarıyla ortak hareket etmek sayılabilir.

1.7. Serbest Fonların Avantaj ve Dezavantajları

Serbest yatırım fonları, varlıklı zengin ailelere ya da kuruluşlara hitap etmektedir. Özel bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik şirketleri de portföylerinin getirilerini arttırmak amacıyla serbest yatırım fonu sahibi olabilirler.

Serbest yatırım fonları öncelikle likidite sağlarlar, fiyat belirlenmesinde ve enflasyonun doğru ve etkin kullanımında yarar, uluslararası portföyde çeşitlilik sağlarlar.

1.7.1. Serbest Yatırım Fonlarının Avantajları

Serbest yatırım fonlarının avantajları şu şekilde sıralanabilmektedir (Yıldız, 2004, s. 4);

- Serbest yatırım fonlarının stratejileri gerek yükselen gerekse düşen piyasalarda pozitif getiri elde etme imkânı sağlamaktadır.

- Serbest yatırım fonları dengeli kurulmuş portföylere dâhil edildiklerinde portföyün toplam riski ve volatilitesi azalır, getirileri artar.

- Serbest yatırım fonları kullandığı yatırım stratejilerinin çok sayıda ve birbirinden farklı olması ve pek çoğunun aralarında korelasyon bulunmaması; yatırımcılara yatırım amaçlarını karşılayacak yatırım stratejilerini seçmede geniş imkanlar sunmaktadır.

- Akademik çalışmalar; geleneksel yatırım fonlarına kıyasla serbest yatırım fonlarının daha yüksek gelir elde ettiğini ve daha düşük genel (kapsamlı) risk taşıdığını kanıtlamaktadır.

- Serbest yatırım fonları; piyasalara giriş ve çıkış zamanlamasını doğru yapma ihtiyacını ortadan kaldırarak ideal olan uzun dönemli yatırım imkânını sağlamaktadır.

- Yatırımcılar serbest yatırım fonları portföyelerine dâhil ederek geleneksel yatırım fonlarının sunamadığı çeşitlendirme imkânını elde etmektedirler.

1.7.2. Serbest Yatırım Fonlarının Dezavantajları

Serbest yatırım fonları, portföy yöneticileri tarafından yönetildiğinden, piyasa dalgalanmalarından etkilenir. Gelişmekte olan ülkelerde para piyasasında aksaklıklara neden olabilir. Yatırımcılar varlıklarına günlük olarak ulaşamazlar, çünkü her istediklerinde fonu bozduramazlar. Serbest yatırım fonlarının dezavantajları şu şekilde sıralanabilir (Weber, 2007):

- Serbest yatırım fonları yöneticilerinin, eğitimli ve profesyonel yatırımcılar olmaları her ne kadar piyasa risklerini ve kayıplarını en iyi şekilde telafi etmelerini sağlasa da, bu durum aynı zamanda daha fazla riskli yatırımlara yönelmelerine de neden olabilmektedir. Nitekim 1998 yılında ABD’de Rusya krizinden hemen sonra LTCM(Long-term Capital Management) isimli serbest yatırım fonu 4.6 milyar dolar kaybetmiştir. Amerikan merkez Bankası FED bu fonu kurtarmak için piyasaya 3.65 milyar dolar sürmek zorunda kalmıştır. Daha sonra 2000 yılında söz konusu fon tasfiye edilmiştir.

- Serbest yatırım fonlarının yöneticilerine normal ücret ve komisyon ödemelerinin yanı sıra performanslarına göre yapılan ek ödemeler bazen yatırımın getirisine oranla çok yüksek tutarlara ulaşabilmekte ve bu da yatırımın maliyetini arttırmaktadır. Ayrıca serbest yatırım fon yöneticileri daha fazla ek ödeme alabilmek için daha riskli yatırımlara yönelebilmektedirler.

