

İstanbul Üniversitesi  
İktisat Fakültesi  
Maliye Araştırma Merkezi Konferansları  
47. Seri / Yıl 2005  
Prof. Dr. Türkan Öncel'e Armağan

# **TÜRK MENKUL KIYMET YATIRIM FONU SEKTÖRÜNDE YOĞUNLAŞMA**

**Dr. Erkan UYSAL\***  
&  
**Bülent ÖZÜTÜRK\*\***

\*Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi Başkanı  
&

\*\*Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi Uzmanı

## ÖZET

Bu çalışmanın amacı, Türk yatırım fonu sektörünün rekabet yapısını ölçmek ve bu çerçevede zaman içindeki değişimi ortaya koymaktır. Rekabet yapısının ölçülmesinde Herfindahl Hirschman Endeksi ve Yoğunlaşma Oranı (CR-4) kullanılmıştır. Çalışmada hem tüm yatırım fonları sektörü, hem de A-tipi ve B-tipi yatırım fonları için ayrı ayrı hesaplamalar yapılmıştır. Her iki yöntemle göre de, herhangi bir yoğunlaşma söz konusu olmayıp, sektörün A-tipi yatırım fonlarından oluşan bölümünün B-tipi yatırım fonlarından oluşan bölüme göre daha rekabetçi bir yapıda olduğu tespit edilmiştir.

## ABSTRACT

The aim of this study is to assess competition and concentration in Turkish mutual fund sector and indicate changes over time in this regard. In assessment of concentration, Herfindahl-Hirschman Index and Concentration Ratio (CR-4) have been employed. Calculations are performed for mutual funds sector as a whole, and for A- type funds and B-type funds separately. The findings reveal that, under both methods, there is no significant concentration in the sector and the A-type funds sector is more competitive compared to B-type funds sector.

## GİRİŞ

Yoğunlaşma; bir endüstride ya da pazarda üretimin az sayıda büyük firmanın elinde olması olarak tanımlanabilir. Ancak, konunun rekabet hukuku içindeki ağırlığı dikkate alındığında rekabeti de içine alan tanımlamalara daha çok rastlanmaktadır. Yoğunlaşma, ekonomik karar alma gücünün, bir başka deyişle iktisadi kontrolün, teşebbüsler arasında el değiştirerek belirli merkezlerde yoğunlaşması ve bu durumun, ilgili piyasada rekabeti azaltacak şekilde yapısal değişikliklere yol açması olarak nitelendirilmektedir.<sup>1</sup> Daha farklı bir ifadeyle, yoğunlaşma sonucu, teşebbüsler arasındaki birliktelikler sürekli, bağımsız ve kurumsal nitelik göstermekte ve bu da piyasadaki rekabetin azalması sonucunu doğurmaktadır.

Yoğunlaşmalar, “yatay”, “dikey” ve “karma” olmak üzere üç ayrı kategoriye ayrılmaktadır. Bu sınıflama, ekonomik sürecin aşamalarını dikkate aldığı gibi; faaliyette bulunan piyasaları da göz önünde tutmaktadır.<sup>2</sup>

İlgili mal piyasasının aynı aşamasında faaliyet gösteren veya bir başka deyişle, birbirleriyle doğrudan rekabet halinde olan teşebbüsler arasındaki kurumsal birliktelikler, “yatay yoğunlaşma” olarak nitelendirilmektedir. Bu bağlamda, aynı malın üretimi veya aynı malın dağıtımını aşamasında, kısaca ekonomik faaliyetin aynı düzleminde faaliyet gösteren rakip teşebbüslerin birleşmeleri, yatay yoğunlaşma

<sup>1</sup> SAPAN, Ömer Faruk, Rekabet ve Oligopol Piyasaları, <http://www.ekonomist.8m.net/m9.html>

<sup>2</sup> SAPAN, Ömer Faruk, agm.

kapsamında değerlendirilmektedir. Şüphesiz birbirleriyle rekabet halinde olan ve rakip konumunda bulunan teşebbüsler arasında yaşanan bir birleşme, rakip sayısında azalmaya dolayısıyla da ilgili piyasadaki rekabetin kısıtlanmasına neden olacaktır.<sup>3</sup>

İlgili mal piyasasında, ekonomik sürecin birbirini izleyen aşamalarında faaliyet gösteren ve birbirleriyle rakip konumunda bulunmayan teşebbüsler arasındaki kurumsal birliklikler, “*dikey yoğunlaşma*” olarak adlandırılmaktadır. Örneğin, üretici teşebbüsün dağıtıcı teşebbüsle birleşmesi veya üretici teşebbüsün, hammadde sağlayan teşebbüsü devralması, dikey yoğunlaşma teşkil etmektedir. Bu tür bir yoğunlaşma ile izlenen amaç, ilgili malın üretimi bakımından hammaddenin veya dağıtımı bakımından satış ve pazarlamanın kontrol edilmesidir.<sup>4</sup>

Genel olarak birbirleriyle herhangi bir şekilde rakip olmayan ve tamamen farklı mal veya hizmet piyasalarında faaliyet gösteren teşebbüsler arasında gerçekleşen kurumsal birliklikler “*karma yoğunlaşma*” olarak ifade edilmektedir. Örneğin, ayakkabı üreticisi bir teşebbüsün, bir inşaat firmasını devralması veya sabun üreten bir teşebbüsün, bir restoran zinciriyle birleşmesi, karma yoğunlaşma olarak nitelenebilir.<sup>5</sup> Bu itibarla, genellikle bu tip yoğunlaşmaların yasaklanması söz konusu olmamaktadır.

