



Önkal, Dilek vd. (2020). "Emeklilik Fon Yöneticilerinin Yatırım İnançları Üzerine Yazın Taraması". *Uludağ Üniversitesi Fen-Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 21, S. 38, s. 223-256.

DOI: 10.21550/sosbilder.581000

**Araştırma Makalesi**

## EMEKLİLİK FON YÖNETİCİLERİNİN YATIRIM İNANÇLARI ÜZERİNE YAZIN TARAMASI

Dilek ÖNKAL\*

Magnus JANSSON\*\*

Filiz ERYILMAZ\*\*\*

Doron SONSINO\*\*\*\*

**Gönderim Tarihi:** Haziran 2019

**Kabul Tarihi:** Aralık 2019

### ÖZET

*Son yıllarda emeklilik fonlarının yönetimine ilişkin yaklaşımda büyük bir değişim yaşanmaktadır. Yaşanan bu değişimin emeklilik fonlarının işletme modellerini ve yatırım işlevlerini nasıl tasarlamaları gerektiği konusunda derin etkileri olmuştur. Bu noktada emeklilik fonlarının sermaye piyasalarının işleyişini nasıl algıladığı ve emeklilik fonu kuruluşlarının bu görüşleri ile müşterilerine nasıl bir değer katabilecekleri konusunda yatırım inaçlarını formüle etmeleri gerektiği anlaşılmıştır. Yatırım inaçları temelde bir emeklilik fonunun gelecekteki performansını etkileyen yatırım felsefesi ve yatırım sürecindeki stratejik seçimlerini ele almaktadır. Bir diğer deyişle emeklilik kurumunun temel hedeflerinin ne olduğunu ve söz konusu temel hedeflere nasıl ulaşmayı hedeflediklerini göstermektedir. Bu bağlamda bu çalışmada ilk olarak emeklilik fonlarına ait yatırım inaçlarının neler olduğu ele alınacak ve*

\* Prof. Dr., İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme Bölümü, [onkal@bilkent.edu.tr](mailto:onkal@bilkent.edu.tr)

\*\* Dr., Göteborg Üniversitesi Göteborg Araştırma Enstitüsü, [magnus.jansson@gri.gu.se](mailto:magnus.jansson@gri.gu.se)

\*\*\* Dr. Öğr. Üyesi, Bursa Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü, [filizgaygusuz@gmail.com](mailto:filizgaygusuz@gmail.com)

\*\*\*\* Prof. Dr., Negev Ben-Gurion Üniversitesi İnsan ve Toplum Bilimleri Fakültesi İktisat Bölümü, [sonsinod@post.bgu.ac.il](mailto:sonsinod@post.bgu.ac.il)

ardından konu ile ilgili yapılan ampirik çalışmalara yer verilerek bu konuda gelecek çalışmalara önerilerde bulunulacaktır.

**Anahtar Kelimeler:** yatırım inançları, yatırım felsefesi, emeklilik kurumları, sermaye piyasaları, finansal piyasalar

## The Literature Review on Investment Beliefs of Pension Fund Managers

### ABSTRACT

*There has been a major change in the pension fund management approaches in recent years. This change had profound effects on how pension funds should design business models and investment functions. Thus, the perception of the pension funds about the capital market functions and how pension fund organizations should formulate their investment beliefs about adding value to their customers were prioritized. Investment beliefs mainly address the investment philosophy and strategic choices in investments that affect the future performance of a pension fund. In other words, they demonstrate what the main objectives of the pension fund are and how they aim to achieve these main objectives. Thus, the present study will initially discuss the theoretical meaning of pension fund investment beliefs, empirical studies on the topic will be reviewed, and recommendations for future studies will be presented.*

**Key words:** investment beliefs, investment philosophy, pension funds, capital markets, financial markets

### Giriş

1990'lı yıllarda küresel finans piyasaları emeklilik fonları mütevellî heyeti ve yatırımcıları için son derece elverişli olmasına rağmen 2001 yılından bu yana oldukça dalgalı bir seyir izlemektedir (Koedjik vd. 2010: 2). Son yıllarda global hisse senedi piyasalarında hızlı bir düşüş ve bu düşüş sonrasında hala belirsizliğini koruyan toparlanma sonrasında, emeklilik fonu piyasalarında hayatta kalabilme daha da zorlaşarak (Koedjik ve Slager 2007: 3) emeklilik fonlarının yatırım süreci tasarımına *stratejik yönetim yaklaşımı* giderek aciliyet

kazanmıştır<sup>1</sup>. Bu gelişmeler sonucunda emeklilik fonları da var olan iş modellerine eleştirel bakmaktan kaçınmamışlar ve statik inançlar tarafından desteklenen statik yatırım politikalarını sorgulamaya başlamışlardır (Koedjik ve Slager 2009: 12). Bir diğer deyişle giderek karmaşık hale gelen dinamik piyasalarda politika karışımlarının daha büyük bir dinamizme ihtiyaç duyduğunun kabul edilmesiyle birlikte (Gray 2009: 8) getiri dağılımlarının en azından kısmen öngörülebilir olduğu ve proaktif bilgilendirilmiş yatırımcının eylemleriyle yatırım sonuçlarını olumlu bir şekilde etkileyebilecekleri konusunda artan bir kabul ortaya çıkmıştır. Bu nedenle son dönemde yaşanan dönüşümler emeklilik fonlarının işletme modellerini ve yatırım işlevlerini nasıl tasarlamaları gerektiği konusunda derin etkilere neden olmuştur.

Yukarıda bahsedilen son gelişmelerle birlikte emeklilik fonları kurumsal varlık yönetimi endüstrisine ait iş modelleri ile ilgili bazı temel soruların yanıtlanması gerekmektedir. Bunun yapılabilmesi için stratejik yönetim bağlamında çerçevelenmiş olan emeklilik fonu değer önerisine odaklanılmalı ve müşteriye sermaye piyasalarında değer katabilmek için neler yapılması gerektiği araştırılmalıdır. Bilinmektedir ki iyi bir emeklilik fonu kurumunun sadece iyi bir organizasyona, iyi bir personele ve iyi tanımlanmış gizli bir misyona sahip olması yeterli değildir. Emeklilik fonlarının aynı zamanda sermaye piyasasının işleyişini nasıl algıladıkları ve bu görüşleri ile müşterilerine nasıl bir

---

<sup>1</sup> Söz konusu gelişmeler sonucunda Clark ve Urwin (2007) ve Ambachtsheer (1998 ve 2007) gibi yazarlar, emeklilik fon endüstrisi için stratejik yönetim yaklaşımına inandırıcı argümanlarla öncülük ettiler (Koedjik ve Slager 2009: 12). Onların çalışmalarına öncülük eden temel önerme yatırım kararlarının sonuçlarının inançlara gerçekler kadar bağlı olduğudur. Hatta öyle ki inanç sahipleri bir inanca dayalı hareket ettiğinin çoğu zaman farkında bile değildirler. Çünkü inançlar her zaman bilinçli değildir. Ayrıca birikmiş tecrübelerimizin çoğu inançlarımıza önemli katkıda bulunmaktadır (Minahan 2008: 3).

değer katabilecekleri konusundaki yatırım inançlarını formüle etmeleri de gerekmektedir (Koedjik ve Slager 2007: 3).

## 1. Yatırım İnançları

Yatırım teorisi ve uygulamasının son yıllarda inanılmaz bir büyüme göstermesine rağmen hala sermaye piyasalarını nasıl gördüğümüz ve söz konusu görüşümüzün yatırım amaçları için nasıl uygulanacağı hakkında tarafsız bir çerçeve bulunmamaktadır. Yatırım inançları bu gerçeklerden yola çıkarak genellikle piyasa katılımcılarının sermaye piyasalarındaki tecrübelerinden nasıl öğrendikleri veya öğrenemedikleri konusunda bir görüşe sahiptir (Koedjik ve Slager 2007: 4). Bu bağlamda yatırım inançları bir emeklilik fonunun gelecekteki performansını etkileyen yatırım felsefesi ve yatırım sürecindeki stratejik seçimlerini ele almaktadır (Koedjik vd. 2010: 1). Yatırım politikasının gelişimine kritik bir girdi oluşturması açısından önemli bir yönetim konusu olarak kabul edilen yatırım inançları bir organizasyonun hem misyonuna ulaşmasında ve hem de etkili kararlar almasında önemli bir inanç kümesi olarak kabul edilir (Slager ve Koedjik 2007: 79; Gray 2009: 10). Bir başka tanımlamaya göre yatırım inançları, getiri yaratmanın sürücülerini, riskin çok boyutlu doğasını, risk ile getiri arasındaki dinamik senaryoya bağlı değiş tokuşu, sonuçlarla ilgili beklentileri, davranışları ve diğerlerinin beklentilerini dikkate alan yatırımların kritik yönleri ile ilgili iddialar olarak karşımıza çıkar (Gray 2009: 7). Bu özellikleri gereği emeklilik fonlarının yayınladığı yatırım inançları ne bir misyon beyanı ne de bir yatırım politikası bildirisidir. Aksine yatırım inançları kurumun temel hedeflerinin ne olduğunu ve söz konusu temel hedeflere nasıl ulaşmayı hedeflediklerini göstermektedir. Bir diğer deyişle emeklilik fonlarının yatırım inançları beyanları, üst düzey hedefler ile pratik karar alma arasında bir köprü görevi görmektedir (IRI 2011: 4).