• Serbest yatırım fonları, mevzuat yükümlülükleri açısından esnek yapılara sahip olduklarından, zaman zaman yolsuzluklara konu olabilmektedirler. Etkin bir biçimde denetlenemedikleri için de çoğunlukla bu yolsuzluklar zamanında tespit edilememekte ve bu da yatırımcılara zarar verebilmektedir.

• Serbest yatırım fonları genellikle kaldıraç etkisinden azami ölçüde yararlanabilmek için sermayelerine oranla yüksek tutarlarda borçlanarak yatırım yapmaktadırlar. Bu durumda, fonun ana sermayesine oranla taşıdığı borç yükü arttığı için olası piyasa dalgalanmaları fonun iflasına ve dolayısıyla yatırımcıların ciddi zararlarla karşı karşıya kalmalarına yol açabilmektedir.

2. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Serbest Yatırım Fonları Mali Tablolarında Finansal Analiz

2.1. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmada Türkiye’de faaliyet gösteren serbest yatırım fonlarının 2012 yılı yıllık mali tablolarından yararlanarak, bazı kalemler arasındaki matematiksel ilişkiler hesaplanıp, fonların finansal durumu ve faaliyet sonuçları hakkında bilgi sahibi olmaya çalışılmıştır.

2.2. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada oran analizi tekniği kullanılmıştır. Oran analizi, bir işletmenin tek bir yıla ait finansal tablolarında yer alan kalemler arasında matematiksel ilişkiler kurularak bulunan oranlarla yapılan incelemeye denir. Bu analiz tekniğinde finansal tablolardaki kalemler arasındaki ilişkiler birbirinin yüzdesi veya katı şeklinde belirlenir (Çömlekçi, 2004, s. 223).

2.3. Araştırmanın Verileri

Bu çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren; Kamuyu Aydınlatma Platformundan 2012 yıllık mali tablolarına ulaşılabilen, on iki adet serbest yatırım fonu firmalarına karşılaştırmalı oran analizi uygulanmıştır. Ayrıca araştırmada Pakistan Merkez Bankasınca kullanılan oranlar analiz için kullanılmıştır. Analizde verileri kullanılan serbest yatırım fonları Tablo 1’de gösterilmektedir.

Tablo 1. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Serbest Yatırım Fonları

Serbest Fon 1	Akbank T.A.Ş. Özel Portföy Yönetimi Serbest Yatırım Fonu
Serbest Fon 2	Türkiye Garanti Bankası A.Ş. İstanbul Serbest Fonu
Serbest Fon 3	Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Serbest Yatırım Fonu
Serbest Fon 4	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Ark Serbest Yatırım Fonu
Serbest Fon 5	İş Yatırım Arma Portföy Yönlü Serbest Yatırım Fonu
Serbest Fon 6	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Arbitraj Serbest Yatırım Fonu
Serbest Fon 7	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Değer Odaklı Serbest Özel Fon
Serbest Fon 8	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kaldıraçlı Hisse Serbest Yatırım Fonu
Serbest Fon 9	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Logos Dinamik Dağılımlı Serbest Yatırım Fonu
Serbest Fon 10	İş Yatırım İstanbul Portföy Serbest Yatırım Fonu
Serbest Fon 11	Kare Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Küresel Fırsatlar Serbest Yatırım Fonu
Serbest Fon 12	Yapı Kredi Bankası A.Ş. İstanbul Serbest Yatırım Fonu

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), www.kap.gov.tr, (15/12/2013)

Tablo 2’de Analiz’de kullanılan oranlar sıralanmıştır.

Tablo 2. Analizde Kullanılan Oranlar

Oran 1	$\frac{\text{Net Faiz Marjı Oranı}}{\text{Toplam Faiz Geliri} - \text{Toplam Faiz Gideri}} \times 100$
Oran 2	$\frac{\text{Varlıklardan Getiri}}{\text{Vergi Sonrası Net Kar}} \times 100$
Oran 3	$\frac{\text{Yönetim Giderleri}}{\text{Vergi Öncesi Kar}}$

