

TÜRK YATIRIM FONLARINDA REKABET

*Hümeyra BURUCU**
*Filiz YILDIZ CONTUK***
*Bener GÜNGÖR****

Alınış Tarihi: 22 Ekim 2014

Kabul Tarihi: 12 Mart 2015

Öz: Ülkelerin gelişmesinde lokomotif rol oynayan finansal piyasaların gelişmişliği, finansal piyasalarda faaliyette bulunan aracı kurumlarla yakından ilgilidir. En önemli aracı kurumlardan biri olan yatırım fonları ise temel anlamda fon arz eden birey veya kurumlardan, fon talep eden birey veya firmalara fon aktarımını gerçekleştirirler. Yatırımcıların etkin rekabetin hâkim olduğu piyasalarda yatırımlarını değerlendirebilmeleri; yatırımların ve piyasaya güvenin devamı için son derece önemlidir.

Bu çalışmada A Tipi, B Tipi ve Tüm menkul kıymet yatırım fonları arasındaki rekabet 2000-2011 yılları için Herfindahl Hirschman Endeksi ve Yoğunlaşma Oranı (CR-4 ve CR-5) kullanılarak ölçülmüştür. Araştırma sonunda Türkiye'deki menkul kıymet yatırım fonu piyasasının genel olarak monopolcü rekabet yapısında olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Yatırım fonları, Rekabet, Herfindahl Hirschman Endeksi.

COMPETITION IN TURKISH MUTUAL FUNDS

Abstract: Development of financial markets, playing a role of locomotive at the development of countries is closely related to intermediary institutions operating in financial markets. Investment funds, one of the most important financial institutions, perform the transfer of funds of surplus from spending units to deficit spending units. To be able to increase the value of their investments in the markets in which effective competition is prevailing is very crucial to sustain the investments and for the reliability of the market.

In this study, the competition among the most preferred types of funds, which are Type A, Type B and all mutual funds, is measured via Herfindahl Hirschman Index and Concentration Ratio (CR-4 and CR-5). Consequently, it is discovered that the competition among the market of mutual funds is monopolistic competition in structure.

Keywords: Mutual funds, Competition, Herfindahl Hirschman Index.

I. Giriş

Para ve sermaye piyasalarının büyüdüğü, haberleşme kanallarının geliştiği ve ekonomik hareketleri takip etmenin kolay olmadığı günümüz ortamında yatırım yapmak; hem bireysel hem de kurumsal yatırımcının üstesinden gelebileceği boyutları aşmıştır. Böyle bir ortamda tasarrufların para ve sermaye piyasalarında değerlendirilerek en yüksek getirinin elde edilebilmesi

* Arş. Gör. Bayburt Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü.

** Öğr. Gör. Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Fethiye A.S.M.K. Meslek Yüksekokulu.

*** Prof. Dr. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü.

için, bu işi meslek edinen ve tüm zamanını bu alana ayıran uzmanların olması gerekliliği yatırım fonlarının kurulmasına sebep olmuştur (Kont, 2001: 1).

En temel anlamda halktan toplanan tasarrufların hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçları ve kıymetli madenlerden oluşan havuza dönüşmesi (yatırım portföyü) ve oluşan bu portföyün profesyonel yönetici tarafından yönetilmesi esasına dayanan yatırım fonları; ilk olarak 1920'lerde Amerika Birleşik Devletleri'nde kurulmuşken, bugün dünyanın dört bir yanında küçüklü büyüklü fon piyasalarında yatırımcılara hizmet vermektedir (Kahraman, 2006: 176).

Gelişmiş ülkelerde uzun yıllardır kullanılan ve önemli bir yatırım aracı olan yatırım fonları; yatırımcısına sunduğu riski dağıtma, profesyonel yönetim ve likidite kolaylığı gibi imkânlar sayesinde diğer gelişmekte olan piyasalarda olduğu gibi Türkiye'de de gün geçtikçe gelişmektedir. Özellikle 1980 sonrası banka dışı finansal kurumların da sisteme girmeye başlamasıyla yeni bir görünüm kazanan ve hızlı bir gelişim sürecine giren Türk finans sisteminde yatırım fonlarına ilaveten çok sayıda sigorta şirketi, yatırım ortaklıkları, yatırım danışmanlığı şirketleri, portföy yönetim şirketleri, leasing, faktoring vb. alanlarda uzmanlaşmış kurumlar faaliyet göstermekte; dışa açık, liberal ve rekabetçi bir sektörel yapı göze çarpmaktadır (Yağcılar, 2011: 7).

Bununla birlikte Türkiye ekonomisinin içinden geçmekte olduğu büyüme sürecinin sürdürülebilmesinin ve dış dünyayla hızla bütünleşen bir ekonomiye sahip olabilmemesinin temel parametresi rekabet gücüdür. Çok sayıda ve çeşitli sektörlerde sahip ve geniş bir coğrafi alana yayılan Türk özel sektörünün rekabet gücünün geliştirilmesinde ise yatırım fonlarının önemi büyüktür (Çağlar, 2006: 305).

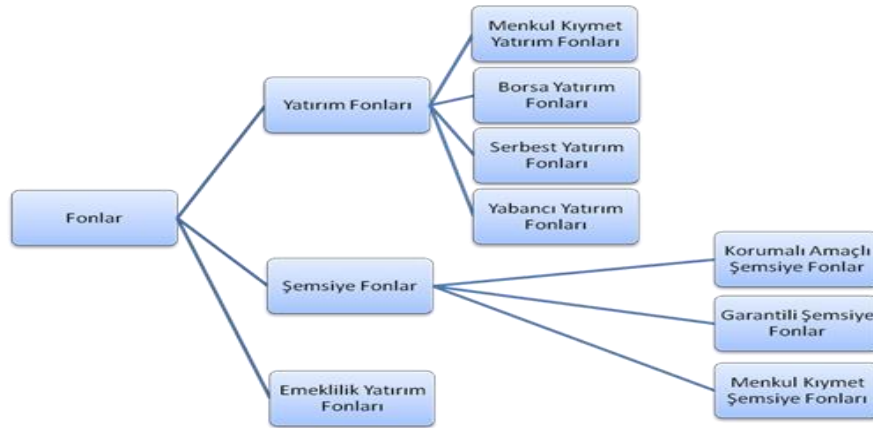
Rekabet düzeyinin düşük yani az sayıda büyük firmanın hâkimiyetinin olduğu bir piyasada tasarruf sahiplerinin birikimlerini etkin bir şekilde değerlendirmeleri ve kaynakların etkin bir şekilde dağıtılması zorlaşmaktadır. Yoğunlaşma olarak ifade edilebilen bu durum genel olarak yatay yoğunlaşma, dikey yoğunlaşma ve karma yoğunlaşma olarak üç kategoride ele alınmaktadır. Yatay yoğunlaşma, yoğunlaşma türleri içerisinde rekabeti en çok tehdit eden türdür ve aynı faaliyet dalındaki şirketlerin kurumsal birliktelikleri şeklinde tanımlanmaktadır. Dikey yoğunlaşma ise, ekonomik sürecin birbirini izleyen aşamalarında faaliyet gösteren ve birbirleriyle rakip konumunda bulunmayan teşebbüsler arasındaki kurumsal birlikteliklerdir. Karma yoğunlaşma ise, genel olarak birbirleriyle herhangi bir şekilde rakip olmayan ve tamamen farklı mal veya hizmet piyasalarında faaliyet gösteren teşebbüsler arasında gerçekleşen kurumsal birliktelikleri ifade etmektedir (Uysal ve Özütürk, 2005: 274).