Sonuç olarak, dikey ve karma yoğunlaşmalarla karşılaştırıldığında, yatay yoğunlaşmaların rekabet üzerindeki olumsuz etkilerinin daha fazla olduğu kabul edilmekte ve Rekabet Hukuku uygulamalarında bu tip yoğunlaşmalara karşı daha katı bir yaklaşım sergilenmektedir.

Bazı hallerde piyasanın gösterdiği yapısal özellikler, yatay yoğunlaşmaların rekabet açısından zararlı değil, aksine yararlı sonuçlar meydana getirmesini sağlayabilir. Somutlaştırmak gerekirse, oligopol piyasasında faaliyet gösteren küçük çaptaki teşebbüslerin birleşmeleri, bir taraftan piyasadaki teşebbüslerin sayısında bir azalmaya yol açmakta, fakat diğer taraftan küçük ölçekli teşebbüslerin büyük teşebbüslere karşı rekabet olanaklarını artırarak, piyasadaki rekabetin gerçek anlamıyla artmasına yol açabilmektedir.<sup>6</sup>

## 1. YOĞUNLAŞMANIN ÖLÇÜLMESİ

Herhangi bir sektörde yoğunlaşma ölçülmesinde ekonomistler tarafından iki ölçüt yaygın olarak kullanılmaktadır:<sup>7</sup> Yoğunlaşma oranı ve Herfindahl-Hirschman Endeksi.

Yoğunlaşmanın en basit ölçümü sektörde yer alan m adet en büyük firmanın piyasa paylarının ölçümü olarak yapılmaktadır. Sektöre göre değişimle birlikte

<sup>3</sup> SAPAN, Ömer Faruk, agm.

<sup>4</sup> SAPAN, Ömer Faruk, agm.

<sup>5</sup> SAPAN, Ömer Faruk, agm.

<sup>6</sup> SAPAN, Ömer Faruk, agm.

<sup>7</sup> KRISHNAMURTHY, Suresh, “ Herfindahl Index – Measuring Industry Concentration”, Hindu Business Line’s Investment World, Sunday, July 30, 2000.

genellikle ilk 4 (CR-4) veya ilk 5 (CR-5) firmanın toplam piyasa payı alınarak diğer sektörlerle karşılaştırılabilmektedir.

Diğer yandan, Herfindahl-Hirschman Endeksi<sup>8</sup> (HHE) piyasa yoğunlaşmasını ölçmek için kullanılan en başarılı endekslerden birisidir. İlk olarak Hirschman<sup>9</sup> daha sonra da Herfindahl tarafından önerilen endeks ekonomistler arasında çok popüler hale gelmiştir.<sup>10</sup> HHE piyasadaki tüm şirketlerin piyasa paylarının karelerinin toplamı olarak hesaplanır. Piyasada n adet firma varsa, HHE aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

(S<sub>i</sub>) şirketlerin yüzde olarak piyasa payları

$$HHE = \sum (S_i)^2 \quad i=1 \dots n \quad \text{yani}$$

$$HHE = s_1^2 + s_2^2 + s_3^2 + s_4^2 + s_5^2 + \dots + s_n^2$$

$$\begin{aligned} \text{Örneğin; HHE} &= (10)^2 + (10)^2 + (10)^2 + (10)^2 + (10)^2 + (25)^2 + (25)^2 \\ &= 100+100+100+100+100+625+625 \\ &= 1.750 \end{aligned}$$

Bu durumda, eğer sektörde sadece 1 şirket varsa, piyasa payı %100'dür. Bu durumda HHE 10.000 olarak hesaplanır ki bu rakam endeksin alabileceği en yüksek değerdir. Bu durumda piyasada tekel yapısı hakimdir. Diğer uçta ise, eğer çok sayıda şirket neredeyse sıfıra yakın çok küçük piyasa paylarına sahiplerse HHE sıfıra yakındır.<sup>11</sup> Bu durum da piyasada tam rekabetin olduğunu gösterir.

Her ne kadar HHE hesaplanması için tüm piyasaya ilişkin pazar paylarının elde edilmesi gerekse de, piyasa payı verilerinin tam olmaması durumunda da Hirschman-Herfindahl endeksi hesaplanabilmektedir.<sup>12</sup>

HHE rekabet ortamının analizi dışında çeşitli amaçlarla da kullanılabilir. 1991-1994 dönemleri için, 480 imalatçı İspanyol firmasının kapsadığı ve panel veri (panel data) kullanılarak, çeşitlendirme stratejisinin firmanın sermaye yapısı üzerindeki etkisini inceleyen bir çalışmada, satış geliriye dayalı (revenue based) Herfindahl endeksi çeşitlendirme stratejisi için kukla (proxy) olarak kullanılmıştır.<sup>13</sup> Sonuçta, sermaye

<sup>8</sup> Bu endeks değerinin bazı kaynaklarda şirketlerin piyasa paylarının karesinin toplamı olarak alındığı halinin kullanımına da rastlanmıştır. Bu hesaplamaya göre endeks değeri 1 ile 0 arasında değişmektedir.

(S<sub>i</sub>) şirketlerin piyasa payları ise

$$HE = \sum (S_i)^2 \quad i=1 \dots n \quad \text{yani}$$

$$HE = s_1^2 + s_2^2 + s_3^2 + s_4^2 + s_5^2 + \dots + s_n^2$$

$$\text{Örneğin; HE} = (1/4)^2 + (3/4)^2 = 0.625 \text{ tir.}$$

<sup>9</sup> HIRSCHMAN, A. O., "The Paternity of an Index", **American Economic Review**, 54, 761-762.