Emeklilik fonu yönetimi açısından hangi stratejik yatırım tercihlerinin neden yapıldığını araştırmak oldukça mantıklıdır. Söz konusu bu yatırım tercihleri aslında onların yatırım inançlarıdır ve finansal piyasaların nasıl görüldüğü ve bir emeklilik fonu kurumu için en iyi nelerin çalıştığını anlatan varsayımlar olarak kabul edilir (Koedjik vd. 2010: 26). Emeklilik fonu yöneticileri müşterileri için seçtikleri ürünler hakkında daha az endişelenmeli ve yatırım inançlarını doğru bir şekilde elde etmenin daha fazla üzerinde durmalıdırlar (Slager ve Koedjik 2007: 77). Uygulanabilir bir yatırım inancı için menkul kıymetlerin ve varlıkların yanlış fiyatlandırmasının ne olduğu ve fon yöneticilerinin bu yanlış fiyatlandırmaları nasıl tespit edebileceğini ve elde ettiği bu bilgileri nasıl kullanabileceği konusunda net bir görüşe sahip olması gerekmektedir (Koedjik ve Slager 2007: 4).

Peki, emeklilik fonları piyasasında yatırım inançları neden formüle edilmelidir? İlk olarak yatırım süreçlerinde emeklilik fonları için oldukça önemli olan ve ekonomi ve finansın zor tahmin modelleri tarafından yakalanamayan yatırım inançları (Koedjik vd. 2010: 12) değer yaratan yatırımlar için bağlam oluşturmaktadırlar (Koedjik ve Slager 2011: 11; Syed 2017: 3). Çünkü yönetim açığını azaltan önemli bir yönetim aracı olmalarından dolayı yatırım politikalarının geliştirilmesinde yaşamsal bir öneme sahiptirler (Koedjik ve Slager 2007: 3). Bu nedenle yönetim perspektifinden bakıldığında örgütün misyonu ve çerçevesi içine gömülü olması gereken yatırım inançlarının (Slager ve Koedjik 2007: 79) hem mükellefler hem de yatırım uzmanları tarafından açık, belgelenmiş, paylaşılmış ve anlaşılabilir olması gerekmekte ve aynı zamanda çalışanlarına organizasyonun katma değeri konusunda da iyi bir anlayış sağlamaları gerekmektedir (Slager ve Koedjik 2007: 79). Çünkü yatırım inançları genellikle yatırım kararlarında veya stratejisinde örtülüdür ve açıkça belirtilmesi

pek yaygın değildir<sup>2</sup>. İkinci olarak yatırım inançları sayesinde müteveli heyetleri yatırım süreçlerini kontrol altında tutarak karşılaştıkları seçimlerden ve aldıkları kararların sonuçlarından haberdar olabilirler (Koedjik ve Slager 2007: 3). Bunun yanı sıra emeklilik fonları yatırım inançlarını, müteveli heyetleri ve yatırımcılar arasında asil-vekil probleminde kaynaklanan potansiyel bilgi ile ilgili sorunları hafifletmek için etkin bir karar verme aracı olarak da kullanabilirler (Slager ve Koedjik 2007: 78). Bu bağlamda özellikle son dönemde yapılan çalışmalar yatırım inançlarının çıkar çatışmalarını azaltarak paydaş yönetimini<sup>3</sup> iyileştirip iyileştirmeyeceğini ve kurumun en iyi uygulamalar için yönergeler oluşturarak uyum ve yenilik yapma kabiliyetini artırıp artırmadığıyla ilgilenmektedir (Koedjik vd. 2010: 3-26). Yatırım inançları çıkar çatışmalarının uyumlaştırılmasının yanı sıra bir organizasyonun yenilikçi uyarlanabilirliğini de geliştirir ve örgüt içindeki olumsuz sürüler davranış kalıplarının önlenmesine de yardımcı olurlar. Bir diğer görüşe göre de emeklilik fonu için yatırım inançları yatırım uzmanları, yönetim ve müteveli heyet arasında paylaşılan bir anlayışı temsil ettiğinden, yatırım inançlarının formüle edilmesi kurum içindeki izleme maliyetlerini<sup>4</sup> düşürmek için etkin bir araç olarak da kabul edilmektedir (Slager ve Koedjik 2007: 78). Öte yandan yatırım inançlarının formüle edilmesinin etkinliği hem küçük hem de büyük emeklilik fonlarına fayda sağlar. Küçük emeklilik fonları stratejik

---

<sup>2</sup> Gray'e (2009) göre yatırım inançlarının etkinliği resmi ifadelerin altında gizlenmiş olan daha derin birbirleriyle ilişkili inançları keşfederek artırılabilir. Bunlara piyasalar, insanlar, örgütler, toplum ve etik hakkında hepimizin sahip olduğu gizli inançlar da dâhildir (Gray 2009: 10).

<sup>3</sup> Paydaş yönetimi, bir organizasyon içindeki menfaat sahiplerinin çıkarlarını uyumlu hale getirmek, böylece acentelik maliyetlerini en aza indirmektir (Slager ve Koedjik 2007: 78).

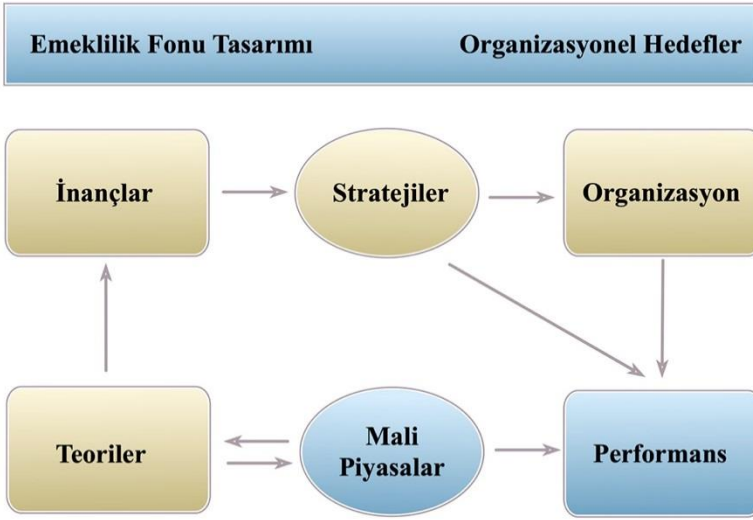
<sup>4</sup> İzleme maliyetleri, ana ortağın (pay sahipleri) bir temsilcinin davranışını ölçmesi, gözlemlemesi ve kontrol etmesi için harcadığı harcamalardır (Slager ve Koedjik 2007: 78).

seçimlerinde daha yüksek hata payına sahiptirler. Büyük emeklilik fonlarının ise maliyetlerle ilgili endişesi daha az fakat emeklilik fonu dağıtım organizasyonunun teşvikleriyle ilgili kaygıları ise daha fazladır. Buradan da anlaşılacağı gibi boyut, emeklilik fonunun hedeflerinden farklı olabilecek teşvikler üretebilir. Tam da bu noktada yatırım inançları hem küçük hem de büyük emeklilik şirketleri için bu potansiyel çatışmaları önlemeye yardımcı olur. Özetle yatırım inançları aktif ve pasif yönetiminden, yatırım portföyüne yenilikçi stratejilerin yerleştirilmesine kadar geniş bir yelpazede yatırım yönetimi konusundaki büyük tartışmaları da beraberinde getirmektedir (Koedjik vd. 2010: 3-26).

Yatırım inançları sadece emeklilik fonları için değil aynı zamanda piyasadaki diğer karar alıcılar için bir hayli önemlidir. Çünkü açık ve belirlenmiş yatırım inançları karar vericilere yatırım stratejilerini geliştirme, yürütme ve izleme konularında rehberlik ederek iyi yönetişime yardımcı olur. Özellikle güçlü yatırım inançları bilgi akışını sağlayarak iletişimin kolaylaşmasını sağlar ve bu sayede yatırımcıların hangi bilgilerin önemli ve ilginç, hangilerinin önemsiz ve yararsız olduklarını ayırt etmelerinde büyük kolaylık sağlarlar. Bu sayede yatırım inançları iyi uygulamaların kurumsallaştırılmasına da yardımcı olurlar. Açık inançlar, açık mantık ve sağlam araştırma kombinasyonlarıyla doğrulanabilir oldukları için rasyonel olmalıdırlar. Çünkü bu tür açık inançlar değer yaratan yatırım kararları ve uygulamaları için güçlü birer kılavuz görevi görürler. Farklı yatırım inançları ise bir taraftan rekabeti teşvik edip doğruladıkları bir taraftan da bireysel ve örgütsel davranış zayıflıklarına karşı değerli bir savunma oluşturmalarından dolayı önemlidirler. Öte yandan iyi savunulmuş ve tartışılmış yatırım inançları bireylerin mantıksız ve bencil karar alma riskini azaltmaya da yardımcı olur. Tüm bu olumlu özelliklerinin yanı sıra yatırım inançlarının dikkate alınması gereken bir takım olumsuz yönleri olabilir. Örneğin siyasi ve etik ilkeler gibi dar kapsamlı yatırım

inançları aşırı derecede kuralcı olabilirler. Yine piyasalardaki değişikliklerle birlikte hiçbir değişime uğramayan inançlarının da kemikleşmiş katı dogmalardan bir farkları yoktur. Örneğin son yaşanan global kriz var olan yatırım inançlarını yeniden değerlendirmek ve arkasındaki gizli inançları ortaya çıkarmak için nadir bulunan bir fırsat sunmuştur. Ayrıca yatırım inançlarının değişim sürecinde kurumlara ait yatırım felsefesi bağımsız bir analiz aracı olarak önemli bir role sahip olmalıdır (Gray 2009: 7-10).