Sunulan bilgiler neticesinde mali piyasaların en önemli sacayaklarından olan yatırım fonu sektörünün rekabet yapısının analiz edilmesinin önemli olduğu düşünülmektedir. Üç bölümden oluşan bu çalışmanın birinci bölümünde yatırım fonlarının geçmişten bugüne gelişimi ile ilgili grafiksel bilgiler sunulmuştur. İkinci bölümde ise yatırım fonları ile ilgili

dünyada ve Türkiye’de yapılmış bazı çalışmalara değinilmiştir. Son bölümde ise Herfindal-Hirshman endeksi ve Yoğunlaşma oranı ile Türk yatırım fonlarının rekabet yapısı analiz edilerek sonuç ve öneriler yer almıştır.

II. Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Fonları

Yatırımcıların birikimlerinin sermaye piyasası araçlarında değerlendirilmek üzere bir havuz içerisinde toplanması ve profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesi esasına dayalı kolektif bir yatırım aracı olan yatırım fonları, finansal sistemin en önemli kurumlarından biridir (SPK, 2010). Yatırım fonları halktan katılma payları karşılığında toplanan paralarla, katılma payı sahipleri adına, riskin dağıtılması ilkesi ve inanca dayalı mülkiyet esaslarına göre profesyonel yöneticiler tarafından yönetilir. Tasarruf sahipleri fon yöneticileri tarafından arz edilen katılım belgelerini almak suretiyle yatırım fonuna ortak olurlar ancak fon yönetiminde söz sahibi değildirler. Yatırım fonlarının tüzel kişiliği olmamakla beraber fonun mal varlığı kurucudan ayrıdır. Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca, fon malvarlığı rehin edilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü kişiler tarafından haczedilemez. Yani fon malvarlığının korunması kanun ile güvence altına alınmıştır. Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu bünyesinde esas olarak 4 tip yatırım fonu bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibi gösterilebilir (SPK, 2010).



Şekil 1: *Fon türleri*

Portföye dâhil edilen menkul kıymetler göz önünde bulundurulduğunda ise Tahvil ve Bono Fonu, Hisse Senedi Fonu, Sektör Fonu, İştirak Fonu, Grup Fonu, Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, Altın Fonu, Diğer Kıymetli Madenler Fonu, Değişken Fon, Karma Fon, Likit Fon, Endeks Fon, Fon Sepeti Fonu, Özel Fon, Koruma Amaçlı Fon, Garantili Fon ve Serbest Yatırım Fonu olmak üzere 17 farklı tipte yatırım fonu tanımlanmaktadır. Fon türlerinin çokluğu yatırımcının tasarrufunu değerlendirebilmek için elinde çokça

alternatifin olması ve sonucunda tasarrufların ekonomiye daha fazla aktarılma ihtimalinin doğması anlamına gelir (SPK, 2010).

Yatırım fonları kurucunun belirleyeceği bir yönetici (SPK'dan portföy yöneticiliği yetki belgesi alan aracı kurumlar ile portföy yönetimi şirketleri yönetici olabilir) ile yapılan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yönetilir. Aynı zamanda fon yöneticisine portföy yönetim hizmeti için bir ücret ödenir. Yatırım fonuna, her fon için belirli nitelikleri taşıyan en az bir denetçi atanır ve yatırım fonları yapılacak bir sözleşme kapsamında 6 aylık ve yıllık olarak Bağımsız Dış Denetim şirketleri tarafından denetlenir. Yıllık denetim raporunun Sermaye Piyasası Kurulu'na gönderilmesi ise zorunludur. Sermaye Piyasası Kurulu yatırım fonlarını her zaman denetleme yetkisine sahiptir.

Yatırım fonları A Tipi ve B Tipi olmak üzere 2 tipte kurulabilir. A Tipi yatırım fonlarının portföylerinin en az aylık ortalama bazda, % 25'i Türk şirketlerinin hisse senetlerinden oluşur. B Tiplerinin portföylerinde böyle bir sınırlama yoktur. Fonların A veya B Tipi olması konusunda önemli olan nokta ise A Tipi fonlara vergi avantajı tanınmasıdır.

Ülkemizde ilk olarak 16 Ekim 1986 tarihinde kurulan yatırım fonları, yatırımcılar tarafından büyük ilgi görmüş 2011 yılı itibarıyla 26.7 milyon TL'ye ulaşmıştır. Aşağıdaki tabloda çalışma dönemi içinde A ve B tipi fonların ve toplam tutarların yıllar içerisindeki tutarları verilmiştir.

Tablo 1. 2000-2011 Yılları Arasında A Tipi, B Tipi ve Toplam Yatırım Fonu Büyüklükleri

YILLAR	A TİPİ	B TİPİ	TOPLAM
2000	529.997	1.460.403	1.990.400
2001	584.980	4.575.388	5.160.368
2002	446.295	9.523.417	9.969.712
2003	778.831	19.114.296	19.893.127
2004	780.370	23.663.404	24.443.774
2005	1.033.635	28.340.486	29.374.121
2006	831.518	21.180.057	22.011.575
2007	919.383	25.461.778	26.381.161
2008	593.585	23.190.703	23.784.288
2009	961.057	28.179.925	29.140.982
2010	1.313.689	28.346.108	29.659.797
2011	1.381.073	25.411.597	26.792.670

Tablo 1'de yatırım tutarlarına bakıldığında yatırımcılar tarafından ağırlıklı olarak B tipi yatırım fonlarının tercih edildiği görülmektedir. 2011 yılı itibarıyla B tipi fonların toplam fon yatırımı içindeki payı ise yaklaşık %95'tir. Yine Tablo 1'den görüleceği üzere, 2004 yılından önce menkul kıymet yatırım fonlarına olan talepte bir durağanlık yaşanmaktadır. Bu tür fonlara karşı en yüksek talebin ise 2005 yılında gerçekleştiği görülmektedir. Yine, 2000 Kasım, 2001 Şubat ve 2008 krizlerinin özellikle A tipi yatırım fonlarını önemli

derecede düşürdüğü, B tipi yatırım fonlarına olan talebi ise arttırdığı gözlenmektedir.

III. Literatür Araştırması

Yatırım fonları ile ilgili farklı açılardan yapılmış çok sayıda çalışma mevcuttur. Yurt dışında yapılan çalışmaların geneli performans ölçümü, risk-getiri ilişkisi, yönetici profilleri, rekabet yapıları gibi alanlarda yoğunlaşmıştır. Türkiye’de ise yatırım fonlarının çok köklü bir geçmişi olmamakla birlikte özellikle son yıllarda yatırım fonlarına olan ilgi artmış ve yapılan çalışmalar genellikle performans ölçümüne yönelik olmuştur. Bu çalışmada ise Türk menkul kıymet yatırım fonlarındaki rekabet düzeyi tespit edilerek, rekabet konusunda yapılmış sınırlı sayıdaki literatüre katkı sağlamak amaçlanmıştır.