Oran 4	$\text{Toplam Gelirler / Faiz Dışı Giderler}$ $= \frac{\text{Faiz Dışı Giderler}}{\text{Toplam Gelirler}} \times 100$
Oran 5	$\text{Faiz Dışı Gelir / Yönetim Giderleri}$ $= \frac{\text{Yönetim Giderleri}}{\text{Faiz Dışı Gelirler}}$
Oran 6	$\text{Hisse Başına Kazanç}$ $= \frac{\text{Vergi Sonrası Net Kar}}{\text{Adi Hİsse Senetleri Sayısı}}$
Oran 7	$\text{Kullanılan Sermayenin Getirisi}$ $= \frac{\text{Vergi Öncesi Kar}}{\text{Toplam Aktif - Cari Borçlar}} \times 100$
Oran 8	Gelirden Getiri $= \frac{\text{Net Getiri}}{\text{Gelir}} \times 100$
Oran 9	$\text{Yönetim Gideri Oranı}$ $= \frac{\text{Danışman Ücretleri}}{\text{Toplam Giderler}} \times 100$
Oran 10	$\frac{\text{Nakit ve Banka Bakiyeleri}}{\text{Toplam Varlıklar}} \times 100$
Oran 11	$\frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Toplam Varlık}} \times 100$
Oran 12	$\text{Cari ORan} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$
Oran 13	$\text{Vergi Sonrası Nakit Akımları Karlılığı} = \frac{\text{Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit}}{\text{Vergi Sonrası Kar}}$
Oran 14	$\text{Nakit Akımları / Borç Oranı} = \frac{\text{Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit}}{\text{Cari Borçlar}}$

Kaynak. Financial Statement Analysis of Financial Sector, State Bank of Pakistan, (<http://www.sbp.org.pk/departments/stats/FSA-2008-12%20.pdf>), (15/12/2013)

2.4. Araştırmanın Sonuçları

Yapılan hesaplamalar sonucu aşağıdaki tablodaki verilere ulaşılmıştır:

Tablo 3. Serbest Yatırım Fonlarında Oran Analizi Sonuçları

	S.F.1	S.F.2	S.F.3	S.F.4	S.F.5	S.F.6	S.F.7	S.F.8	S.F.9	S.F.10	S.F.11	S.F.12
O.1	3.32	0.68	1.00	2.09	8.37	17.58	4.73	1.20	1.30	0.79	5.22	1.31
O.2	-3.64	5.04	10.09	-2.50	23.23	20.36	3.28	4.23	2.83	3.54	7.69	13.96
O.3	-0.38	0.10	0.09	-0.34	0.10	0.12	0.05	0.08	0.12	0.05	0.11	0.10
O.4	107.76	70.19	82.25	119.22	51.63	62.15	42.27	52.38	24.92	47.51	66.44	68.76
O.5	0.03	0.03	0.02	0.08	0.06	0.07	0.18	0.05	0.15	0.03	0.05	0.03
O.6	-0.0004	0.0009	0.0022	-0.0004	0.0027	0.0032	0.0003	0.0005	0.0003	0.0004	0.0008	0.0021
O.7	-3.65	7.56	16.23	-2.98	23.29	20.40	3.34	4.34	2.85	3.63	7.71	14.02
O.8	-7.76	29.80	17.74	-19.23	48.04	37.85	57.72	47.61	75.08	52.49	33.47	31.23
O.9	2.80	4.60	1.98	5.58	9.41	7.34	7.32	7.88	39.10	6.00	5.64	4.80
O.10	0.03	4.06	2.65	0.02	0.04	0.01	0.16	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
O.11	0.17	33.34	37.72	15.93	0.18	0.15	0.24	2.41	0.11	1.70	0.12	0.20
O.12	596.74	3.00	2.65	6.28	555.20	671.50	424.90	41.45	948.53	58.98	804.51	488.32
O.13	-27.35	13.22	6.16	-33.53	4.30	4.90	30.34	23.05	35.18	27.72	12.98	7.14
O.14	595.74	1.20	1.65	5.28	554.20	670.50	423.90	40.45	947.53	57.98	803.51	487.32

Finansal tabloların analiz edilmesinde kullanılan oranlarda bir standart bulunmasına karşın çalışmada yer alan oranlar için bir standart söz konusu değildir. Bu bağlamda yorum yapılırken uç değerler ön plana çıkarılmış ve daha çok kıyaslama yoluyla yorumlarda bulunulmuştur. Finansal tablolardan elde edilen oranlar yoluyla yapılan analizler genel olarak serbest fonların yatırım stratejileri ve genel karakteristikleri ile ilgili bilgi vermektedir.