Şekil 1. Yatırım İnançları için Analiz Çerçevesi



Kaynak: Koedjik vd. 2010

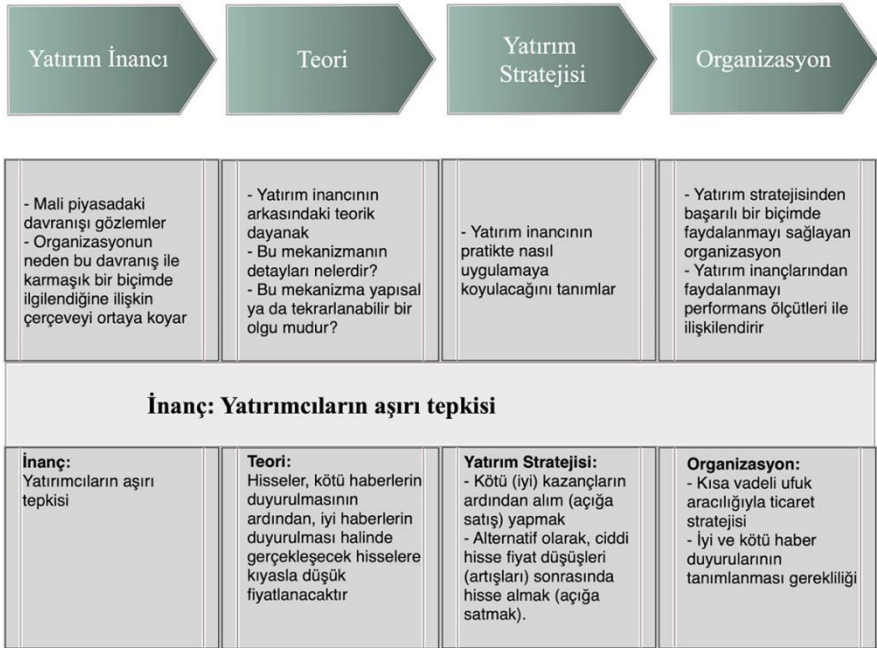
Şekil 1’de de görülebileceği gibi bir yatırım inanç sisteminin 4 ana unsuru bulunmaktadır. Bunlar temel inançlar, inançları destekleyen yatırım teorisi veya argümanları, uygulanabilir bir yatırım stratejisine dönüşümü ve organizasyonun inançları başarıyla uygulayacağı gereklilikleridir (Koedjik vd. 2010: 13). “Temel yatırım inançları” genel



olarak finansal piyasalardaki insan davranış mekanizmasının gözlemlenmesi olarak tanımlanabilir. Bu bağlamda yatırım inancı finansal piyasadaki insan davranışı üzerine “piyasanın aşırı tepkisi” gibi bir ifadedir (Koedjik ve Slager 2007: 4). Bu yönüyle inançlar genellikle insan davranışının bir şekilde yanılma payına değinir ve varlık yönetim organizasyonunun davranış mekanizmasını daha sofistike bir şekilde ele almasını ima eder. “İnanç” terimi, finansal piyasalarda objektif bir gerçek olmadığı ve yatırımcıların gözlemleri veya mekanizmaları farklı şekillerde yorumlamayı seçebileceği gerçeğini yansıtmaktadır (Koedjik vd. 2010: 13). 1950’lerdeki hızlı gelişmesinin hemen ardından 1970’li yıllarda çeşitli paradigma kaymaları yaşayan “yatırım teorisi” ise herhangi bir yatırım inancını sürdürmek için teorik bir temel olup olmadığını araştırmaktadır (Koedjik ve Slager 2011: 17). Bu bağlamda yatırım teorisi, yanlış fiyatlamaya neden olan mekanizmanın ne ile ilgili olduğunu, bunun yakın bir zamanda tekrarlanabilir bir fenomen olup olmadığı gibi konuların yanı sıra finansal piyasalarda gözlemlenebilen fakat teorik olarak gerekçelendirilemeyen mekanizma ve argümanların sermaye piyasalarında gelecekle ilgili strateji tasarlama riskine sebep olacağını da belirtir (Koedjik ve Slager 2007: 4-5). Üçüncü unsur olarak kabul edilen “yatırım stratejisi” yatırım inancının nasıl istismar edilebileceğini veya sömürülebileceğini açıklayan bir plan veya yaklaşımdır. Yatırım stratejisi yatırım kuralları, yatırım kuralları ile birlikte uygulanacak nitel ve nicel parametreler, kullanılabilir yatırım araçları ve son olarak da kurallar için geçerli olan zaman ufku gibi konularla ilgili kararları açıklar (Koedjik vd. 2010: 13-14). Son ve dördüncü unsur olan “organizasyon” ise bir kuruluşun yatırım stratejisini başarıyla kullanabilmesi için üstesinden gelmesi gereken pratik konulara gönderme yapar. Bir yatırım süreci belirtilen yatırım inançlarının kullanımını performans ölçülerine bağlar ki bu da doğrudan yatırım inancı ile ilgilidir (Koedjik ve Slager 2011: 9).

Tablo 1’de yatırım inançlarından biri olan “aşırı tepkiye” ait bir örnek yer almaktadır. Eğer Tablo 1’de yer alan inanç, teori, yatırım stratejisi ve organizasyonundan oluşan 4 aşamanın tamamı uygulanabilirse bu ilgili piyasada işletilebilir yatırım inancının olduğu anlamına gelir (Koedjik ve Slager 2007: 5).

Tablo 1. Bir Yatırım İnancı Olarak Aşırı Tepki



Kaynak: Koedjik ve Slager 2011

Tablodaki inanç, teori, yatırım stratejisi ve organizasyon aşamalarından biri bile belirlenemez veya uygulanamazsa bu durumda yatırım inancı hatalıdır. Yatırım inancının kendisinin bir konsensüsün yansıması olmalıdır. Birçok diğer piyasa katılımcısının inançlarından

ayrı bir inanç olarak ortaya çıkmalıdır (Koedjik ve Slager 2007: 4-5; Koedjik ve Slager 2009: 13).

## 2. Yatırım Felsefesi

Herhangi bir kurumun yatırım inançlarına dair açıklamayı yatırım felsefesinin özünde bulmak mümkündür (Gray 2009: 7). Bu açıdan yatırım inançları sadece bir yönetim modası olarak görülmemeli aksine bir kurumun yatırım felsefesinin temeli olarak kabul edilmelidir (Koedjik ve Slager 2011: 15). Öte yandan söz konusu yatırım felsefesinin formalitesi yatırım inançlarının kurumsallaşmasını da sağlar (Gray 2009: 7). Damodaran'a (2007) göre eskisi işe yaramazsa yeni yatırım stratejileri üretmek için bu yatırım inançlarına geri dönebileceğinizi iddia eder. Bunun anlamı yatırım inançlarının çalışmadığını anlayabilmek için onları açık ve ölçülebilir olarak belirlemek gerekmektedir. Yeni yatırım inançlarını belirleyebilmek için de hatalarımızdan da mutlaka öğrenebilmemiz gerekmektedir. Bunun anlamı yatırım inançları aynı zamanda hataların yapılması gerektiğini de ima etmektedir (Koedjik ve Slager 2011: 29).

İdeal olarak, bir yatırım felsefesi riskten kaçınma, zaman ufku ve varlık büyüklüğü gibi temel özellikleri göz önüne alındığında, müşteriye en iyi uyumu sağlayan yatırım inançlarını birleştirir. Bir yatırım felsefesi içinde genellikle hâkim ve bağımlı yatırım inançları vardır ve çoklu yatırım inançları potansiyel olarak yatırım organizasyonunda uyum sorunlarına neden olmaktadır (Koedjik ve Slager 2007: 5). Yatırım felsefesi ve politikası yatırım inançlarından ayrı olarak düşünülmelidir. Çünkü yatırım politikası varlık yönetim organizasyonları için yatırım inançlarının pratik bir tercümesidir ve yatırım sürecinin nasıl kurulacağına ilişkin yönergeler sunar (Slager ve Koedjik 2007: 79).