Woerheide (1982) tarafından yatırım fonları ile ilgili yapılan bir çalışmada yatırım fonu seçme kriterleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Fon seçiminde kriter olarak büyüklük, pazarlama programlarının etkinliği ve getiri oranlarının değerlendirilmesi gibi 3 kriter tespit edilmiştir. 1990’da ise Lee, Shleifer ve Thaler tarafından kapalı-sonlu yatırım fonlarının anomalileri hakkında bir çalışma yapılmış ve 4 tip anomali üzerinde durulmuştur. Çalışma sonunda talebin -irrasyonel inançlara dayansa da- menkul kıymetlerde fiyatı etkileyebilecek bir unsur olduğu sonucuna ulaşılmıştır. 1999’da Busse tarafından yapılan çalışmada ise günlük getiriler kullanılarak volatilité zamanlaması araştırılmış; volatilité arttıkça fonların pazar riskinin azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Bollen ve Busse (2001) tarafından yatırım fonu yöneticilerinin zamanlama yeteneği üzerine bir çalışma yapılmış, çalışma sonucunda yatırım fonlarının zamanlama yeteneklerinin aylık verilerden daha çok günlük verilerde görüldüğü tespit edilmiştir. Aynı zamanda bulgular, ölçülen zamanlama yeteneğinin sahte bir istatistiksel sonuç olamayacağını göstermiştir. 2003’te yapılan bir çalışmada ise Elton, Gruber ve Blake (2003) teşvik ücretlerinin yatırım fonu yöneticileri üzerindeki etkisini incelemiş, sonuç olarak teşviklere sahip fonların teşviklere sahip olmayan fonlardan daha iyi menkul varlık seçme yeteneği sergilediğini ifade etmişlerdir. Mahoney (2004) tarafından yapılan çalışmada ise fon yatırımcıları ile yöneticileri arasındaki zıtlıklara değinilmiştir. Fonların düşük fiyatlarla hizmet sundukları bilinmesine rağmen yine de yatırımcıların makul bir ücret ödeyip ödemediklerini bilmek istedikleri ifade edilmiş ve yatırım fonu ücretleri ile ilgili düzenlemelerin muhakkak şeffaf olması gerektiği hususunun altı çizilmiştir. 2005’te Sarıtaş tarafından yapılan çalışmada ise fon karakteristiği ile getirileri arasındaki ilişki incelenmiş; fon getirileri ile fon yaşı, fonun risk düzeyi ve getirilerin standart sapması arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Yine aynı yılda Geranio ve Zanotti (2005) tarafından yatırım fon karakterinin ücretlerle açıklanabilirliği ile ilgili bir çalışma yapılmıştır. Fon büyüklüğü arttıkça maliyetlerin daha düşük olduğu anlaşılmış ve fon türü toplam gider rasyosunun en önemli açıklayıcısı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. 2006’da Yıldız tarafından yapılan çalışmada ise

2001-2003 dönemi boyunca 53 yatırım fonu; değişken, hisse ve karma fon bazında veri zarflama analizi kullanılarak değerlendirilmiştir. Çalışma sonucunda en yüksek performans gösteren fon türünün değişken fonlar olduğu ve Türk yatırım fonlarının maliyet avantajından yararlanmak için fon büyüklüklerini artırmaları gerektiği söylenmiştir.

Korkmaz ve Uygurtürk'ün (2007) yaptığı çalışmada ise emeklilik fonlarının performansı ve yöneticilerin zamanlama kabiliyeti ölçülmeye çalışılmıştır. Çalışma sonucunda gerçek anlamda piyasa zamanlaması yeteneğine sahip olan emeklilik fonu sayısının çok az olduğu bulunmuştur. 2007'de yapılan diğer bir çalışma ise Davis ve Kim tarafından yapılmıştır. Yatırım fonları aracılığı ile işletme bağlantıları ve vekâlet oylaması arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmada; yönetimi oylama ile iş ilişkileri arasında pozitif bir ilişki görülmüştür. Alper ve Ertan'ın (2008) yaptığı çalışmada ise büyüme amaçlı bir fona ve gelir amaçlı diğer bir fona ait gerçek performans verileri kullanarak, performans verilerinin sunulduğu formatın ve zaman aralığının karar vericilerin fon seçimleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Sonuçta yatırımcıların, fon yöneticilerinin güvenilir olduğunu ve geçmiş verilerini kullanarak sundukları grafiklerin yanlış bilgiler içermeyeceğini düşündükleri bulunmuştur. Bertin ve Prather (2009) tarafından yapılan bir çalışmada ise yatırım fonları fonunun performansı ile yönetim yapısı arasındaki ilişki incelenmiş; sonuç olarak yatırım fonu fonlarının hızlıca büyümekte olduğu ve geleneksel fonlarla karşılaştırıldıklarında çeşitlendirme yoluyla maliyet etkinliği sağladıkları söylenmiştir.

Fon yöneticileriyle ilgili bir diğer çalışma da Arslan ve Arslan (2010) tarafından yapılmıştır. Söz konusu çalışmada A tipi, B tipi ve borsa yatırım fonları karşılaştırılmıştır. Analize dahil edilen yatırım fonları, devlet iç borçlanma senetleri ve İMKB 100'den oluşan yatırım araçlarının literatürde öngörüldüğü gibi doğrusal bir yapıya sahip yüksek risk yüksek getiri ilişkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Aamir, Qayyum, Nasir, Hussain ve Butt (2011) tarafından yapılan bir çalışmada ise hisse senedi pazarındaki gelişmeyle, kapalı sonlu yatırım fonları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma sonucunda ekonominin gelişmesi için bu sektörün önemli olduğu, geçmişe nazaran gelişme kaydettiği fakat daha da geliştirilebilmesi için çaba sarfetmek gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. 2012'de Ferruz, Muñoz ve Vargas, dini yatırım fonu yöneticilerinin yönetsel kabiliyetlerini inceleyen bir çalışmada yapmışlardır. Çalışma sonucunda dini yatırım fonu yöneticilerinin hem pazardan hem de emsallerinden daha düşük performans gösterdikleri tespit edilmiştir.

Yatırım fonlarında rekabetle ilgili olarak Ruckman (2003) tarafından yapılan çalışmada Kuzey Amerika'daki yatırım fonlarının gider oranları üzerine araştırma yapılmıştır. Araştırmada Kanada'daki yatırım fonu yatırımcılarının ortalama gider oranlarının, Amerika'daki fonların gider oranlarından %50'den daha yüksek olduğu vurgulanmıştır. Bu durumun ise, yaygın olarak Kanada yatırımcılarının ölçek ekonomisi avantajlarından yararlanamadığının ve Kanada

yatırımcısının daha az rekabetçi olmasının bir sonucu olduğu ifade edilmiştir. 2005'te Uysal ve Özütürk (2005) tarafından yapılan çalışmada ise Türk yatırım fonu sektörünün rekabet yapısı Herfindal Hirschman Endeksi ve Yoğunlaşma Oranı (CR-4) kullanılarak ölçülmüş, A tipi yatırım fonlarının B tipi yatırım fonlarından daha rekabetçi bir yapıda olduğu bulunmuştur. Keswani ve Stolin (2006) tarafından yapılan çalışmada ise yatırım fonu performanslarında süreklilik ve rekabet konusu araştırılmıştır. Çalışma sonucunda yönetilen varlıkların yoğunluğunun yüksek olduğu sektörlerde sürekliliğin de daha yüksek olduğu dair güçlü kanıtlar bulunmuştur. Rekabetle ilgili bir diğer çalışma ise Khurshid ve Singh (2009) tarafından yapılmıştır. Çalışmada 2003(Mart)- 2009(Mart) dönemlerindeki veriler kullanılarak Hindistan'daki tüm yatırım fonlarının rekabet eğilimleri ve düzeyleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada yatırım fon endüstrisinin büyümesi, yatırımcının korunması ve avantajlı hale gelmesi için rekabet atmosferinin sağlıklı olması gerektiği vurgulanmış ve Hindistan'daki yatırım fon rekabetinde azalan bir trend bulunmuştur. Farklı sektörlerde ve özellikle bankacılık alanında yönetim becerilerinin ve performansın artması için teşvik edilmesi, rekabet artışı için pazara girişin kolaylaştırılması gibi hususların altı çizilmiştir.