<sup>10</sup> CLARKE, Roger, **Industrial Economics**, Basil Blackwell Ltd, 1985, p. 14.

<sup>11</sup> Endeksin hesaplanma mantığında pazar paylarının karesi alınarak pazarda büyük pay sahibi olanların paylarını daha büyük bir ölçüğe dahil etmek, %1'den küçük paya sahip olanları ise toplama kendinden daha küçük bir değerde toplama ilave etme amacı taşınmaktadır. Örneğin 2'nin karesi 4 iken 0,5'in karesi 0,025.

<sup>12</sup> NAUNBERG, Eric, Kaisalaya Basu ve Harish Chand, "Hirschman-Herfindahl Index Determination Under Incomplete Information", **Applied Economics Letters**, 1997, 4, p. 639.

<sup>13</sup> MENENDEZ-ALONSO, Eduardo J., "Does Diversification Strategy Matter in Explaining Capital Structure? Some Evidence From Spain", **Applied Financial Economics**, 2003, 13, p. 428.

yapısı ile HHE arasında pozitif olan ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır.<sup>14</sup>

Ayrıca, HHE'den türetilen endeksler de akademik çalışmalarda kullanılmaktadır. 1984-1999 yılları arasında aktif olarak yönetilen ABD yatırım fonlarının performansı ile fon yatırımlarının sektörel yoğunlaşması arasındaki ilişkinin incelendiği bir çalışmada, piyasaya göre uyarlanmış biçimde HHE ile ilişkili ve HHE ile 0.93 korelasyona sahip bir Sektörel Yoğunlaşma Endeksi türetilmiştir.<sup>15</sup>

Bir başka çalışmada da, HHE'nin karekökünün 100'e bölünmesi ile türetilmiş bir rekabet ortamı analizi ölçütü elde edilmiştir.<sup>16</sup> Böylece, endeks değeri yüzdesel olarak ifade edilmiş ve daha karşılaştırılabilir bir hal alması sağlanmıştır.<sup>17</sup>

HHE diğer ölçütlere göre daha açık ve bilgi sağlayıcı olduğu için, ABD Adalet Bakanlığı da, 1984 yılında yayınladığı "Şirket Birleşmeleri Rehberi" başlıklı çalışmada belirtildiği üzere şirket birleşmelerinin incelenmesinde bu endeksi benimsemiştir.<sup>18</sup> Buna göre;

HHE < 1000 ise bu yoğunlaşmamış bir piyasanın varlığını,  
1000 < HHE < 1800 ise bu orta düzeyde yoğunlaşmamış bir piyasanın varlığını,  
HHE > 1800 ise bu yüksek derecede yoğunlaşmamış bir piyasanın varlığını,  
göstermektedir.

Birleşme sonrası rekabet düzeyinin ölçülmesine ilişkin olarak kullanılan hesaplama ise şu şekildedir.

Eğer;

i) Yoğunlaşmamış bir piyasanın varlığı sözkonusu ise birleşme sonrasındaki rekabet düzeyi için herhangi bir analiz yapılmamaktadır.

<sup>14</sup> MENENDEZ-ALONSO, Eduardo J., agm., p. 429.

<sup>15</sup> KACPERCZYK, Marcin, Clemens Sialm ve Lu Zheng, "On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds", working paper, University of Michigan, June 2004.

<sup>16</sup> AGIÖBENEBO, T.J., "Market Structure, Concentration Indices and Welfare Cost", <http://econwpa.wustl.edu:80/eps/io/papers/0406/0406011.pdf>

<sup>17</sup>  $HHA = \sqrt{HHE}$

100	HHE eşik değerlerini bu formüle uyarlayacak olursak;
HHE	HHA
1000	%32
1800	%42
10.000	%100

olarak hesaplanacaktır.

<sup>18</sup> NAUNBERG, Eric, Kisalaya Basu ve Harish Chand, agm., p. 639.

- ii) Orta düzeyde yoğunlaşmış bir piyasanın varlığı sözkonusu ise ve de birleşme HHE değerinde 100 puan<sup>19</sup> ve üzerinde bir artışa neden oluyorsa bu durum rekabet ihlali ile ilgili önemli bir sinyal olarak kabul edilmektedir.<sup>20</sup>
- iii) Yüksek derecede yoğunlaşmış bir piyasanın varlığı söz konusu ise ve birleşme HHE değerinde 50 puan ve üzerinde bir artış meydana getiriyorsa bu durum rekabet ihlali ile ilgili önemli bir sinyal olarak kabul edilir. Bu rekabet düzeyinde HHE değerinde 100 puan ve üzerinde bir artış mevcut ise o bu durumda çok daha ciddi bir risk söz konusudur.<sup>21</sup>

## 2. TÜRK MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI SEKTÖRÜNDE YOĞUNLAŞMA

Ülkemizde ilk olarak 16 Ekim 1986 tarihinde kurulan yatırım fonları, Şubat 2005 sonu itibariyle yaklaşık 25,7 milyar YTL'lik (20,1 milyar USD'lık) bir portföy büyüklüğü ve 2.7 milyondan fazla hesap sayısına ulaşarak önemli bir sektör haline gelmiştir.<sup>22</sup>

Yatırım Fonlarına İlişkin Seri:VII, No:10 sayılı SPK Tebliğine göre fon içtüzüklerinde belirtilmek suretiyle, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'ini, devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A tipi, diğerleri B tipi olarak adlandırılır.