Yatırım felsefesi varlık yönetim organizasyonunun, kendi katma değerinin bir parçası olarak yansıtmayı düşündüğü yatırım inançlarının

kolleksiyonu olarak tanımlanabilir. *Bir diğer deyişle yatırım felsefesi çekirdek yatırım inançlarının dinamik bir kümesidir* (Koedjik ve Slager 2007: 5)<sup>5</sup>. Rozanov'a (2015) göre ideal bir emeklilik fonunun olmazsa olmaz ikinci önemli unsuru açık, iyi, mantıklı ve tutarlı yatırım inançlarına dayanan farklı bir yatırım felsefesidir. Bu nedenle yatırım felsefesine sahip olmayan bir emeklilik fonu dümensiz bir gemi gibidir, bu nedenle geminin seyri ve kaderi doğa unsurlarına ve tesadüfi bir şansa bağlıdır (Rozanov 2015: 280). Bu özelliğinden dolayı herhangi bir kurumun yatırım felsefesi konusunda daima göz önünde bulundurması gereken 2 özellik vardır. Bunlardan ilki bir kurumun yatırım inançları gerçekten dinamik bir setten mi oluşmaktadır, ikincisi ise söz konusu bu yatırım inançları arasında nasıl bir etkileşim söz konusudur (Koedjik ve Slager 2011: 29).

İyi bir yatırım inançları seti olmaksızın bir emeklilik fonu, hedefleri ve risk göz önüne alındığında, katılımcıları için uygun olmayan bir strateji ile sonuçlanabilir. Sonuç olarak açık ve belirli bir inanç, bir fonun stratejiden stratejiye geçmesini, portföyünü gerekenden daha sık değiştirmesini, dolayısıyla yüksek işlem maliyetleri ve net yatırım sonuçlarını düşürmesini engelleyecektir. Böylelikle yatırım inançları ile birlikte mütevellî heyetleri ve yatırım yöneticileri basitçe sürüye katılmak yerine daha bilinçli kararlar verebileceklerdir (Koedjik ve Slager 2007: 6; Koedjik ve Slager 2011: 14). Öte yandan IRI (2011) yaptığı bir çalışmada emeklilik fonu yöneticileri ve mütevellîlerin emeklilik fonu yararlanıcılarına yatırım inançları hakkında olabildiğince açık, net ve tutarlı bir tavır içinde olmalarının yanı sıra düzenli bir biçimde kuruma ait yatırım inançlarını gözden geçirme ve güncelleme

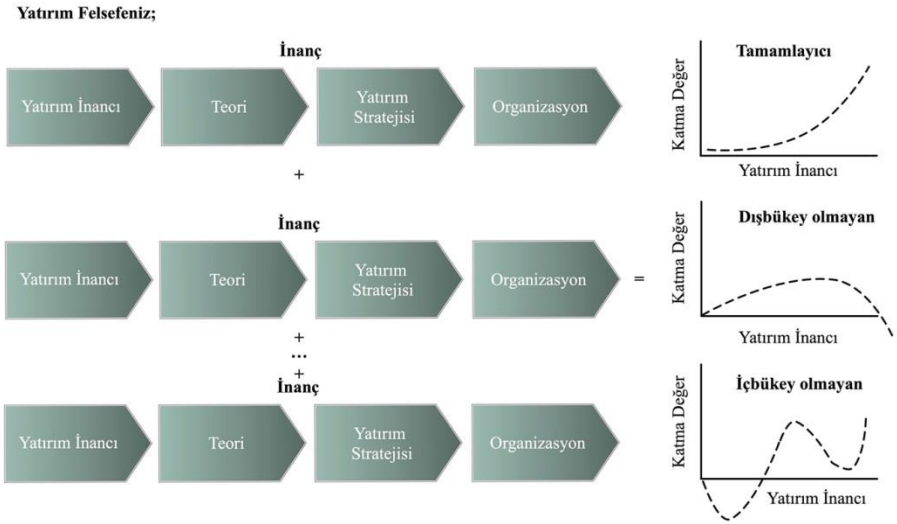
---

<sup>5</sup> Bir yatırım felsefesi çoklu yatırım inançlarını içerir. Fakat bu konuda belirlenmiş bir yatırım inancı sayısı yoktur. İlgili sayı kurumun ölçeği, erişimine ve kurumun sorunlarının karmaşıklığına göre değişir (Rozanov 2015: 280). Örneğin değer stratejileri konusunda uzmanlaşmış bir yatırım yöneticisiyseniz bu sayı birkaç yatırım inancına tekabül eder (Koedjik ve Slager 2011: 38).

yükümlülüğüne de sahiptirler. Çünkü bir emeklilik fonunun müşterileri, katılımcıları ve yararlanıcıları sermayelerinin dağıtımını yönlendiren yatırım inançlarını bilme ve anlama hakkına sahiptirler (IRI 2011: 3).

Bir yatırım stratejisi ve organizasyonun tasarımında yatırım inançları uygulandığında hangi yatırım inançlarının birbirlerini güçlendirdiğini, hangilerinin birbirlerini zayıflattığının tespit edilmesi önem arz etmektedir. Şekil 2’de de görüldüğü gibi Robert (2004) yatırım inançları arasında *tamamlayıcı*, *dışbükey (konveks) olmayan* ve *içbükey (konkav) olmayan* olmak üzere 3 tip ilişki olduğunu belirtmiştir.

Şekil 2. Yatırım İnançları Arasındaki İlişkiler



Kaynak: Koedjik ve Slager 2011

Eğer bir veya daha fazla yatırım inancının uygulanması diğer yatırım inançlarının etkinliğini ve getirilerini artırıyorsa o halde yatırım inançları tamamlayıcıdır. Tamamlayıcılık yatırım inançlarında net bir

şekilde tutarlılık düzenine neden olur. Bu noktada yatırım inançlarının bir kuruma katma değer sağlayabilmesi için mutlaka tamamlayıcı olması gerekmektedir<sup>6</sup>. Bu açıdan yatırım organizasyonları için zorluk, birbirlerini güçlendiren ya da en azından birbirleriyle çatışmayan yatırım inançlarını seçmek, birleştirmek ve etkin bir uygulama için örgütsel süreçlerin paylaşılmasının yanı sıra etkin yatırım stratejilerine izin vermektir. Buradan da anlaşılmaktadır ki doğru yatırım inançlarına sahip olmak ve bunları uygulamaya koymak doğru sonuçları sağlamak için oldukça önemli bir anahtardır<sup>7</sup>. Dış bükey olmayan ve iç bükey olmayan demek birbirinden oldukça farklı yatırım inançları olduğu anlamına gelir. Eğer yatırım inancının izleyen yatırım stratejisi gizli ise yatırım stratejisinin ardışık artışı azalacak, belki de negatif olacaktır. Teoride inancı uygulamak için tek bir en iyi yol veya optimum yol olabilir, ancak pratikte en iyi yol küçük değişiklikler uygulamak veya

---

<sup>6</sup> Ambachtsheer (2007) Avustralya, Yeni Zelanda, Kanada, Avrupa ve ABD'deki emeklilik fonları CEO'larına 1997 ve 2005 yıllarında 2 ayrı anket çalışması uygulayarak yatırım inançları ile emeklilik fonlarının performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmalarında CEO'lara ait ortalama puan ile temsil edilen yatırım inançları ile emeklilik fonlarının aşırı getiri ile temsil edilen emeklilik fonları performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir ilişki olduğu sonucunu elde etmiştir (Rozaov 2015: 283). Bu kez 2014 yılında Ambachtsheer ve McLaughlin (2015) Ambachtsheer'in (2007) 1997 ve 2005 yıllarında yaptığı araştırmanın aynısını 2014 yılı için yinelemiştir. Elde ettikleri 2014 bulgularına göre hala emeklilik kurumlarında hem uzun vadeli yatırım hem de yönetim konularında yapılması gereken çok iş vardır. Onlara göre daha iyi bir yönetim daha uzun vadeli daha iyi yatırım anlamına gelmektedir ve bu da daha yüksek getirili yatırım anlamı taşımaktadır (Ambachtsheer ve McLaughlin 2015: 15).

<sup>7</sup> Koedjik ve Slager' in bulguları iyi ve gelişmiş yatırım inançlarına sahip yöneticilerin daha iyi sonuç verme eğiliminde olduklarını göstermektedir. Onlara göre hangi yatırım inançlarının kurumun performansı üzerinde daha güçlü bir etkiye sahip olduğunu ve böylelikle yöneticilerin şirketlerinin rekabet avantajlarını nasıl daha da güçlendirebileceklerini anlamak mümkündür (Koedjik ve Slager 2011: 5).

performansın artıp artmadığını veya bir noktadan itibaren azalıp azalmadığını belirlemektir (Koedjik ve Slager 2011: 30-34).

### 3. Yatırım İnançları Türleri

Ambachtsheer (2004, 2007) ve Slager ve Koedjik (2007) büyük ve küçük emeklilik fonları ile ilgili yıllar süren çalışmaları sonucunda yatırım inançlarını Şekil 3'teki gibi belirlemiştir.