IV. Türk Menkul Kıymet Yatırım Fonları Piyasasında Rekabetin Ölçülmesine Yönelik Uygulama

Bu çalışmada 2000-2011 yılları arasında gerek tüm menkul kıymet yatırım fonları için gerekse A ve B tipi menkul kıymet yatırım fonları için rekabetin ölçülmesi amacıyla piyasadaki yoğunlaşma araştırılmıştır. Piyasadaki yoğunlaşmanın ölçülmesinde ise Herfindahl-Hirschman Endeksi (HHE) ve yoğunlaşma oranları (CR4 ve CR5) kullanılmıştır.

Herfindahl-Hirschman Endeksi (HHE), ilk olarak Hirschman daha sonra da Herfindahl tarafından önerilen ve piyasa yoğunlaşmasını ölçmek için kullanılan en başarılı endekslerden birisidir. HHE piyasadaki tüm şirketlerin piyasa paylarının karelerinin toplamı olarak hesaplanır. Piyasada "n" adet firma varsa, HHE aşağıdaki denklemle ifade edilebilir:

(Si) şirketlerin yüzde olarak piyasa payları

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

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

$$\text{Örneğin; } HHE = (10)^2 + (10)^2 + (10)^2 + (10)^2 + (10)^2 + (25)^2 + (25)^2$$

$$= 100+100+100+100+100+625+625$$

$$= 1.750$$

Eğer sektörde sadece 1 şirket varsa, piyasa payı %100'dür. Bu durumda HHE 10.000 olarak hesaplanır ve bu rakam endeksin alabileceği en

yüksek değerdir. Bu durumda piyasa monopol bir yapıdadır. Diğer uçta ise, eğer çok sayıda şirket neredeyse sifıra yakın çok küçük piyasa paylarına sahiplerse HHE sifıra yakındır. Bu durum da piyasada tam rekabetin geçerli olduğu söylenebilir (Uysal ve Özü Türk, 2005:276). Bu tür rekabetçi piyasalar için Atomistik pazarlar da denilmektedir.

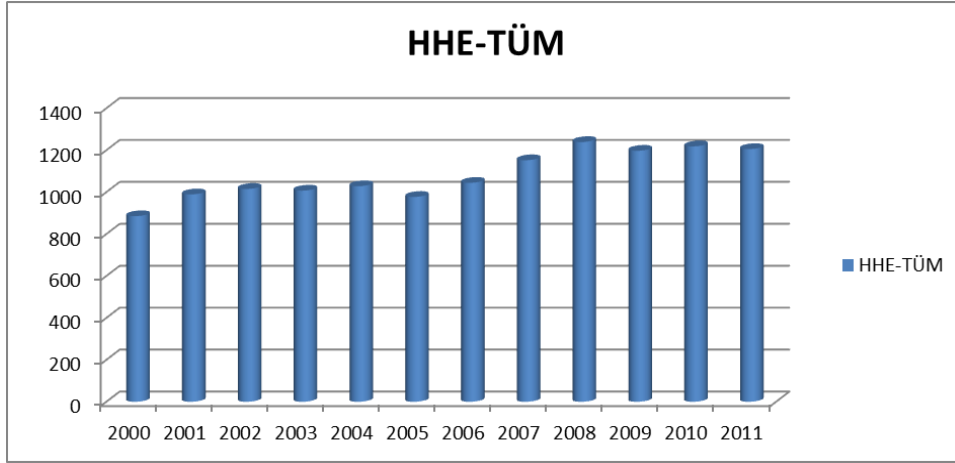
HHE, 1980'den bu yana en popüler piyasa yapısı belirleme yöntemlerinden biridir. Uygulamada H - H Endeksi 1000'den küçük olan piyasalarda ($H - H < 1000$) tam rekabet, 1000 - 1800 arasındaki piyasalarda ($H - H; 1000 - 1800$) monopolcü rekabet ve 1800'den büyük piyasalarda ($H - H > 1800$) ise rekabetçi olmayan oligopolcü bir piyasa yapısından söz edilebilir (Yazıcı, 2013:139).

Aşağıdaki tabloda 2000-2011 yılları arasında A tipi, B tipi ve tüm menkul kıymet yatırım fonları için hesaplanan Herfindahl-Hirschman Endeksi sunulmuştur. HHE değerleri piyasadaki tüm şirketlerin piyasa paylarının karelerinin toplamı alınarak hesaplanmıştır. A tipi, B tipi ve tüm menkul kıymet yatırım fonlarının piyasa payları ise fonların toplam değerinin, piyasa toplam değerine oranlanmasıyla elde edilmiştir. Veriler Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) aylık istatistiklerinden elde edilmiştir.

Tablo 2. 2000-2011 Yılları Arasında Menkul Kıymet Yatırım Fonları İçin Hesaplanan HHE Değerleri

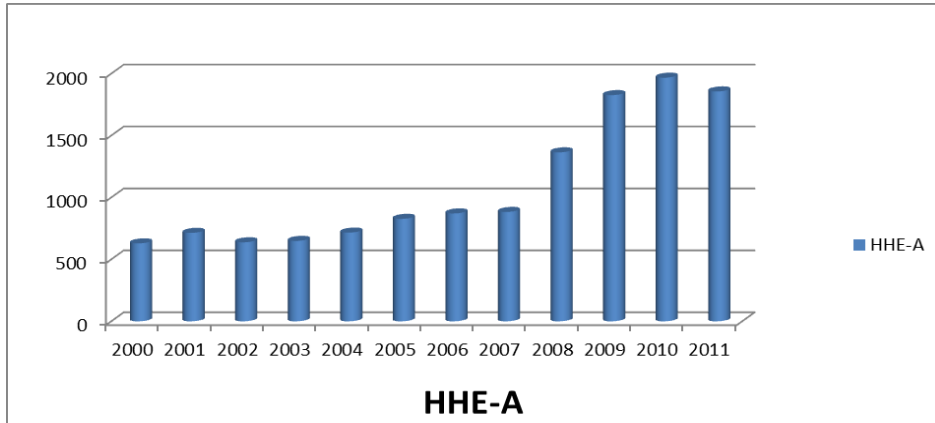
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
HHE-TÜM	885	989	1015	1007	1028	977	1044	1152	1239	1197	1218	1205
HHE-A Tipi	629	714	638	649	716	827	871	883	1364	1826	1967	1856
HHE-B Tipi	1124	1095	1054	1035	1048	993	1068	1180	1251	1197	1215	1210

Tablo 2 ve Şekil 2'ye bakıldığında tüm menkul kıymet yatırım fonlarının HHE değerlerinin 2005 yılına kadar 1000'in altında ve 1000'e yakın olduğu, 2005 yılından sonra değerlerin artma eğilimine girdiği görülmektedir. Endeks değerinin en yüksek olduğu yıl ise 2008 yılıdır. Dolayısıyla Türkiye'deki menkul kıymet yatırım fonlarının 2000-2005 yılları arasında rekabetçi bir yapıda olduğu, 2005 yılından sonra monopolcü rekabet piyasasına dönüştüğünü söylemek mümkündür.