Ülkemizdeki yatırım fonların %96'sı B tipi, geri kalan %4'ü ise A tipidir. Aynı dönem itibariyle fonların portföylerinin %2'si hisse senetlerinden, %30'u ters repo ve borsa para piyasası işlemlerinden işlemlerinden ve geri kalan %68'i de kamu borçlanma senetlerinden (hazine bonusu+devlet tahvili) oluşmaktadır.<sup>23</sup>

<sup>19</sup> HHE değerindeki artış birleşen firmaların piyasa paylarının çarpılıp iki katının alınması şeklinde hesaplanmaktadır. Örneğin; piyasa payları %5 ve %10 olan iki şirket birleşince HHE değeri  $2(5*10)=100$  HHE artmış olur. Bireysel olarak hesaplamaya dahil olan şirketlerin endeks değerine katkısı  $(a^2 + b^2)$  iken birleşme sonrasında piyasa paylarının toplamının karesi  $(a+b)^2$ 'nin  $a^2+b^2+2ab$  olması nedeni ile artış 2ab ile hesaplanmaktadır.

<sup>20</sup> U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE AND THE FEDERAL TRADE COMMISSION-“Horizontal Merger Guidelines” Issued: April 2, 1992, Revised: April 8, 1997.

<sup>21</sup> Avrupa Birliği birleşme rehberinde de aynı indeks kullanılmasına rağmen risk değerlerinde birtakım farklılıklar bulunmaktadır.Buna göre;  
Eğer;  
HHE < 1000 ise bu yoğunlaşmamış bir piyasanın varlığını,  
1000 < HHE < 2000 ise (kritik değişim eşiği 250 endeks değeridir) bu orta düzeyde bir yoğunlaşmış bir piyasanın varlığını,  
HHE > 2000 ise (kritik değişim eşiği 150 endeks değeridir) bu yüksek derecede yoğunlaşmış bir piyasanın varlığını,  
göstermektedir.

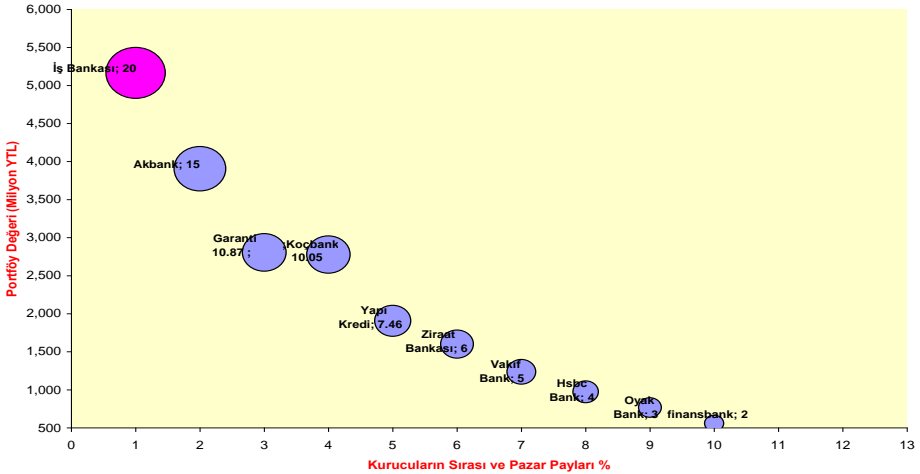
<sup>22</sup> [http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf\\_index.html?tur=mkyf](http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf) ve SPK Aylık Bültenleri [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

<sup>23</sup> SPK Aylık Bültenleri [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

Türk yatırım fonu piyasasının yapısına bakıldığında, Şekil 1’de gösterildiği üzere, sektördeki en büyük ilk 10 kurucunun tamamı bankadır ve bunların pazar payı piyasanın yaklaşık %85’ini oluşturmaktadır.<sup>24</sup>

### Şekil 1: Yatırım Fonları Kurucu Paylarına İlişkin Genel Görünüm

Kurucuların Piyasa Büyüklüğüne Göre Sıra ve Pazar Payları



1987 yılında ihraç edilmeye başlanmakla birlikte, yatırım fonu sektörüne ilişkin ilk istatistikler 1988 yılı başında oluşmaya başlamıştır.<sup>25</sup> Bu çalışmada, 1988-2005 döneminde her yılın Ocak ayı verileri dikkate alınarak, Herfindahl-Hirschman Endeksi (HHE) ve Yoğunlaşma Oranına (CR-4) göre menkul kıymet yatırım fonları sektöründeki yoğunlaşma, hem tüm menkul kıymet yatırım fonları için hem de A-tipi ve B-tipi menkul kıymet yatırım fonları için ayrı ayrı incelenmiştir.

Aşağıdaki grafikte tüm menkul kıymet yatırım fonları baz alınarak sektördeki yoğunlaşma gösterilmektedir. Grafikte HHE eşik değerleri (1000 ve 1800 seviyeleri) yatay eksene paralel iki çizgi ile gösterilmektedir.