Şekil 3. Yatırım İnançları



Kaynak: Koedjik ve Slager 2011

Şekil 3'te de görülebildiği gibi yatırım inançları 4 temel gruba ayrılmaktadır. Bu gruplardan ilki finansal piyasaları yani mali piyasaları ele almaktadır. İkinci grup yatırım sürecinin katma değerini

değerlendirirken üçüncü grup ise firmanın kendi örgütsel becerilerine yoğunlaşmaktadır. Son grup da firmanın sürdürülebilirlik ve kurumsal yönüşimi hakkında bir dizi inanç öne sürmektedir. Varlık tahsisi ve yatırım stratejisi hakkında bilgili ve mantıklı kararlar finansal piyasalar üzerine görüşle işe başlarlar. Yatırım inançlarının finansal piyasalarla ilgili olan kısmı genel olarak bir yatırımcının risk, getiri ve varlık fiyatlaması arasındaki ilişkileri nasıl gördüğüne odaklanmaktadır. İkinci grubu oluşturan yatırım süreci ise, yatırımcı misyonunu kavramsallaştırmadan risk tutumu ile ilgili getirileri gerçekleştirmeye ve önceden belirlenmiş hedeflere geçmek için gerekli tüm adımları birleştirir (Koedjik ve Slager 2011: 36-37). Bir diğer deyişle yatırım süreci ile ilgili yatırım inançları yatırım stratejisinin başarılı olabilmesi için gerekli olan farklı bileşenlere vurgu yaparak, portföy yaratmanın ana adımlarını belirler. Bu sayede menfaat sahiplerinin yatırım portföyünde farklı yatırım stratejileri ve seçeneklerinin kaynağını görmesini sağlayan bir yapı sağlamış olur (Koedjik ve Slager 2007: 12). Öte yandan üçüncü grup olan örgütsel inançlarla ilgili olan ve örgüt üzerine yoğunlaşan yatırım inançları bir yatırım yöneticisinin bir kuruluşa değer katabilmesi için oynaması gereken rolü ve kurum içi veya kurum dışında seçim yapma gibi konuları içermektedir (Koedjik ve Slager 2011: 36-37). Üçüncü grup yatırım inançlarında iç ekibin optimal rolü nedir, kurum yöneticileri deneyimli profesyonellerden oluşan çok yetenekli küçük bir gruptan mı oluşmalı gibi konularla ilgilidir. Bu grupla ilgili yatırım inançlarının temel belirleyicisi maliyet unsurları temelinde emeklilik fonunun büyüklüğü olacaktır (Rozanov 2015: 283). Son grup ise sürdürülebilirlik ve kurumsal yönetim uygulamalarının canlı varlıkların korunmasında ve yatırımcıların menfaatlerini korumadaki önemine vurgu yapmaktadır (Koedjik ve Slager 2007: 16). Öte yandan bu son grup inanç kümesi yatırımcının çevre, sosyal ve kamu yönetimine yaklaşımını da belirlemektedir. Son zamanlarda büyük kurumsal yatırımcılar bir taraftan çevre, sosyal ve kamu yönetimine ilişkin konulara karar alma süreçlerinde dâhil



ederlerken bir taraftan da dış yöneticilerinden de aynı şeyi yapmalarını beklemektedirler (Rozanov 2015: 283). Çünkü bu tür sosyal faktörlerin yatırım kararı verme sürecini etkilediği görülmüştür (Brimble vd. 2013: 24). Bu bağlamda son dönemde yapılan çalışmalar göstermektedir ki sosyal sorumluluk yatırımları emeklilik fonlarının yatırım sürecinin tasarımı ve sonucunu ciddi anlamda değiştirmektedir. Bu nedenle etik yatırım olarak da adlandırılan sosyal sorumluluk yatırımları gerçek bir yatırım inancı olarak kabul edilmektedir (Graaf ve Slager 2009: 2; Brimble vd. 2013: 24).

Şekil 1’de 4 grup<sup>8</sup> altında toplanan yatırım inançlarını şu şekilde açıklamak mümkündür (Koedjik ve Slager 2007: 9-17; Koedjik ve Slager 2009: 15)<sup>9</sup>.

- **Risk Primi:** Risk tutumu ve risk-getiri ilişkisi ile ilgili inançlar yatırımcıların genellikle riskten kaçındıkları ve riskli gördükleri yatırımları gerçekleştirmeden önce beklenen risk primlerinin talep edilmesi esasına dayanır. Yatırım riski içeriğe bağlıdır ve dolayısıyla herhangi bir yatırım riskliliği kısmen yatırımcının hedeflerine bağlıdır. Örneğin özkaynak risk primi, yatırımcının maruz kalabileceği risk miktarında önemli bir rol oynamaktadır.

---

<sup>8</sup> Emeklilik fonlarının yayınladıkları yatırım inançları bildireleri incelendiğinde en fazla ilk 3 gruba ait yatırım inançlarının yayımlanmışlığı görülmektedir (IRI 2011: 5).

<sup>9</sup> Koedjik ve Slager (2009) çalışmalarında söz konusu yatırım inançlarını “Verimsizlikler, Risk Primi, Risk Çeşitlendirmesi, Yatırım Ufku, Odak ve Etki Kararı, Risk Yönetimi, Yatırım Yönetimi Stili, Maliyetler, Örgütsel İnançlar, İç Kaynak/Dış Kaynak Kullanımı, Kurumsal Yönetim, Sürdürülebilirlik” olarak adlandırılmıştır (Koedjik ve Slager 2009: 15). Yine Koedjik ve Slager (2011) üçüncü grup olan örgütsel inançlara “İnovasyon” yatırım inancını eklemiştir (Koedjik ve Slager 2011: 127). Rozanov (2015) ise yukarıda yer alan yatırım inançlarını “Risk Çeşitlendirmesi, Risk Primleri, Yatırım Ufku, Piyasa Etkinsizliği, Yüksek Etkilli Kararlar, Risk Yönetimi, Yatırım Stili, Maliyetler, İç Takım, Dış Kaynak Kullanımı, İnovasyon, Kurumsal Yönetişim, Çevresel ve Sosyal Konular” olarak adlandırılmıştır (Rozanov 2015: 282).

Risk priminin gelecekteki hangi seviyede olduğunun değerlendirilmesi, emeklilik fonunun varlık dağılımını büyük ölçüde belirlemektedir.

- **Risk Çeşitlendirmesi:** Çeşitlendirme genellikle ortalama varyans bağlamında şekillendirilir. Varlıklar arasındaki çeşitlilik, hedef getiri göz önüne alındığında, beklenen daha düşük riskli portföyler oluşturmak için vazgeçilmez bir araçtır. Alternatif yatırımlar ve finansal riskten korunma fonları gibi yeni stratejiler çeşitlilik için giderek daha çok bir araç olarak kullanılmaktadır.
- **Finansal (Mali) Piyasalardaki Verimsizlikler ve Varlık Fiyatlaması:** Menkul kıymetlerin fiyatlandırılmasının veya piyasa varlık kategorisinin mükemmel ve verimli olup olmadığı ve eğer mükemmel derecede verimli değillerse, verimsizliğin ne olduğu ile ilgilenir.
- **Zaman Ufku:** Tahmin edici süreçlerin uzun zaman ufku veya kısa zaman ufku yönelimleri vardır. İstatistiksel olarak, yatırım süresi ne kadar uzun olursa, tahmini getirinin standart hatası o kadar küçük olur ki bu da değerlendirme ve performans fırsatlarını iyileştirir. Uzun zaman ufku belirsiz gelecek nakit akışlarını yansıtmaya ve değerlemeye odaklanır ve bunlar pozitif toplamı oyunlardır. Öte yandan, kısa zaman ufku geçici menkul kıymetler fiyatlandırma tutarsızlıklarını tahmin etmeye odaklanır ve bunlar da harcamalardan önce sıfır toplamı oyunlardır. Uzun zaman ufkuna odaklanma, potansiyel bir sıfır toplamı oyunundan kaçınmanın ek yararına da sahiptir.
- **Yönetim Kararına Etki ve Odaklanma:** Yatırım süreci boyunca, yatırımcıların sorumluluklarına daha fazla odaklanarak yol boyunca ilerlemelerine vurgu yapar. Varlık tahsisine odaklanmak, varlık sınıfları arasındaki varlık tahsis kararının,

risk ve performansı şekillendirmede varlık sınıfları içindeki varlıkların taktik hareketlerinden daha önemli bir rol oynayabileceği araştırmayı yansıtan kilit bir unsurdur.