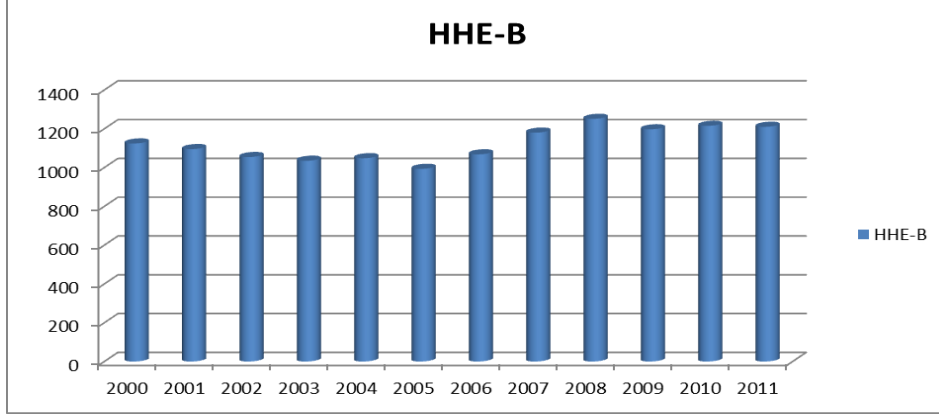
Şekil 2. Menkul Kıymet Yatırım Fonlarına Ait HHE Değerleri

Tablo 2 ve Şekil 3'e bakıldığında A tipi yatırım fonlarının HHE değerlerinin 2007 yılına kadar 1000'in altında olduğu, 2007 yılından sonra değerlerin artma eğilimine girdiği görülmektedir. Endeks değerinin en yüksek olduğu yıl ise 2010 yılıdır. Dolayısıyla Türkiye'deki A tipi yatırım fonlarının 2008 yılına kadar rekabetçi bir yapıda olduğu, 2008 yılında monopolcü rekabet piyasasına dönüştüğünü, endeksin 1800'ü aşması sebebiyle 2009 yılından sonra oligopol bir piyasa haline geldiğini söylemek mümkündür.



Şekil 3. A Tipi Fon Piyasasında HHE Değerleri

Tablo 2 ve Şekil 4'e bakıldığında B tipi yatırım fonlarının HHE değerlerinin 2005 yılı hariç 1000'in üstünde olduğu görülmektedir. Endeks değerinin en yüksek olduğu yıl ise 2008 yılıdır. Bu sebeple Türkiye'deki B tipi yatırım fonlarının genel olarak monopolcü rekabet piyasası görünümünde olduğu söylenebilir.



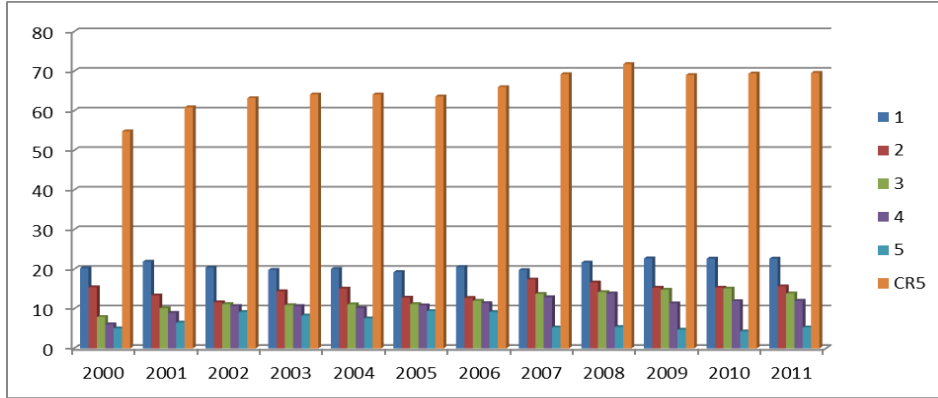
Şekil 4. B Tipi Fon Piyasasında HHE Değerleri

Çalışmada HHE'nin yanında yoğunlaşmaya farklı bir açıdan bakmak üzere hem tüm menkul kıymet yatırım fonları için hem de A-tipi ve B-tipi menkul kıymet yatırım fonları için ayrı ayrı yoğunlaşma oranları (CR4 ve CR5), yani en büyük paya sahip ilk 4 ve 5 şirketin piyasa payları, hesaplanmış ve Tablo 3 ve Şekil 5'te sunulmuştur. Yoğunlaşma oranı olarak ise fonların toplam değerinin, piyasa toplam değerine oranlanmasıyla elde edilen piyasa payı olarak alınmıştır.

Tablo 3. Sektördeki En Büyük Beş Şirketin Pazar Payları (Tüm Fonlar İçin)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	20,2	21,8	20,4	19,8	20,0	19,2	20,5	19,8	21,6	22,7	22,	22,6
2	15,4	13,3	11,6	14,4	15,1	12,8	12,7	17,4	16,6	15,3	15,3	15,6
3	7,9	10,1	11,2	10,9	11,1	11,2	12,0	13,7	14,2	14,8	15,1	13,8
4	6,0	8,9	10,7	10,6	10,1	10,8	11,4	12,9	13,8	11,4	11,9	12,0
5	5,0	6,5	9,2	8,3	7,5	9,4	9,1	5,3	5,3	4,7	4,2	5,3
CR5	54,5	60,6	63,1	64	63,8	63,4	65,7	69,1	71,5	68,9	68,5	69,3

Tablo 3 ve Şekil 5'e bakıldığında, sektördeki en büyük pazar payına sahip ilk 5 şirketin yoğunlaşma oranlarının yıllar itibariyle artma eğiliminde olduğu görülmektedir. Yoğunlaşma oranı en yüksek düzeyde 2008 yılında gerçekleşmiştir. HHE'nin de 2008 yılında en yüksek düzeyde olması bu bulguyu desteklemektedir. Tablo incelendiğinde, en büyük pazar payına sahip üçüncü ve dördüncü şirketlerin 11 yıl içerisinde pazar paylarını yaklaşık iki katına çıkardığı ve bu sebeple yoğun bir rekabetin yaşandığı göze çarpmaktadır. Sektördeki ilk beş şirketin kendi aralarındaki rekabet düzeyi iyi olsa da, bu şirketlerin pazarda %60-%70 gibi yüksek oranda pay sahibi olmaları pazarın geneli açısından yoğunlaşmanın yüksek olduğuna ve rekabetin düşük düzeyde gerçekleştiğine işaret etmektedir.

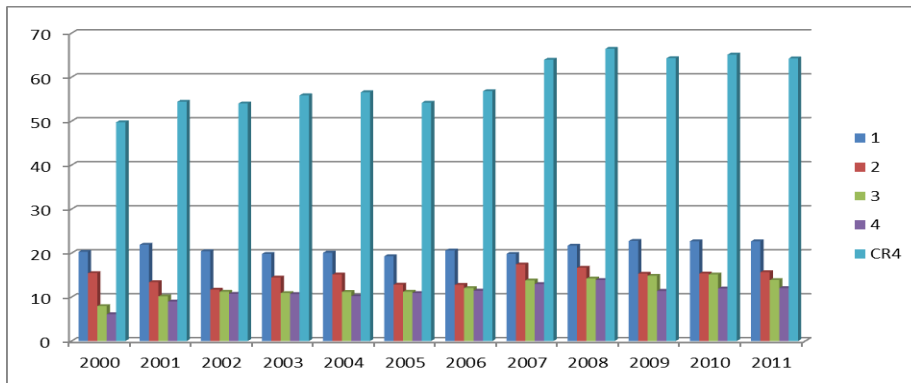


Şekil 5. Tüm Fonlar İçin En Büyük Beş Şirketin Pazar Payları

Tablo 4 ve Şekil 6'da tüm fonlar için en büyük dört şirketin pazar payları sunulmuştur. Tabloya bakıldığında, ilk dört şirketin pazar paylarının ilk beş şirketin paylarına yakın olduğu dikkati çekmektedir. Bunun sebebi Tablo 3'e bakıldığında beşinci sıradaki firmanın pazar payının diğerleriyle karşılaştırıldığında çok düşük olmasıdır.