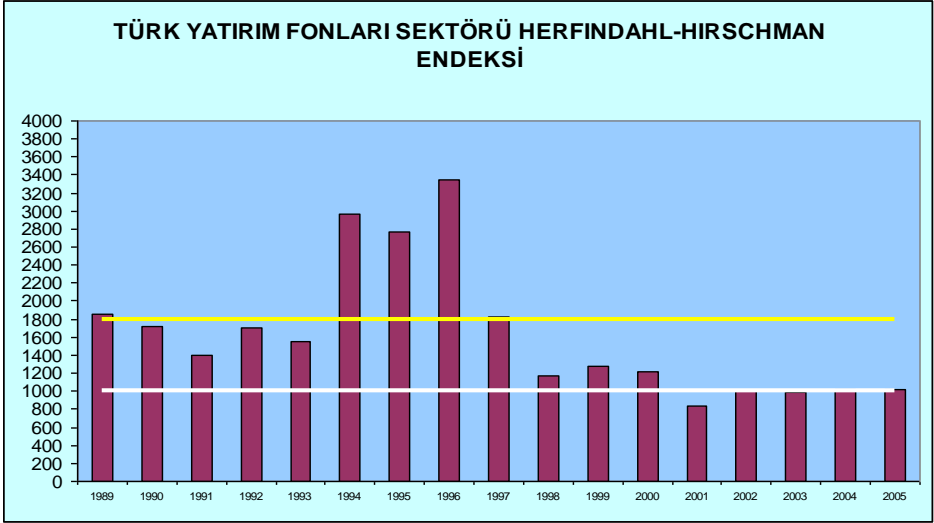
Tablo 1: Yıllar İtibariyle HHE Endeks Değerleri

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
HHE-TÜM	1,848	1,714	1,395	1,707	1,556	2,959	2,763	3,348	1,819	1,172	1,274	1,212	836	1,000	996	1,026	1,025
HHE-A	-	-	-	-	-	4,099	1,130	1,774	1,119	665	754	648	697	658	636	640	801
HHE-B	-	-	-	-	-	2,139	3,315	3,646	2,510	1,793	1,779	1,664	991	1,074	1,030	1,228	1,040

<sup>24</sup> SPK Aylık Bültenleri [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

<sup>25</sup> SPK Aylık Bültenleri 1989-2004, 1998 ve sonrası için [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr) adresinden ulaşılabilir.

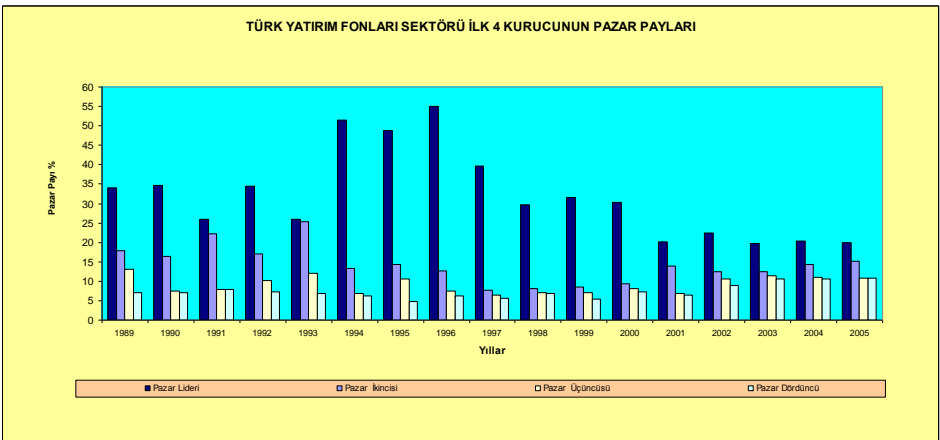
Şekil 2: Tüm Yatırım Fonlarının Herfindahl-Hirschman Endeksi



Grafikten de görüldüğü üzere, menkul kıymet yatırım fonları piyasası genel olarak ele alındığında, 1989'dan 1994'e kadar orta düzeyde yoğunlaşma olmuş, 1994-1996 yılları arasında önemli ölçüde yoğunlaşma yaşanmış ve 1997 yılından itibaren de yoğunlaşma düzeyinde düşüş yaşanmıştır.

Sektördeki yoğunlaşma oranına, yani en büyük paya sahip ilk 4 şirketin piyasa paylarına bakıldığında da Herfindahl-Hirschman Endeksine benzer bir tablo görülmektedir. Bu tabloda dikkat çeken önemli husus pazar liderinin ve ikincisinin piyasa paylarında azalma olduğu ve ilk dört şirketin payları arasındaki farkın azaldığıdır. Bu durum da artan rekabetin bir göstergesidir.

Şekil 3: Sektördeki En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları



Tablo 2: Sektördeki En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları (Tüm Fonlar için)



	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	34,05	34,59	25,91	34,42	25,87	51,52	48,75	55,12	39,76	29,64	31,58	30,38	20,13	22,37	19,75	20,41	20,03
2	17,86	16,41	22,22	17,13	25,40	13,27	14,30	12,69	7,61	8,00	8,46	9,31	14,00	12,54	12,50	14,31	15,15
3	13,05	7,53	7,99	10,26	11,97	6,91	10,58	7,44	6,36	7,08	6,98	8,16	6,76	10,49	11,35	10,97	10,88
4	7,00	7,01	7,95	7,29	6,93	6,16	4,72	6,18	5,63	6,90	5,44	7,22	6,42	8,97	10,67	10,69	10,77
CR4	72	65	64	69	70	78	78	81	59	52	52	55	47	54	54	56	57

Sayılan tespitlerden özellikle ikinci yani sektörün 1994-1996 yılları arasında yüksek düzeyde bir piyasa yoğunlaşmasında faaliyet göstermesini açıklamak için yatırım fonlarının tarihçesine<sup>26</sup> bakmak gerekir. 1992 Temmuz ayında vergi kanunlarında yapılan değişiklikle, 31.12.1993 tarihinden geçerli olmak üzere A Tipi niteliğine sahip fonlara vergi teşviki getirilmiştir. Ayrıca, yatırım fonu düzenlemelerinde 1993 yılında yapılan değişikliklerle fonlara tutar artırımı yapma imkanı tanınmıştır ve fonlar ya A tipine dönüşmüş ya da en baştan A Tipi olarak kurulmaya başlanmıştır.<sup>27</sup>