Net Faiz Marjı Oranı Bulguları: Oran; faiz gelirinden faiz gideri çıkarıldıktan sonra kalan farkın toplam aktife oranlaması ile bulunmaktadır. Bu işlem sonunda net faiz marjı oranı dediğimiz sonuç ortaya çıkmaktadır. Net faiz marjı oranını hesaplarken, genelde yukarıda adı geçen serbest yatırım fonlarının faiz giderlerinin sıfır olduğu görülmüştür. Tablo 3 incelendiğinde söz konusu oranın 0.69 ile 17.58 arasında olduğu görülmektedir. Elde edilen sonuçlar ülkemizdeki serbest fonların sabit getirili varlıklara çok fazla ağırlık vermediklerini göstermektedir.

Varlıklardan Getiri Oranı Bulguları: Vergi sonrası net karın toplam aktif içindeki payını gösteren bir orandır. Serbest yatırım fonlarının genel performans durumları net bir şekilde bu oran yardımıyla görülmektedir. 2012 yılı içerisinde 12 adet serbest fondan sadece 2’sinde zarar tespit edilmiştir. Ülkemizdeki serbest fonların çok büyük bir kısmı risk aldığı varlıklardan pozitif getiri elde etmiştir. Serbest fonların ortalaması olarak bakıldığında % 10-15 aralığındaki kârlılıklar finans sektörü içerisinde yüksek sayılabilecek bir düzeyin yakalandığını göstermektedir.

Vergi Öncesi Kâr/Yönetim Giderleri Oranı Bulguları: Yönetim giderlerinin kâr içerisindeki payını göstermektedir. Bu oran dünya geneli ile ülkemiz serbest fonlarının karşılaştırılmasında önemli bir göstergedir. Pozitif kâr rakamına sahip olan ülkemiz serbest fonlarında %5-12 arasında bir yönetim gideri alındığı görülmektedir. Dünya genelinde bu oranların %20-25 seviyelerinde olduğu düşünüldüğünde yabancı yatırımcılar açısından cazip olabilecek bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Faiz Dışı Giderler/Toplam Gelirler Oranı Bulguları: Faiz harici giderlerin toplam gelir içindeki payının tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Akbank T.A.Ş. Özel Portföy Yönetimi Serbest Yatırım Fonu ve İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Ark Serbest Yatırım Fonu daha önce de belirtildiği gibi 2012 yılında zarar eden iki firmadır. Tablo incelendiğinde, giderlerinin çok fazla olmasından dolayı 107.76 ve 119.22 değerleri elde edilmiştir. Oransal olarak giderleri en düşük düzeyde olan firma ise 24.92 İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Logos Dinamik Dağılımlı Serbest Yatırım Fonu’dur.

Yönetim Giderleri/Faiz Dışı Gelir Oranı Bulguları: Yönetim giderlerinin faiz dışı gelirler içindeki payıdır. Tabloya göre sonuçlar 0.02 ile 0.18 arasında değişmektedir. Elde edilen sonuçlar fonların yönetim giderlerinin oransal olarak önemli farklılıklar gösterebildiğini ve verimlilik düzeylerinin farklı olabildiğini göstermektedir.

Hisse Başına Kazanç Oranı Bulguları: Hisse başına kazancı gösteren bir orandır. Tabloya göre yine zarar eden birinci ve dördüncü firmanın doğal olarak hisse başına kazanç oranı da negatif çıkmıştır. Diğer firmaların hisse başına kazanç oranları genelde 0.0003 ile 0.0032 arasında değişmektedir. Oranların çok

küçük çıkması hisse sayısının ve dolayısıyla katılım düzeyinin yüksekliğinin göstermektedir.