Tablo 4. Tüm Fonlar İçin En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	20,2	21,8	20,4	19,8	20,0	19,2	20,5	19,8	21,6	22,7	22,6	22,6
2	15,4	13,3	11,6	14,4	15,1	12,8	12,7	17,4	16,6	15,3	15,3	15,6
3	7,93	10,1	11,2	10,9	11,1	11,2	12,0	13,7	14,2	14,8	15,1	13,8
4	6,0	8,96	10,7	10,6	10,1	10,8	11,4	12,9	13,8	11,4	11,9	12,0
CR4	49,5	54,1	53,9	55,7	56,3	54	56,6	63,8	66,2	64,2	64,9	64

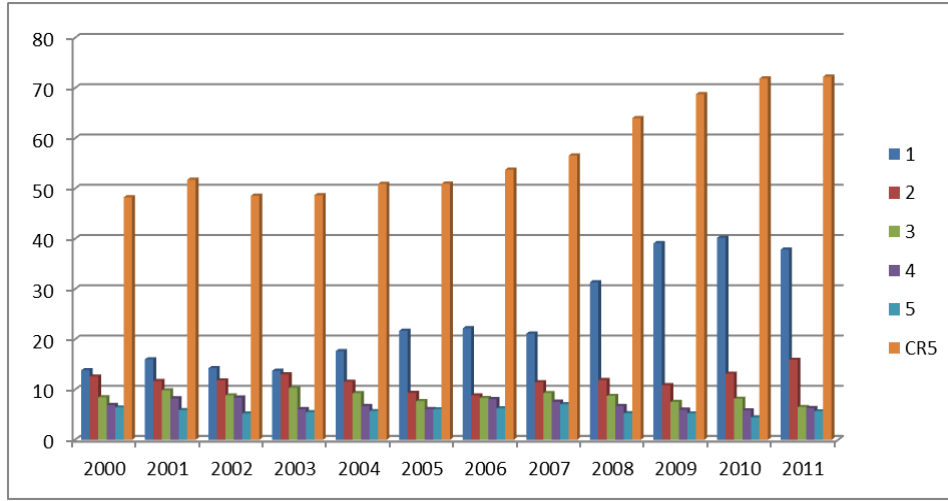


Şekil 6. Tüm Fonlar İçin En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları

A tipi fonlar için en büyük beş şirketin pazar payları Tablo 5 ve Şekil 7'de gösterilmiştir. Tablo incelendiğinde pazar paylarının 11 yıl içerisinde gittikçe arttığı görülmektedir. İlk beş şirketin pazar payı en yüksek düzeyde 2011 yılında %72 oranında gerçekleşmiştir. Tabloda dikkati çeken en önemli durum, birinci şirketin pazar payını yıllar itibariyle olağanüstü bir şekilde yaklaşık üç kat artırmış olmasıdır. Bu tespit, A tipi fon piyasasına yönelik olarak hesaplanan HHE'nin 2008 yılından sonra neden 1800 sınırını aşarak piyasanın oligopol rekabet piyasası haline geldiğini anlamamızı kolaylaştırmaktadır.

Tablo 5. A Tipi Fonlar İçin En Büyük Beş Şirketin Pazar Payları

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	13,8	16,0	14,2	13,7	17,6	21,7	22,2	21,1	31,3	39,1	40,2	37,8
2	12,5	11,7	11,8	13,0	11,5	9,3	8,8	11,4	11,8	10,8	13,1	15,9
3	8,4	9,8	8,8	10,3	9,2	7,7	8,3	9,3	8,7	7,5	8,1	6,4
4	6,9	8,2	8,4	6,1	6,7	6,1	8,0	7,5	6,7	5,9	5,8	6,3
5	6,4	5,9	5,24	5,4	5,7	6,08	6,2	7,07	5,2	5,2	4,4	5,6
CR5	48	51,6	48,4	48,5	50,7	50,8	53,5	56,3	63,7	68,5	71,6	72

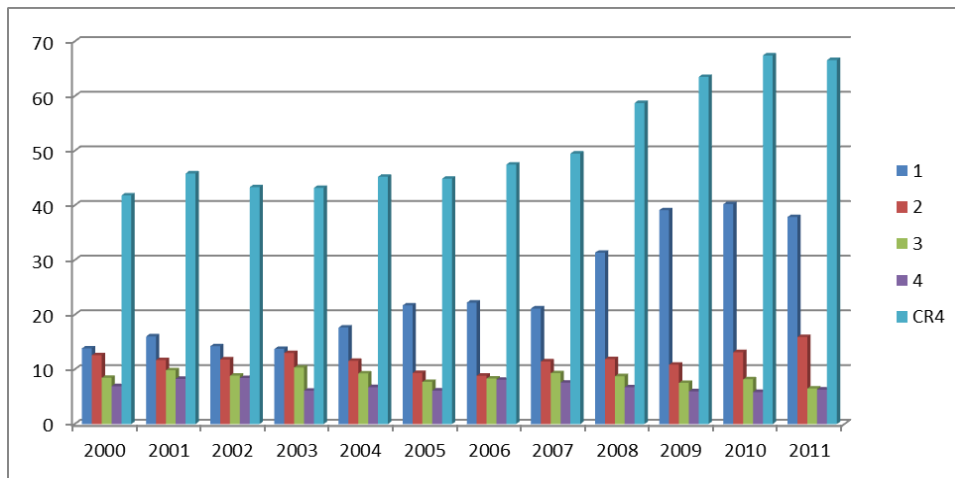


Şekil 7. A Tipi Fonlar İçin En Büyük Beş Şirketin Pazar Payları

A tipi fonların işlem gördüğü piyasaya ait ilk dört şirketin pazar payları Tablo 6 ve Şekil 8'de sunulmuştur. CR5 ile karşılaştırıldığında payları toplamının önemli düzeyde değişmediği görülmektedir. Yukarıda da açıklandığı üzere söz konusu paylarda en etkin olan şirket birinci sıradaki şirkettir.

Tablo 6. A Tipi Fonlar İçin En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	13,8	16,0	14,2	13,7	17,6	21,7	22,2	21,1	31,3	39,1	40,2	37,8
2	12,5	11,7	11,8	13,0	11,5	9,3	8,8	11,4	11,8	10,8	13,1	15,9
3	8,4	9,8	8,8	10,3	9,2	7,7	8,32	9,3	8,7	7,5	8,1	6,4
4	6,9	8,2	8,4	6,1	6,7	6,1	8,09	7,5	6,7	5,9	5,8	6,3
CR4	41,6	45,7	43,2	43,1	45	44,8	47,4	49,3	58,5	63,3	67,2	66,4