1994, 1995 ve 1996 yıllarında görülen yoğunlaşma düzeyindeki artış lider durumdaki şirketin yoğun ihraçlarından kaynaklanmıştır. Pazar lideri konumunda olan şirket ilk önce 1993 yılında bazı fonlarını A Tipine dönüştürmüş ve 1993 yılı sonunda önemli miktarda bu fonları pazarlamıştır. 1994 yılından itibaren ise B tipi fonlarının tutarını önemli derecede artırarak pazarda önemli bir pay elde etmiştir. 1998 yılından itibaren diğer şirketlerin de kurduğu fonlar ve yapılan tutar artırımları ile birlikte sektördeki yoğunlaşma azalsa da, söz konusu şirket 1994-1996 yılları arasında yapmış olduğu atağın karşılığında yatırım fonu piyasasında elde ettiği liderliği korumaktadır.

Gelişmiş ülkelerdeki duruma baktığımızda, menkul kıymet yatırım fonu sektörümüz açısından rekabet konusunda alınması gereken yol olduğu görülmektedir. 31 Mayıs 1997 tarihi itibarıyla yapılan hesaplamada ABD yatırım fonu endüstrisinin HHE değeri 329 olarak hesaplanmıştır.<sup>28</sup> Uzun dönem ortalamasına bakıldığında da rekabetin yıllardan beri süregeldiği görülmektedir. 1980-1990 yılları arasında ise HHE 300-400 arasında değerler almıştır.<sup>29</sup>

Bu değerler Amerikan piyasasında oldukça yüksek düzeyde bir rekabetin olduğu anlamına gelmektedir. Önümüzdeki dönemlerde ülkemizde de kurumsal yatırımcıların gelişmesi ve piyasanın derinleşmesi ile birlikte rekabet düzeyi de artacaktır.

Fon tiplerine göre, A-tipi ve B-tipi fonlar için ayrı ayrı yoğunlaşmaya baktığımızda da benzer sonuçlar görülmektedir. Aşağıdaki grafikte, A Tipi yatırım fonlarında 1994-2005 yıllarına ilişkin Herfindahl-Hirschman endeksinin aldığı değerler gösterilmektedir. Rakamlara baktığımızda, ilk yıl olan 1994 yılında önemli ölçüde bir yoğunlaşma olduğu, ancak 1995-1997 yılları arasında azalarak orta seviyede bir

<sup>26</sup> ÖZÜTÜRK, Bülent, “Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi” SPK Araştırma Raporu, 2002.

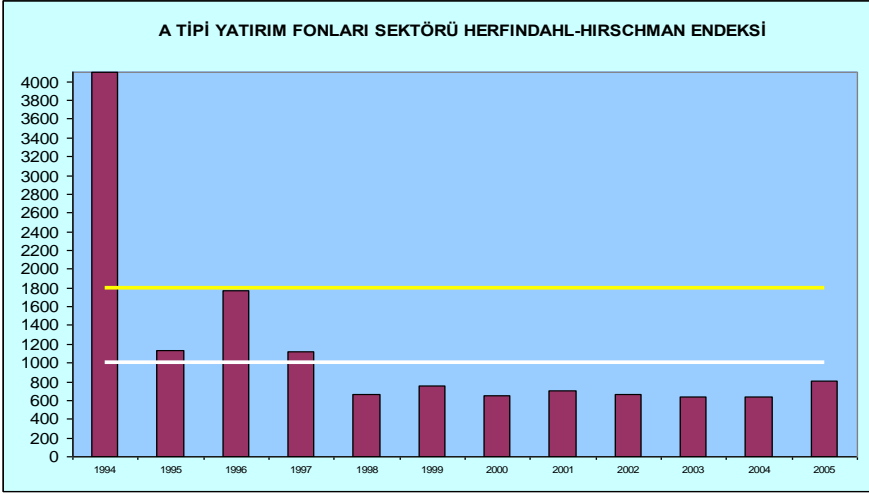
<sup>27</sup> ÖZÜTÜRK, Bülent, a.g.ç.

<sup>28</sup> Investment Company Institute “Perspective” Mutual Fund Developments in 1997, p.11.

<sup>29</sup> GREMILLION, Lee, “The Mutual Fund Industry in the Life Cycle”, Investment Management Update Americas, PriceWaterhouseCoopers, March 2001, p.9

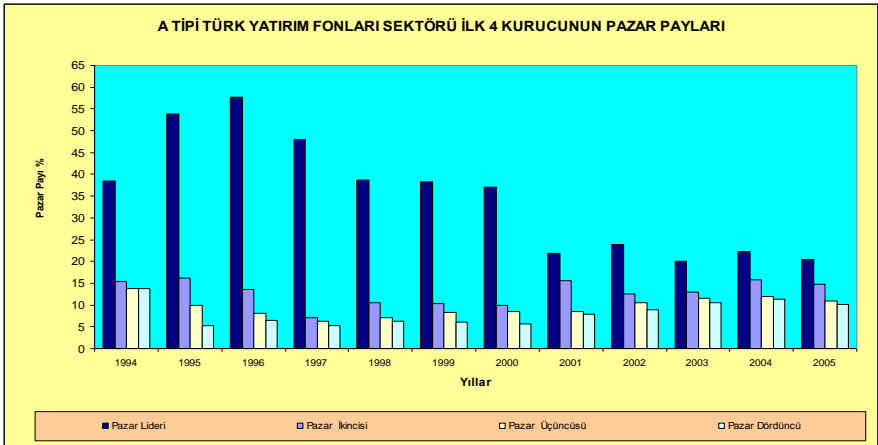
yoğunlaşma yaşandığı görülmektedir. 1997 yılından sonra ise A-tipi menkul kıymet fonu sektöründe düşük bir yoğunlaşma görülmektedir.