- **Risk Yönetimi:** Risk ayrı bir inanç olarak finansal piyasa inançlarında risk-getiri ilişkisi şeklinde gömülü olmasına rağmen, risk yönetimi menkul kıymetlerden daha geniş bir yelpazeye hitap etmektedir; daha spesifik olarak yatırım sürecinin uygulanması ve izlenmesi ile ilgilidir. Risk yönetimi aşırı sayısallaştırma tehlikesini doğurur: buradaki yanılsama risk sayısal ise aynı zamanda ölçülebilir, fakat ölçü anlamı bastırmamalıdır.
- **Yatırım Yönetim Stili:** Yatırım yöneticileri genellikle faaliyetlerini yatırım yaklaşımlarını tanımlayan bir “stil” olarak tanımlarlar. Temel yatırım stillerinin sayısı, stratejilere dayalı stratejilerin çeşitliliğine rağmen sınırlıdır. Örneğin bunlar arasında büyüme karşısında değer, büyük kapak karşısında küçük kapak, yukarıdan aşağıya veya aşağıdan yukarıya doğru klasik seçimler vardır. Bilinen en yaygın olanlar aktif ve pasif yatırımlardır. Pasif yönetim ile portföy yöneticileri piyasaların verimli bir biçimde fiyatlandırılmasının varsayarak tüm piyasaların, finansal ve reel varlıkların hareketine bahse girerler. Aktif yönetim seçiminde ise odak noktası her piyasa için iyi yatırımları seçmektir. Kısa vadede verimlilik mevcut olabilir fakat uzun vadede ortadan kalkabilir veya bunun tersi de geçerlidir.
- **Maliyetler:** Maliyetlerle ilgili inançlar, diğer her şey eşit olduğunda, daha düşük yatırım maliyetlerinin her zaman daha yüksek yatırım maliyetlerinden daha iyi olduğu öncülüne dayanır. Maliyetin düşürülmesi, ölçek ekonomisine dayalı bir yatırım inancı olabilir. Yüksek maliyetli varlıklardan kaçınmak

ve büyük, verimli ve likit piyasalarda düşük maliyetli stratejilere odaklanmak alternatif bir yatırım inancı oluşturabilir.

- **Takımlar ve Yatırım Yöneticisinin Rolü:** Yatırım yöneticilerinin ve ekiplerinin rolü, bazı büyük fonlar ve varlık yöneticileri için stratejilerinin özünü oluşturmaktadır.
- **İç Kaynak Kullanımına Karşı Dış Kaynak Kullanımı:** Daha küçük emeklilik fonları, maliyetler ve ölçek avantajı nedeni ile faaliyetlerinin önemli bir kısmını zorunluluk dışı kaynaklardan karşılarlar. Daha büyük emeklilik fonları için, dış kaynak kullanımı stratejik bir tercihi temsil etmektedir. Dışarıdan yatırım yöneticileri, emeklilik planı yatırım kararlarında üstün nitelikli mesleki deneyim ve beceriler getireceğinden, dış kaynak kullanımı varlık yönetiminin yatırım getirilerini geliştirmesi gerekir.
- **Tecrübe:** Daha fazla bilgiye ve tecrübeye sahip olan yatırımcıların daha başarılı yatırım yapacağına vurgu yapar.
- **Varlık Fiyatlandırılmasında Sürdürülebilirlik ve Kurumsal Yönetim:** Son yıllarda yayınlanan çalışmalar, iyi kurumsal yönetim ile güçlü kârlılık, yatırım performansı ölçüleri arasında güçlü bir bağlantı olduğunu ortaya koymuşlardır. Yatırım fonlarının kötü yönetildiği kabul edilen şirketlerin yönetişimini iyileştirme çabaları piyasa performansının üzerinde iyi bir getiri sağlayabilir.
- **Yatırım Sürecindeki Rol:** Sürdürülebilir yatırımcılar, yeterli sürdürülebilir politikalara sahip şirketlerin, ortalama olarak daha yüksek kazançlar sağladığına ve ortalama yatırım getirilerinin üstünde ödüllendirileceğine inanırlar. Sürdürülebilir yatırımların en azından normal yatırımlarla karşılaştırılabilir risk/getiri özelliği sağladığı görülmektedir.

#### 4. Literatür Taraması

Slager ve Koedjik (2007) çalışmalarında “Pensions ve Investments 2004 Databook”ta yer alan listelere göre en büyük 30 emeklilik planının web sitelerinin ve en büyük 30 varlık yöneticisinin yayınlanan yatırım inançlarının kontrol edilmesi sonucunda, söz konusu 60 kuruluşun 44’ünün yatırım inancını yayınlamadığını görmüşlerdir. Bunun üzerine yatırım inancını yayınlayan 3 emeklilik planı, 2 maddi varlık ve 11 varlık yöneticisinden oluşan dünyanın en büyük 16 varlık yöneticisinin yatırım inançlarını incelemişlerdir. Çalışmaya bir de kurumsal bir varlık yönetim girişimi olan Enhanced Analytics Initiative’de dâhil edilmiş ve böylelikle çalışma dünya varlıklarının yoğunlaştığı Kuzey Amerika ve Avrupa organizasyonlarından oluşmuştur. Söz konusu organizasyonlardan 6 tanesi ABD ve Kanada merkezli olup diğerleri ise Avrupa’da yer almaktadır. Çalışmada temelde 3 çeşit yatırım inancı araştırılmıştır. Bunlar “sermaye piyasaları”, “organizasyon becerileri” ve “toplum” hakkındadır. Sonuç olarak 3 ana başlık altında 8 adet yatırım inancı kurumların yayınladıkları raporlar bazında araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre ele alınan kurumların % 20’den daha azı yatırım inançlarını kamuya açmaktadırlar. Bu nedenle yayınlanan yatırım inançlarının azlığı, birçok varlık yöneticisinin henüz yatırım inançlarını açık bir biçimde formüle etmediklerini göstermektedir. Çalışmanın sonuçlarına göre varlık yöneticilerinin genel olarak sermaye piyasalarının etkin olmadığına inandıkları ve çoğu kurumun daha verimli olabilme adına çeşitli yatırım stratejilerine sahip oldukları anlaşılmıştır. Sonuç olarak Slager ve Koedjik (2007) kurumların risk çeşitlendirmesi, pasif stratejiler ve düşük maliyetlerle ilgili olan yatırım inançları üzerinde daha çok durmaları gerektiği sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlara göre yatırım inançlarının uzun dönemde sağladıkları kazançları anlayabilmek için daha fazla araştırma yapmak gerekmektedir. Özellikle yatırım inançlarını daha iyi düşünen ve planlayan kuruluşların bunu yapmayan

kuruluşlardan daha fazla getiri elde edip etmediği oldukça önemli bir konudur. Bu nedenle yazarlar bu meseleyi araştıran daha fazla çalışma yapılmasına ihtiyaç olduğunu belirtmişlerdir (Slager ve Koedjik 2007: 80-83).

Koedjik ve Slager (2007, 2009) çalışmalarında Anglo Saxon ülkelerinden Kanada, ABD, Hollanda, Avustralya, Danimarka ve İsveç'e ait 23'ü kamu emeklilik fonu ve 17'si varlık yöneticisi olmak üzere toplam 40 adet emeklilik fonu ve varlık yöneticisini ele almışlardır. Çalışmada bu ülkelerin öncelikli tercih edilme nedeni, emeklilik planlarına ait yatırım ilkelerinin oluşturulup yayınlanması, amaç ve hedeflerin özetlenmesi ve emeklilik düzenlemesinin organizasyonu gibi konularda uzun zamandan bu yana bu ülkelerin bazı geleneklere sahip olmalarıdır. Çalışmanın veri seti, web siteleri ve her yıl kamuya açıklanan emeklilik fonlarının yıllık raporlarının toplanması ve bu raporlarda yer alan *yatırım felsefesi, katma değer ve yatırım inançlarını* açıklayan bölümlerin incelenmesi ve ilgili bölümlere içerik analizi yapılması yoluyla oluşturulmuştur. Emeklilik fonlarına ait liste Pension & Investments Databook 2007'den, 2006 yılı aktif büyüklüğüne göre elde edilmiştir. Bu listede yer alan 300 büyük fon arasından raporlarında söz konusu bilgileri yayınlayan 14 emeklilik fonu tespit edilmiştir. Sonrasında daha küçük fonları da ihmal etmeme adına söz konusu 300 fon dışında kalan 9 küçük emeklilik fonu daha analize dâhil edilmiştir. Yazarlar verilerin sağlamlığını artırabilmek adına çalışmaya ilave olarak söz konusu emeklilik fonları dışında kalan 17 varlık yöneticisini de eklemişlerdir. Böylece emeklilik fonlarının varlık yöneticileri ile kıyaslanabilmesi sağlanmıştır. Çalışmanın bulguları genel anlamda yorumlandığında emeklilik fonları ve varlık yöneticileri arasında yatırım odağında belirli farklılıkların olduğu çok açıktır. Öte yandan birkaç yatırım inancı ve yapısal performans ölçümü arasında bir bağlantı da var gibi gözükmektedir. Yine çalışmanın bulgularına göre yatırım inancı risk çeşitliliğine sahip kuruluşların daha

iyi getiri risk performansı önlemleri göstermesinin yanı sıra maliyetleri düşürdüğüne dair kanıtlar da yer almaktadır. Genel anlamda sonuçlar değerlendirildiğinde emeklilik fonlarının yatırım inançlarını karar almada etkili bir araç olarak formüle ederek mütevellî heyetle yatırımcılar arasındaki asil vekil sorunundan kaynaklanan potansiyel bilgi sorunlarını hafifletmek için kullanırlarken varlık yöneticilerinin yatırım inançlarını rekabet avantajlarını göstermek için kullandıkları anlaşılmaktadır (Koedjik ve Slager 2007: 9-21; Koedjik ve Slager 2009: 13-19). Son olarak yatırım inançları arasındaki korelasyon sonuçları incelendiğinde ise emeklilik fonları ve varlık yöneticilerinin örgütsel hedefleri ve finansal piyasalardaki inançları mantıklı bir şekilde bağlayan iyi düşünülmüş yatırım inançları geliştirdiklerini anlaşılmaktadır. Öte yandan çalışmanın bulgularına göre bazı yatırım inançları ve yapısal performans ölçüleri arasında bağlantı olduğu da görülmüştür (Koedjik ve Slager 2009: 17-19).