Kullanılan Sermayenin Getirisi Oranı Bulguları: Toplam varlıklardan borçlar düşüldükten sonra elde edilen sonuç kullanılan sermayedir. Bu oran ile özsermaye kârlılığı tespit edilmektedir. Tabloya göre en fazla getiri elde eden firma İş Yatırım Arma Portföy Yönlü Serbest Yatırım Fonu'dur.

Gelirden Getiri Oranı Bulguları: Elde edilen gelirden ne kadar getiri sağlandığını gösteren bir orandır. Oranda belirtilen net getiri serbest yatırım fonlarının yılsonu finansal raporlarında sunulan net değer değişimi tablosunda elde edilen net getirilerdir. Tabloya göre en yüksek getiri sağlayan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Logos Dinamik Dağılımlı Serbest Yatırım Fonu'dur. Zarar eden firmalar negatif yönde sonuçlara sahiptir.

Yönetim Gideri Oranı Bulguları: Toplam giderler içerisinde yönetim giderlerinin payının hesaplandığı orandır. Tabloya göre, 39.10 sonucu ile İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Logos Dinamik Dağılımlı Serbest Yatırım Fonu en fazla yönetim gideri olan firmadır. Aynı firmanın getiri oranı en yüksek olan firma olduğu değerlendirildiğinde firmanın aldığı danışmanlıklarla verimlilik ve etkinliğini artırdığı söylenebilir. Diğer firmaların da takip edebilecekleri bir strateji olarak değerlendirilebilir.

Nakit ve Banka Bakiyelerinin Toplam Varlıklara Oranı Bulguları: Nakit ve banka bakiyelerinin toplam varlıklar içerisindeki payının değerlendirildiği oranın en yüksek % 3 seviyelerinde olduğu görülmektedir. Bu durum ülkemizde faaliyet gösteren serbest yatırım fonlarının yapıları ile uyumlu olarak likidite düşük düzeyde tutarak varlık yatırımlarına ağırlık verdiklerini göstermektedir. Hâlihazırda serbest yatırım fonlarınca benimsenen yatırım stratejilerinin sürdürüldüğü görülmektedir.

Toplam Borç/Toplam Varlık Oranı Bulguları: Toplam varlıklar içerisinde borçların payını göstermektedir. 2 adet serbest yatırım fonu dışında tüm fonlarda borçların varlıklar içerisindeki payı % 1 seviyesinin altındadır. Bu durum fonların genel olarak borçlanma araçlarına ağırlık vermediklerini göstermektedir.

Cari Oran Bulguları: Oran'ın birçok serbest fonda çok yüksek olması fonlardaki varlık yapısını da göstermektedir. Buna göre dönen varlıklar birçok firmada kısa vadeli borçları fazlasıyla karşılayabilecek düzeydedir.

Vergi Sonrası Nakit Akımları Kârlılığı Bulguları: Faaliyetlerden elde edilen nakdin vergi sonrası karın içerisindeki payını gösteren orandır. Genel olarak kârlılığı elde eden ve sürdüren fonların faaliyet kârlılığını da sağlamış oldukları görülmektedir. Bu bağlamda fonların etkin yönetilmesinde faaliyet kârlılığının büyük önem kazandığı görülmektedir. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Değer Odaklı Serbest Özel Fon ile İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Logos Dinamik Dağılımlı Serbest Yatırım Fonlarının sırasıyla 30,34 ve 35,18 ile en yüksek oranlara sahip olarak diğer fonlara göre daha etkin olarak yönetildiği söylenebilir.