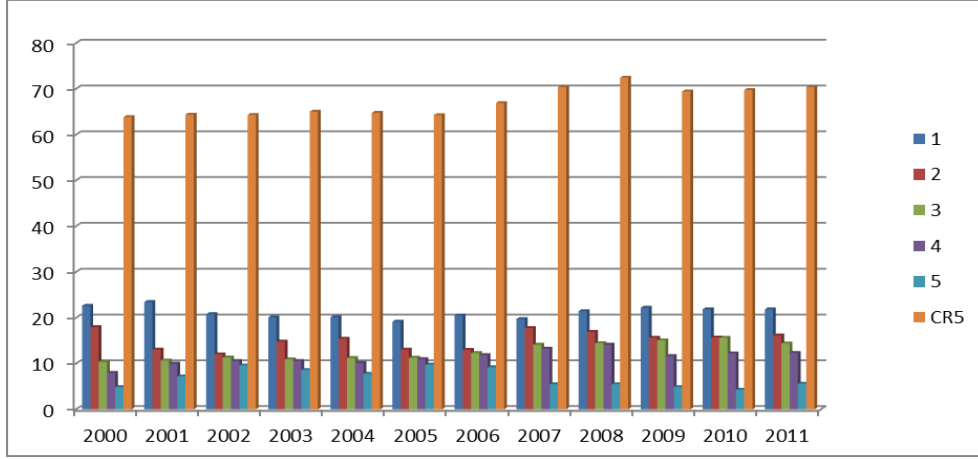


Şekil 8. A Tipi Fonlar İçin En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları

B tipi fonlar için en büyük beş şirketin Pazar payları Tablo 7 ve Şekil 9'da gösterilmiştir. Tablo incelendiğinde ilk şirketin pazar payını yıllar itibariyle koruduğu, diğer şirketlerin ise yüksek oranda olmasa da paylarında dalgalanmalar olduğu görülmektedir. A tipi fonlarla karşılaştırıldığında, B tipi fon piyasasının nispeten daha rekabetçi olduğu da ifade edilebilir.

Tablo 7. B Tipi Fonlar İçin En Büyük Beş Şirketin Pazar Payları

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	22,6	23,4	20,8	20,0	20,1	19,1	20,5	19,7	21,4	22,1	21,8	21,8
2	17,9	13,0	12,0	14,8	15,4	13,0	13,0	17,7	16,9	15,6	15,6	16,1
3	10,3	10,6	11,3	10,9	11,2	11,2	12,3	14,1	14,4	15,0	15,6	14,4
4	7,9	9,9	10,5	10,5	10,1	11,0	11,8	13,2	14,1	11,6	12,2	12,3
5	4,8	7,2	9,6	8,6	7,78	9,7	9,2	5,4	5,5	4,8	4,3	5,5
CR5	63,5	64,1	64,2	64,8	64,5	64	66,8	70,1	72,3	69,1	69,5	70,1

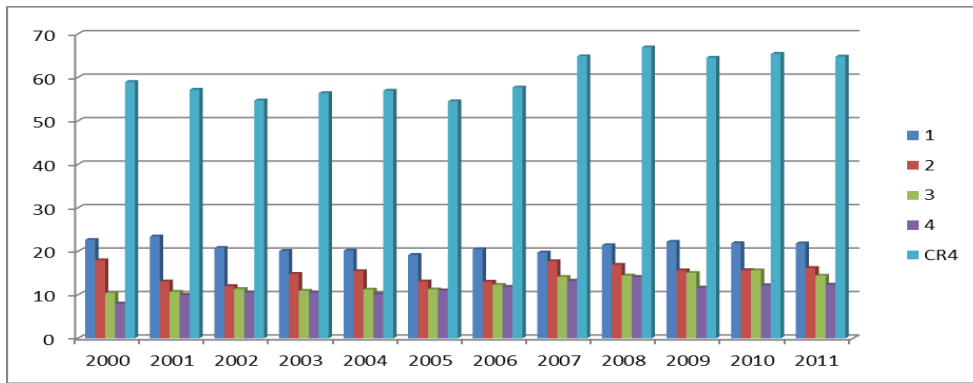


Şekil 9. B Tipi Fonlar İçin En Büyük Beş Şirketin Pazar Payları

B tipi fonların işlem gördüğü piyasaya ait ilk dört şirketin pazar payları Tablo 8 ve Şekil 10'da sunulmuştur. Söz konusu piyasaya ait veriler pazar payının yarısından daha fazlasının ilk dört şirketin elinde olduğunu göstermektedir.

Tablo 8. B Tipi Fonlar İçin En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	22,6	23,4	20,8	20,0	20,1	19,1	20,5	19,7	21,4	22,1	21,8	21,8
2	17,9	13,0	12,0	14,8	15,4	13,0	13,0	17,7	16,9	15,6	15,6	16,1
3	10,3	10,6	11,3	10,9	11,2	11,2	12,3	14,1	14,4	15,0	15,6	14,4
4	7,9	9,9	10,5	10,5	10,1	11,0	11,8	13,2	14,1	11,6	12,2	12,3
CR4	58,7	56,9	54,6	56,2	56,8	54,3	57,6	64,7	66,8	64,3	65,2	64,6



Şekil 10. B Tipi Fonlar İçin En Büyük Dört Şirketin Pazar Payları

Kısaca, 2000-2011 dönemi A tipi fon piyasası için hesaplanan HHE sonuçlarına bakıldığında, piyasanın 2000 yılından 2008 yılına kadar rekabetçi bir yapıda olduğu, ancak 2008 ve sonrasında oligopol piyasaya yapısına dönüştüğü tespit edilmiştir. A tipi fon piyasasında en büyük beş şirketin yoğunlaşma oranlarına (CR5) bakıldığında, 2000 yılında %48 olan oranın 2011 yılı itibariyle %72'ye yükseldiği görülmektedir. En büyük dört şirketin yoğunlaşma oranları (CR4) da 2000 yılında %41,6'dan 2011 yılında % 66,4'e yükselmiştir.

2000-2011 dönemi B tipi fon piyasası için hesaplanan HHE sonuçlarına bakıldığında, incelenen dönem için genel olarak piyasanın monopolcü rekabet yapısında olduğu gözlenmektedir. B tipi fon piyasasında en büyük beş şirketin yoğunlaşma oranlarına (CR5) bakıldığında, 2000 yılında %63,5 olan oranın 2011 yılı itibariyle %70,1'e yükseldiği görülmektedir. En büyük dört şirketin yoğunlaşma oranları (CR4) da 2000 yılında %58,7'den 2011 yılında % 64,6'ya yükselmiştir.

2000-2011 dönemi tüm menkul kıymet yatırım fonları için hesaplanan HHE sonuçlarına bakıldığında ise incelenen dönem için piyasanın monopolcü rekabet yapısında olduğu gözlenmektedir. Tüm menkul kıymet yatırım fonu piyasasında en büyük beş şirketin yoğunlaşma oranlarına (CR5) bakıldığında, 2000 yılında %54,5 olan oranın 2011 yılı itibariyle %69,3'e yükseldiği görülmektedir. En büyük dört şirketin yoğunlaşma oranları (CR4) de 2000 yılında %49,5'dan 2011 yılında % 64'e yükselmiştir. Tüm menkul kıymet yatırım fonları için sektördeki ilk dört (CR4) ve ilk beş (CR5) şirketin kendi aralarındaki rekabet düzeyi iyi olsa da, bu şirketlerin pazarda %50'nin üzerinde yüksek oranda pay sahibi olmaları pazarın geneli açısından yoğunlaşmanın yüksek olduğuna ve rekabetin düşük düzeyde gerçekleştiğine işaret etmektedir.

V. Sonuç

Menkul kıymet yatırım fonlarının geçmişi Amerika ve Avrupa ülkelerinde eskiye dayanmasına rağmen ülkemizde 1986 yılından sonra oluşmaya başlamış ve oldukça büyük ilgi görmüştür. Özellikle hangi menkul kıymetlere ne miktarda yatırım yapması gerektiği konusunda yeterli bilgiye sahip olmayan tasarruf sahibi ekonomik birimler, yatırım fonları sayesinde tasarruflarını daha kârlı bir şekilde değerlendirme imkânı bulmuşlardır. Madalyonun öteki yüzüne bakıldığında, ülkelerin ekonomik büyümelerine katkı sağlama anlamında tasarrufların ekonomiye kazandırılması özellikle ülkemiz gibi gelişmekte olan bir ülke için önem arz etmektedir.