Yatırım inançları ile ilgili bir diğer çalışma Koedjik ve diğerlerine (2010) aittir. Yazarlar çalışmada dünya çapındaki emeklilik fonlarının performansları ile yatırım inançları arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmanın 1992-2006 yıllarını kapsayan verileri emeklilik fonları performansları hakkında ayrıntılı bilgi toplayan CEM Benchmarking Inc. veri tabanından elde edilmiştir. Her gizli yatırım inancının potansiyel etkisini belirlemek için 2 aşamalı bir yaklaşım kullanılmıştır. Bunun için ilk aşamada yatırım inançları değişkenlerinin izole edilmiş ilişkisini ve performans ölçülerini belirlemeye ve portföyleri ayrı yatırım inançları için sıralamaya yoğunlaşmıştır. Analizin ikinci aşamasında ise Bauer ve Frehen'in (2008) tekniği baz alınarak sabit etkiler panel veri yaklaşımı kullanılmış ve yatırım inanç değişkenleri ile performans ölçüleri arasındaki ilişkiye odaklanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre emeklilik fonları varlık dağılımı kararlarıyla veya yönetici seçimi yoluyla aşırı getiri elde etme eğilimindedirler. Sonuç olarak emeklilik fon yatırımındaki tartışmaları belirlemek ve bu

tartışmalar arasındaki etkileşimleri kurmak bir emeklilik fonunun yönetim kurulunun yapısının ve yönetiminin belirlenmesi kadar önemlidir (Koedjik vd. 2010: 21-30).

Emeklilik fonlarının uzun vadeli ufukları ve kısa vadeli likidite kısıtlamaları bulunmaması nedeniyle, diğer katılımcıların likit olmayan ve / veya alternatif yatırımlara yatırım yapmaktan daha iyi durumda olabildikleri gibi, likidite priminde daha iyi donanıma sahipler. Son olarak yazarlara göre mali performans üzerindeki etkinin büyüklüğüne göre yatırım inançları maliyetler, çeşitlendirme, zaman ufku, iç yönetim, alternatifler ve aktif yönetim şeklinde sıralanmaktadır (Koedjik ve Slager 2011: 34).

Halim vd. (2010) 32'si kamu emeklilik fonu, 20'si özel emeklilik fonu ve 6'sı tanımlanmamış yabancı kurum<sup>10</sup> olan CEM veri tabanında yer alan toplam 58 emeklilik fonunu dikkate alan bir çalışma yapmışlardır. Söz konusu emeklilik fonlarının 24'ü ABD, 18'i Kanada, 7'si Hollanda, 6'sı Hollanda dışında kalan Avrupa ülkeleri ve 3'ü Avustralya/Yeni Zelanda'ya aittir. Yazarlar bu çalışma ile bir kuruma ait risklerin izlenmesinin yönetim yapıları aracılığıyla nasıl kurumların yatırım stratejilerine dönüştüğünü anlamaya çalışmışlardır. Çalışmanın yatırım inançları ile ilgili olan kısmı için katılımcılara anket uygulanmıştır. Anket sorularına verilen yanıtlardan elde edilen sonuçlara göre fon davranışlarının tek belirleyicisinin regülasyonlar olmadığı aksine yatırım inançlarının da fon davranışlarında önemli bir etkiye sahip olduğu anlaşılmıştır. Elde edilen en önemli bulgu yatırım inançlarının emeklilik sektöründe oldukça değişken olduğudur. Örneğin katılımcıların % 66'sı "Emeklilik fonlarının yükümlülükleri piyasa güçleri ile değişmektedir ve biz bu etkiyi ölçmek ve yönetmek gerektiğine inanıyoruz." önermesine kesinlikle katıldıklarını dile

---

<sup>10</sup> Tanımlanmış yükümlülüğü bulunmayan fonlar, ya tanımlanmış katkı ya da bağımsız servet fonlarıdır (Halim vd. 2010: 31).



getirirlerken, % 22'lik bir katılımcı kitlesi ise bu önermeye kesinlikle katılmadıklarını belirtmişlerdir. Yine ankete katılan emeklilik fonlarının % 27'si "Emeklilik fonları uzun dönemlidir." önermesine kesinlikle katıldıklarını % 46'sı ise kesinlikle katılmadıklarını belirtmişlerdir. Bulgular incelendiğinde emeklilik fonlarının büyük çoğunluğunun aktif yönetim riski (% 63) izlemeye envanter riski izlemeye (% 42) göre daha fazla odaklandıkları anlaşılmaktadır. Sonuç olarak emeklilik fonlarına ait yatırım inançlarının düzenleyici çevre ile uyumlu olduğunu ve bu nedenle de emeklilik fonları yöneticilerinin yatırım inançlarının çevrelerinin gerektirdiği davranışlara uyum sağladığı söylenebilir (Halim vd. 2010: 33-36).

Syed (2017) İngiltere ve Fransa'daki fon yöneticilerinin yönetsel karar alma sürecindeki kurumsal yönetim ve çevresel ve sosyal sorumluluk konusundaki yatırım inançlarını ele almışlardır. Yöneticilerin inançlarına ilişkin veriler fon yöneticileri tarafından doldurulan anketler kullanılarak elde edilmiştir. Çalışmada kullanılan rastgele örnekleme yöntemi ile 1400 kişiye gönderilmiş ve Fransa'dan 53 fon yöneticisi, İngiltere'den de toplam 86 fon yöneticisi anket sorularını cevaplamıştır. Genel olarak bulgularda kurumsal yönetim ve çevre ve sosyal sorumluluk ile ilgili inançlarda önemli fark olması nedeniyle karışık sonuçlar elde edilmiştir. Her iki ülkedeki fon yöneticilerinin hükümetin çevresel ve sosyal sorumluluk talep ettiği, çevresel ve sosyal sorumluluğun yatırım risklerini daha iyi yönettiği ve kurumsal yönetimin uzun vadeli ortaklık değerini artıracığı yönünde genel inançlara sahip olduğu anlaşılmıştır. Öte yandan İngiliz fon yöneticileri kurumsal yönetimin şirketin mecburi yükümlülüğü olduğuna inanırken Fransız fon yöneticileri de çevresel ve sosyal sorumluluğun şirketin şirketin mecburi yükümlülüğü olduğuna inanmaktadırlar. Yine İngiliz fon yöneticileri çevresel ve sosyal sorumluluğun hissedarlar tarafından talep edildiğine Fransız yöneticiler ise kurumsal yönetimin hissedarlar tarafından talep edildiğine dair bir

inanişsa sahiptirler. Son olarak Fransız fon yöneticileri çevresel ve sosyal sorumluluğa karşı daha elverişli görüşlere sahip iken İngiliz fon yöneticileri ise kurumsal yönetim ve çevresel ve sosyal sorumluluk konusunda dengeli inançlara sahiptirler. Sonuç olarak her iki ülkenin fon yöneticilerinde kurumsal yönetim ve çevre ve sosyal sorumlulukla ilgili yatırım inançları farklılıkları bulunmaktadır. Yazara göre anket çalışmasına sadece fon yöneticileri dâhil olmuştur. Bu nedenle gelecek çalışmaların hükümet yetkililerini, hissedarları ve CEO'ları da anket çalışmalarına dâhil etmeleri faydalı olacaktır (Syed 2017: 1-13).

Guyatt (2005) İngiltere'deki 104 Marathon Club üyesinin iyi kurumsal yönetim ve kurumsal sorumluluk ile ilgili yatırım inançlarını anlayabilmek için bir anket çalışması uygulamıştır. Çalışmada kurumsal yatırım yönetimi camiasının rolü ve sorumlulukları hakkındaki görüşlerin yanı sıra iyi kurumsal yönetim, şirket sorumluluğu ve yatırım yönetim sürecine entegrasyon konularındaki görüşleri hakkında katılımcıların görüşleri araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre üst düzey yatırım uzmanlarının % 83'ünün yatırım yapılan şirketlerde iyi kurumsal yönetim ve kurumsal sorumlulukların tanıtımını desteklediği anlaşılmıştır. Ankete katılanların % 30' undan fazlası, şirket davranışını, performansını ve sonuçta portföy performansını artırmanın en önemli yolunun yatırım ufkunu uzatmak olduğuna inanmaktadır. Bir sonraki en önemli faktör ise ek mali bilgilerin daha iyi bir şekilde birleştirilmesi (% 26), katılımın şartları ve süresi (% 16), ortak çalışma (% 15) ve kısa vadeli piyasa eğilimlerine ve döngülere (% 12) karşı koymaktır. Yine elde edilen bulgulara göre ankete katılanlar arasında iyi kurumsal yönetimin ve kurumsal sorumluluğun bir zorunluluk değil bir fırsat olduğuna yönelik güçlü bir inanç söz konusudur. Katılımcıların % 88' inden fazlası iyi kurumsal yönetimin ve % 80'i de kurumsal sorumluluğun bir fonun yatırım risklerini ve uzun vadeli getiri beklentilerini daha etkin bir şekilde yönetmeye yardımcı olacağı, bu nedenle de bu iki unsurun yatırım sürecine eklenmesi gerektiği