Nakit Akımları/Borç Oranı Bulguları: Faaliyetlerden elde edilen nakdin cari borçlar içerisindeki payını gösteren bir orandır. 1.20 sonucu ile en düşük sonuca sahip olan firma Türkiye Garanti Bankası A.Ş. İstanbul Serbest Fonu’dur. 947.53 sonucu ile de en fazla sonuca sahip olan firma ise İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Logos Dinamik Dağılımlı Serbest Yatırım Fonu’dur. Etkinlik ve faaliyet kârlılığını sürdüren işletmelerin borçlarının çok üzerinde nakit akışı sağladıkları görülmektedir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Ülkemizde faaliyet gösteren serbest yatırım fonlarından yararlanılarak finansal analiz yapılan bu çalışmada yatırım fonlarının etkinlik ve performanslarının değerlendirilmesinde farklı bir bakış açısı izlenmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda serbest yatırım fonlarının finansal tablolarında belirlenmiş oranlar uygulanarak analiz yapılmış ve yapılan analizler sonucunda ülkemizde faaliyet gösteren serbest yatırım fonlarına ilişkin önemli bulgular elde edilmiştir.

2012 yılı itibarıyla 12 adet serbest yatırım fonunun 10’unun (% 83,3) kârlı olduğu belirlenmiştir. Bu oran fonlarda etkinlik düzeyinin yüksek olduğunu göstermektedir. Net faiz marjının tüm fonlarda düşük olması ise serbest fonların doğasına uygun şekilde yüksek riskli yatırım stratejileri ile yönetildiğini ve sabit getirili varlıkların azınlıkta olduğunu göstermektedir. Yönetim giderlerinin gelir içerisindeki payının düşük olması da diğer önemli bir etkinlik ölçütüdür. Bununla birlikte dünya ortalamasına göre oransal olarak daha düşük yönetim giderleri alındığı görülmektedir. Danışmanlıklara ağırlık veren fonların etkinlik düzeylerinin yüksek olması da çalışmanın diğer bir bulgusudur. Bu durum

stratejilerin belirlenmesinde etkinlik düzeyi düşük fonların danışmanlıklardan faydalanabileceği şeklinde değerlendirilebilir. Hisse başına kazancın nisbeten tüm fonlarda düşük olması pay adetlerinin yüksek olmasıyla açıklanabilir. Tüm fonların yükümlülüklerini karşılayabilecek düzeyin çok üstünde dönen varlıklara sahip olduğu görülmektedir. Nakit akım kârlılığının yüksek olması da fonların önemli ölçüde likiditeye sahip olduklarını göstermektedir. Nakit akışlarının borçlara oranının çok yüksek olması da serbest fonların cari dönemdeki borçlarından çok daha fazla nakit akışı oluşturabildiklerini göstermektedir.

Yapılan analiz sonucunda ülkemizde faaliyet gösteren serbest fonlarla ilgili oranlar bağlamında değerlendirildiğinde fonların çok büyük bir kısmının pozitif kârlılığa sahip olduğu ve etkin şekilde yönetildiği görülmektedir. Bu durum yabancı yatırımcılar açısından da fonların cazip hale gelmesinde önemli bir etkidir. Kârlılığını koruyan fonların sermaye getirilerinin pozitif olması da etkinlik adına önemli bir göstergedir. Bunlarla birlikte özellikle kârlılığı pozitif olan tüm serbest fonlarda nakit akışının ve nakit kârlılığının yüksek olduğu görülmektedir. Elde edilen oranlar bağlamında serbest fonların büyük bir kısmının etkin bir şekilde yönetildiği, kârlılığının yüksek olduğu tespit edilmiştir. Danışmanlık desteği alan fonların kârlılık ve etkinliklerinin de yüksek olması diğer firmaların stratejilerini belirlemelerinde yardımcı bir unsur olarak değerlendirilebilir. Kârlılık düzeyi yüksek olan fonlarda nakit akış miktarı ve nakit akış kârlılığının da yüksek olduğu belirlenmiştir. Özellikle zarar eden fonların varlık yatırım stratejileri nakit akış düzeyi ve nakit akış faaliyeti ile birlikte değerlendirilmelidir. Sonuç itibariyle elde edilen bulgular doğrultusunda serbest fonların güçlü ve zayıf yanları ile etkinlik düzeyleri ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır.