**Şekil 4: A Tipi Yatırım Fonlarının Herfindahl-Hirschman Endeksi**



Aşağıdaki grafik ve tabloda da yoğunlaşma oranı (CR-4) incelenmektedir. 1994 yılından başlayarak ilk 4 şirketin Pazar paylarının birbirine yaklaştığı ve rekabet düzeyinde bir artış olduğu görülmektedir. İlk 4 şirketin pazar payı %86 iken 2005 yılında %48'e düşmüştür. Ayrıca, en büyük paya sahip şirket ile 4. büyük şirketin pazar payları arasındaki fark 1994 yılında %57.69 iken, 2005 yılında bu fark % 11.5'e düşmüştür. Bu rakamlardan da görüldüğü gibi A-tipi fonlarda yoğun bir rekabet gözlenmektedir.

**Şekil 5: Sektördeki En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları (A-tipi fonlar)**

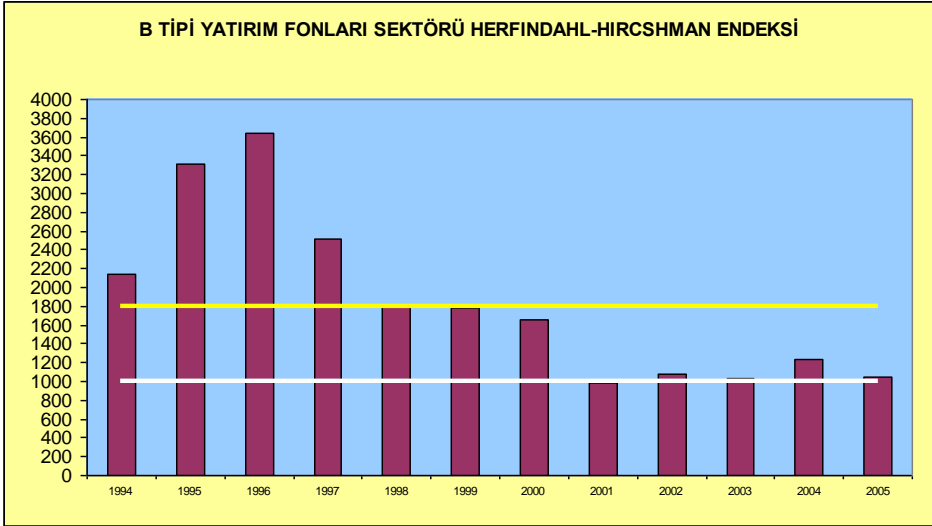


**Tablo 3: Sektördeki En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları (A tipi Fonlar için)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	62,05	17,13	36,04	21,39	12,83	14,89	14,18	14,46	13,70	13,90	13,91	19,30
2	12,92	15,84	12,91	18,35	10,32	14,36	12,76	12,57	11,94	11,82	12,76	11,82
3	6,98	12,47	11,36	10,55	10,01	9,84	10,58	9,17	9,89	8,71	9,83	9,31
4	4,36	11,44	8,86	9,43	8,84	8,21	8,34	7,61	8,21	8,47	5,87	7,80
<b>CR4</b>	<b>86</b>	<b>57</b>	<b>69</b>	<b>60</b>	<b>42</b>	<b>47</b>	<b>46</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>42</b>	<b>48</b>

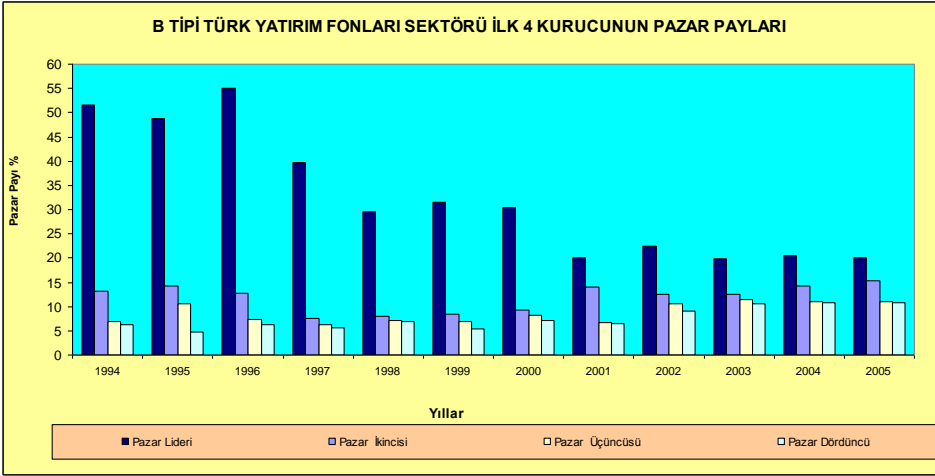
Tüm fonlar içinde büyük ağırlığı olan B-Tipi yatırım fonlarındaki yoğunlaşmaya bakıldığında, A-tipi fonlara göre daha fazla yoğunlaşma olduğu ve tüm fonlardakine benzer bir durum olduğu görülmektedir. Aşağıdaki grafikte 1994-2005 yılları arasındaki Herfindahl-Hirschman Endeksi değerleri gösterilmektedir. 1998 yılına kadar yüksek derecede yoğunlaşma yaşanmış ve 1998 yılında başlayarak rekabet düzeyindeki artış sonucu yoğunlaşma düzeyi azalmıştır. Son yıllara bakılarak bir değerlendirme yapıldığında, B-tipi fonlardaki yoğunlaşma düzeyinin orta seviyede olduğu ve hatta düşük yoğunlaşma eşik değerine yakın seyrettiği söylenebilir.