Tasarruf sahiplerinin menkul kıymet yatırım fonları piyasalarında birikimlerini en iyi şekilde değerlendirebilmeleri ise piyasadaki rekabet durumuyla doğrudan ilişkilidir. Bu çalışmada, Türkiye'deki menkul kıymet yatırım fonları piyasasında rekabetin ölçülmesi amaçlanmıştır. Çalışmada, piyasadaki yoğunlaşmanın ölçülmesine yönelik olarak literatürde en çok kullanılan yöntemlerden Herfindal-Hirshman endeksi ve yoğunlaşma

oranlarından faydalanılarak A tipi fonlar, B tipi fonlar ve tüm menkul kıymet yatırım fonları piyasalarındaki rekabet durumu Sermaye Piyasası Kurumu'ndan elde edilen veri setleri düzenlenerek 2000-2011 dönemi için irdelenmiştir.

Sonuç olarak, Türkiye'de menkul kıymet yatırım fon piyasasında Tüm menkul kıymet yatırım fonları ve B Tipi menkul kıymet yatırım fonları için rekabet durumunun genel olarak monopolcü rekabet yapısında olduğu görülmüştür. A Tipi menkul kıymet yatırım fonlarında ise 2007 yılına kadar rekabetçi bir piyasa durumu hâkimken, 2007 yılından sonra piyasada rekabetin ciddi anlamda düştüğü ve piyasanın önce monopolcü rekabet yapısına, sonrasında ise oligopolcü bir yapıya dönüştüğü gözlenmiştir. Genel olarak bakıldığında ise 2008 yılından sonra piyasalarda rekabeti azaltan bir yapının oluştuğu görülmüştür. Bu yapının kırılarak söz konusu piyasalarda rekabetin artırılması, hem yatırımcılar açısından hem de ülke ekonomisine kazandırılacak tasarruflar açısından önem taşımaktadır. Aynı faaliyet dalındaki firmaların kurumsal birliklilikleri rekabet açısından kötü algılansa bile, kanaatimizce bu piyasalardaki küçük şirketler arasında oluşabilecek yatay yoğunlaşmalar rekabeti bir nebze de olsa artıracak ve böylelikle piyasaların fonksiyonlarını daha iyi yerine getirmeleri sağlayabilecektir.

Kaynaklar

- Aamir, M., Qayyum, A., Nasir, A., Hussain, S., Butt, S.(2011) "Closed-Ended Mutual Fund And Stock Market Growth: A Study of KSE Pakistan" *European Journal of Social Science*, Vol. 24, Issue 1, ss.64-70.
- Alper, D.ve Ertan, Y. (2008) "Yatırım Fonu Seçim Kararlarında Çerçeveleme Etkisi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 37, ss.174-184.
- Arslan, M.ve Arslan, S. (2010) "Yatırım Fonu Performans Ölçütleri, Regresyon Analizleri ve Manova Yöntemine Göre A, B ve Borsa Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Analizi", *İşletme Araştırmaları Dergisi*, Vol. 2 Issue 2,ss.320.
- Bertin, W.J. ve Prather, L. (2009) "Management Structure and The Performance of Funds of Mutual Funds", *Journal of Business Research*, 62(12),ss.1364-1369.
- Bollen, N. P. B.ve Busse, J. A. (2001) "On The Timing Ability of Mutual Fund Managers", *Journal of Finance*, Vol. 56 Issue 3, ss.1075-1094.
- Busse, J. A (1999) "Volatility Timing in Mutual Funds: Evidence From Daily Returns", *Review of Financial Studies*, Vol. 12 Issue 5,ss.1009-1041.
- Çağlar, E. (2006) "Türkiye'de Yerelleşme ve Rekabet Gücü: Kümelenmeye Dayalı Politikalar ve Organize Sanayi Bölgeleri", *Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı*, ss.305-316.
- Davis, G. F.ve Kim, E. H. (2007) "Business Ties and Proxy Voting by Mutual funds", *Journal of Financial Economics*, Volume 85, Issue 2, ss.552-570.

- Elton, E. J., Gruber, M. J., Blake, C. R.(2003) "Incentive Fees and Mutual Funds", *Journal Of Finance*, Vol. 58 Issue 2, ss.779-804.
- Ferruz, L. ve Muñoz, F., M. (2012) "Managerial Abilities: Evidence From Religious Mutual Fund Managers", *Journal of Business Ethics*, Vol. 105 Issue 4, ss.503-517.
- Gerani, M. ve Zanotti,G. (2005) "Can mutual funds characteristics explain fees?", *Journal of Multinational Financial Management*, Volume 15, Issues 4–5, ss.354–376.
- Kahraman, D. (2006) "Menkul Kıymet Yatırım Fonları Performansının Hayatta Kalana Bağlı Yanlılığı: Gelişmekte Olan Piyasa Fonlarında Türlerle Göre İnceleme", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C.VIII, s.176.
- Keswani, A. ve Stolin, D. (2006) "Mutual Fund Performance Persistence And Competition: A Cross-Sector Analysis",*The Journal Of Financial Research*, Vol. XXIX, No.3,ss.349–366.
- Khurshid; R. S.M.Z. ve Singh G.P. (2009) "Levels and Trends of Competition Among the Mutual Funds in India", *Research Journal of Business Management*, 3(2),ss.47-67,ISSN 1819-1932.
- Kont, Bayram; (2001); Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları; *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*; No:16 (Online), 1-15.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2007) "Türkiye’deki Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümü ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yeteneği", *Akdeniz Üniversitesi İ.İ.BF. Dergisi* (14),ss.66-93.
- Lee, C. M. C., Shleifer, A.T., Richard, H. (1990) "Anomalies: Closed-End Mutual Funds" , *Journal of Economic Perspectives*, 4(4), ss.153-164.
- Mahoney, P. G. (2004) "Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18 Issue 2, ss.161-182.
- Ruckman, K.(2003) "Expense Ratios of North American Mutual Funds", *Journal of Economics*, Vol. 36 Issue 1, ss.192-223.
- Sarıtaş, H. (2005) " Yatırım Fonu Karakteristiklerinin Getiri Üzerindeki Etkisi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, ss.169-175.
- Uysal, E., Özütürk, B. (2005) "Türk Menkul kıymet Yatırım Fonlarında Yoğunlaşma", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 47. Seri,s.273-285.
- Woerheide, W. (1982) "Investor Response to Suggested Criteria for the Selection of Mutual Funds", *Journal Of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 17 Issue 1, ss.129-137.
- Yağcılar, G. G. (2011). Türk Bankacılık Sektörünün Rekabet Yapısının Analizi, Ankara: BDDK Kitapları.
- Yazıcı, T. (2013) "Medya Mülkiyetine İlişkin Düzenlemeler Ve Dünyadaki Örnekler Bağlamında Türkiye İçin Bir Medya Mülkiyeti Modeli Önerisi", *Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İletişim Bilimleri, Doktora Tezi*, İstanbul.

Yıldız, A. (2006) “Yatırım Fonları Performanslarının Veri Zarflama Analizi Yöntemiyle Değerlendirilmesi”, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 61(2), ss.211-234.

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=78&fn=78.pdf>.

http://www.tkyd.org.tr/t/yatirim_fonlari_k.aspx.

<http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=465&submenuheader=0>.