KAYNAKÇA

- About Hedge Funds. 15/2/2014 tarihinde Magnum Funds, CISDM- Center for International Securities and Derivatives Markets Magnum Funds: www.magnum.com/hedgelfunds/abouthedgelfund adresinden alındı.
- Akyüz, Y., & Karakoç, M. (2011). Yapısı İşleyişi ve Genel Özellikleri ile Hedge Fon Gerçeği. *Akdeniz Üniversitesi Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 3(2), 72-93.
- Alantar, D. (11/7/2008). *Hedge Fonlarda Regülasyon Zamanı Yaklaşımı*. 2 14, 2014 tarihinde Maliye Müfettişleri Derneği: <http://www.mmd.org.tr/yayinlar.aspx?type=5&cid=48&year=2008>

- Altay, E. (1997). *Portföy Yönetiminde Karar Alma Aracı Olarak Teknik Analizin Kullanımı*. İstanbul: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi İstanbul Üniversitesi .
- Anbar, A. (2009). Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(27), 114-115.
- Biggs, B. B. (2008). *Hedge Cambazları: Yatırım Dünyasından Altın Deneyimler*. (N. Domanıç, Çev.) İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Chambers, N. (2008). Hedge Fonlar. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1(1), 5-13.
- Çankaya, S. *Dünyada ve Türkiye’de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği*. 15/2/2014 tarihinde Finans Külp: http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan_Cankaya_Dunyada_Turkiyede_Hedge_Fonlar_MFY81.pdf adresinden alındı.
- Çömlekçi, F. (2004). *Muhasebe Denetimi ve Mali Analiz* . Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Drobny, S. (2009). *Para Palas: Küresel Piyasaların En Başarılı Hedge Fon Yöneticileri*. (N. Domanıç, Çev.) İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Ferguson, R., & Laster, D. (2007). Hedge Funds and Systemic Risk. *Banque de France Financial Stability Review*(10).
- Financial Statement Analysis of Financial Sector*. 20/12/2013 tarihinde State Bank of Pakistan: <http://www.sbp.org.pk/departments/stats/FSA-2008-12%20.pdf> adresinden alındı.
- Implications of Growth of Hedge Funds*. (2003, September). 2 14, 2014 tarihinde Securities Exchange Commission: www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf
- Kamuyu Aydınlatma Platformu. 2 15, 2014 tarihinde KAP: www.kap.gov.tr
- Küçüközmen, C. *Serbest Yatırım Fonları*. 2 15, 2014 tarihinde Riskturk: <http://www.riskturk.com/Content/web%20pdf/KucukozmenHF20090318.pdf>
- Orhan, M., & T. Tekten. (2006). Gelişmekte Olan Piyasalarda Hedge Fonlar ve Türkiye Örneği. *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, 8, 58-67.
- Overview of Hedge Fund Strategies*. 2 15, 2014 tarihinde Global Derivatives: www.globalderivatives.com
- Önder, M. (2012, Nisan-Haziran). Serbest Fonlar: Hedge Fonların Türkiye’ye Uyarlaması. *Kurumsal Yatırımcı Dergisi*, 23-24.
- Stevenson, P. (2007). Funds of Hedge Funds. *Banque de France Financial Stability Review*.
- Terzi, N. (2012). *Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Ünal, A., & Kaya, H. *Küresel Kriz ve Türkiye*.15/2/2014 tarihinde Ekopolitik: http://www.ekopolitik.org/images/cust_files/090317164507.pdf adresinden alındı.
- Weber, A. (2007). *Hedge Funds: A Central Bank Perspective*. Hedge Fund Blogger: www.hedgfundblogger.com
- Yıldız, T. E. (2004). *Hedge Fonların İşleyişi*. Sermaye Piyasası Kurulu. İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Zimmermann, H. (2007). *Credit Risk Transfer, Hedge Funds and the Supply of Liquidity*. Universitat Basel.