**Şekil 6: B Tipi Yatırım Fonlarının Herfindahl-Hirschman Endeksi**



Aşağıdaki grafik ve tabloda da B-tipi fonlarda yoğunlaşma oranı (CR-4) incelenmektedir. A-tipi fonlarda olduğu gibi, 1994 yılından başlayarak ilk 4 şirketin pazar paylarının birbirine yaklaştığı ve rekabet düzeyinde bir artış olduğu görülmektedir. İlk 4 şirketin pazar payı %81 iken 2005 yılında %57'ye düşmüştür. Ayrıca, en büyük paya sahip şirket ile 4. büyük şirketin pazar payları arasındaki fark 1994 yılında %24.76 iken, 2005 yılında bu fark % 9.32'ye düşmüştür. Bu rakamlardan da görüldüğü gibi B-tipi fonlarda da oldukça yüksek seviyede bir rekabet gözlenmektedir.

**Şekil 7: Sektördeki En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları (B-tipi fonlar)**



**Tablo 4: Sektördeki En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları ( B Tipli Fonlar için)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	38,46	53,80	57,71	48,01	38,68	38,19	37,13	21,96	23,97	20,09	22,34	20,05
2	15,48	16,20	13,66	7,18	10,55	10,32	9,97	15,55	12,54	12,87	15,81	15,39
3	13,80	9,88	8,00	6,35	7,15	8,35	8,42	8,48	10,49	11,46	11,88	10,93
4	13,70	5,35	6,47	5,34	6,26	6,14	5,74	7,98	8,97	10,54	11,37	10,73
<b>CR4</b>	<b>81</b>	<b>85</b>	<b>86</b>	<b>67</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>61</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>55</b>	<b>61</b>	<b>57</b>

### 3. SONUÇ

Menkul kıymet yatırım fonları sektöründe en büyük paya sahip ilk 10 şirketin (kurucunun) tamamı bankadır ve pazar payı piyasanın yaklaşık %85'ini oluşturmaktadır. Elde edilen sonuçlara bakıldığında, yıllar içindeki gelişmeler çerçevesinde, Türk menkul kıymet yatırım fonu sektöründe rekabet düzeyinin yoğunlaşma riski teşkil edecek düzeyde olmadığı ve sektörün oligopol piyasa yapısında faaliyet gösterdiği görülmektedir. Ayrıca, sektörün A-tipli yatırım fonlarından oluşan bölümünün B-tipli yatırım fonlarından oluşan bölüme göre daha rekabetçi bir yapıda olduğu da tespit edilmiştir.

Sermaye piyasasının gelişmesi ile birlikte, kurumsal yatırımcıların rolü önem kazanacak ve bu sektör piyasanın gelişmesinin motoru olacaktır.

Özellikle, Avrupa Birliği'ne tam üyelik sürecinde yatırım fonları sektörü ülkemize yabancı fonların gelmesinde de önemli bir rol üstlenecektir. Derinleşmiş bir piyasada rekabet düzeyi artacak ve şirketler daha profesyonel bir yönetim anlayışına yönelecektir.

**KAYNAKÇA**

- AGIOBENEBO, T.J., “Market Structure, Concentration Indices and Welfare Cost”, <http://econwpa.wustl.edu:80/eps/io/papers/0406/0406011.pdf>
- CLARKE, Roger, Industrial Economics, Basil Blackwell Ltd, 1985.
- GREMILLION, Lee, “The Mutual Fund Industry in the Life Cycle”, Investment Management Update Americas, PriceWaterhouseCopers, March 2001.
- HIRSCHMAN, A. O.,”The Paternity of an Index”, American Economic Review, vol. 54.
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE “Perspective” Mutual Fund Developments in 1997.
- KACPERCZYK Marcin, Clemens Sialm ve Lu Zheng, “ On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds”, working paper, University of Michigan, June 2004.
- KRISHNAMURTHY Suresh, “ Herfindahl Index – Measuring Industry Concentration”, Hindu Business Line’s Investment World, Sunday, July 30, 2000.
- MENENDEZ-ALONSO Eduardo J., “Does Diversification Strategy Matter in Explaining Capital Structure? Some Evidence From Spain”, Applied Financial Economics, 2003, vol. 13.
- NAUNBERG Eric, Kisalaya Basu ve Harish Chand, “Hirschman-Herfindahl Index Determination Under Incomplete Information”, Applied Economics Letters, 1997, vol. 4.
- ÖZÜTÜRK, Bülent, “Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi” SPK Araştırma Raporu, 2002.
- SAPAN, Ömer Faruk, Rekabet ve Oligopol Piyasaları, <http://www.ekonomist.8m.net/m9.html>
- SPK Aylık Bültenleri
- U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE AND THE FEDERAL TRADE COMMISSION- “Horizontal Merger Guidelines” Issued: April 2, 1992, Revised: April 8, 1997.