konusunda hemfikirdirler. Bulgular sonucunda iş rolleri ile şirketlerde yapılan iyi kurumsal yönetim ve kurumsal sorumluluk arasında bağlantı olduğu da anlaşılmıştır. Örneğin mütevellî heyetleri ve yatırım danışmanları daha çok kurumsal sorumluluğu destekliyorken, fon yöneticileri ve kurumsal yönetim uzmanları ise iyi kurumsal yönetimden ziyade kurumsal sorumluluğu daha az destekledikleri anlaşılmıştır. Çalışmada elde edilen bir diğer ilginç sonuç ise popüler algının aksine fon yöneticilerinin mütevellî heyetlerinden daha fazla endeksten ziyade performansla meşgul olduklarıdır. Yine anket sonuçlarına göre uzun vadeli yatırımın anlamı, tüm yatırım ajanlarında açıklığa kavuşturulmalıdır çünkü anket bulguları uzun vadeli yatırımın uygulamada ne anlam ifade ettiği konusunda bazı belirsizliklerin olduğunu göstermiştir (Guyatt 2005: 1-13).

Bir başka çalışmada Brimble vd. (2013) dini faktörlerin yatırım inançlarını etkileyip etkilemediğini anlayabilmek için Avustralya'da iki Queensland kuruluşunda çalışan 322 kişiye anket çalışması uygulamışlardır. Bu bağlamda özellikle merak ettikleri konu dini hassasiyetleri yüksek olan kişilerin yatırım kriterleri ve inançlarının muhafazakâr olmayan kişilere göre farklılaşıp farklılaşmadığıdır. Bunun için yazarlar iki aşamalı bir anket uygulayarak sonuçları çok değişkenli karar yöntemi olan birleşik analiz yöntemi ile değerlendirmişlerdir. Anketin ilk aşamasında her bir yatırımcının dini inanç seviyesini anlayabilmek için 4 soru sorarak katılımcıların verdikleri cevaplara göre örnekleme dini inançları aktif olarak uygulayanlar (muhafazakâr) ve dini inançlarını daha az uygulayanlar (muhafazakâr olmayan) olmak üzere iki alt gruba ayırmışlardır. Yine her iki grubu kadın ve erkek olmak üzere yeniden iki gruba daha ayırmışlardır. Ardından anketin ikinci aşamasında söz konusu grupların yatırım kararlarını verirken finansal kriter, genel kriter, sosyal ve etik kriter ve bilgi kriteri gibi yatırım kriterlerinden hangisini daha çok dikkate aldıklarını araştırmışlardır. Bu bağlamda söz konusu yatırım kriterlerini aslında

yatırımcıların yatırım inançları olarak değerlendirmek de mümkündür. Elde edilen sonuçlara göre hem muhafazakâr hem de muhafazakâr olmayan grubun yatırım kararlarını verirken en çok dikkate aldıkları kriterin finansal kriter olduğu görülmüştür. Bunun anlamı her iki grup için de finansal piyasalara ilişkin yatırım inançları sosyal sorumluluğa ilişkin yatırım inançlarından daha güçlüdür ve her iki grup arasında yatırım inançları bağlamında bir farklılık bulunmamaktadır. Bir diğer deyişle muhafazakâr yatırımcıların beklenenin aksine sosyal sorumlulukla ilgili kriterleri yatırım kararlarında yeterince dikkate almadıkları görülmüştür. Bu sonucun bir diğer anlamı dini hassasiyetler yatırım inançları üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değildir. Öte yandan kadınların erkeklere göre riskten daha çok kaçındıkları ve daha fazla kaygıya sahip oldukları görülmüştür. Yatırım tutumu açısından muhafazakâr grupta yer alan kadınlar ve erkekler arasında muhafazakâr olmayan gruba göre daha fazla homojenlik olduğu tespit edilmiştir. Üstelik muhafazakâr kadınların muhafazakâr olmayanlara göre daha fazla riskten kaçındıkları da bulgulanmıştır. Sonuç olarak cinsiyetin yatırım kriterleri ve inançlarında önemli bir faktör olduğu aksine dini hassasiyetlerin yatırım kriterleri ve inançları üzerinde bir etkiye sahip olmadığı anlaşılmıştır (Brimble vd. 2013: 33-38).

## **5. Yatırım İnançları Konusunda Gelecek Çalışmalar İçin Öneriler**

Koedjik ve Slager'a (2007, 2009) göre gelecek çalışmaların dikkate alması gereken en önemli konu emeklilik fonlarına ait verilerin mümkün olduğunca artırılması ve geliştirilmesidir. Onlara göre gelecek çalışmalar analizlerine ne kadar çok büyük ve küçük emeklilik fonu dâhil ederlerse yatırım inançları konusundaki önermeler de o ölçüde netlik kazanacaktır. Bu nedenle farklı ülkelerde kurgulanacak olan emeklilik fonlarına ait analizler sadece emeklilik fonlarının yayınladıkları raporlar bağlamında değil aynı zamanda uygulanan geniş kapsamlı anket çalışmaları ile geliştirilmelidir. Çünkü farklı ülkelerde

uygulanacak olan anket çalışmalarının gömülü olan yatırım inançlarını ortaya çıkarabileceği yönünde bir inanış söz konusudur<sup>11</sup>. Yatırım inançları literatüründe yapılan bir diğer vurguya göre emeklilik fonlarının yatırım inançları ile performans ölçüleri arasındaki ilişkinin araştırılmasında, emeklilik fonlarına ait yönetim yapısının da dikkate alınması ve emeklilik fonu yönetim yapısına ilişkin unsurların da analize dâhil edilmesi hangi yatırım inançlarının üretken hangilerinin üretken olmadığını tespit etmede daha fazla yardımcı olacaktır. Bununla birlikte yatırım inançları literatürü incelendiğinde sosyal ve çevresel konuların yatırım sürecine dâhil edilmesi ile ilgili çok fazla ampirik çalışmanın bulunmadığı, bu nedenle de bundan sonra yapılacak analizlerde bu konulara daha fazla ağırlık verilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Yine literatürde cinsiyet, eğitim, gelir düzeyi, kültür, dini hassasiyetler gibi konuların emeklilik fonu yöneticilerinin ve varlık yöneticilerinin yatırım inançları üzerinde herhangi bir etkiye sahip olup olmadığına dair yapılmış herhangi bir çalışma bulunmamaktadır. Bu nedenle bundan sonra yapılacak olan çalışmalardan da bu boşluğu doldurmaları beklenmektedir.

## Sonuç

Bu çalışma kurumsal varlık yönetimi endüstrisi için iş modelleri ile ilgili bazı temel soruları yanıtlamaya çalışmaktadır. Bu nedenle çalışma stratejik yönetim bağlamında çerçevelenmiş olan emeklilik fonu değer önerisine odaklanmakta ve müşteriye sermaye piyasalarında değer katmak için neler içerilmesi gerektiğini araştırmaktadır. Bir emeklilik fonunun kendi yatırım inançlarını formüle etmesi gerekmektedir. Bu noktada emeklilik fonlarının sermaye piyasalarının işleyişini nasıl algıladığı ve emeklilik fonu kuruluşlarının bu görüşleri ile müşterilerine nasıl bir değer katabilecekleri konusunda yatırım

---

<sup>11</sup> Yatırım inançları konusunda henüz Türkiye ile ilgili yapılmış bir çalışma bulunmamaktadır.

inançlarını formüle etmeleri gerekmektedir. Yatırım inançları önemlidir çünkü değer yaratan yatırımlar için bağlam yaratırlar.

Yatırım inançları ile ilgili incelenen ampirik çalışmaların incelenmesi sonucunda elde edilen bulgularda dikkati çeken en önemli nokta emeklilik fonlarına ait verilerin oldukça yetersiz olduğudur. Daha büyük veri setinin elde edilmesi sayesinde emeklilik fonlarının yatırım inançlarının neler olduğu belirlenmesiyle bu konudaki yanlışlıklar ve yetersizlikler ortaya konulacak ve böylelikle emeklilik fonlarının daha doğru ve sağlıklı yatırım inançlarına sahip olması sağlanarak getirilerini artırmaları mümkün olacaktır. Yine emeklilik fonlarının yatırım inançları ile bu kurumların performans ölçüleri arasındaki ilişkinin ortaya konulabilmesi sayesinde emeklilik fonları için hangi yatırım inançlarının üretken hangilerinin üretken olmadığını tespit etmek de emeklilik fonlarının getirilerinin artırılmasında oldukça etkili olacaktır.

### **Kaynaklar**

Ambachtsheer, Keith P. ve Don Ezra (1998). *Pension Fund Excellence*. New York: Wiley.

Ambachtsheer, Keith P. (2007). *Pension Revolution. A Solution to the Pensions Crisis*. JohnWiley & Sons.

Ambachtsheer, Keith P. ve John McLaughlin (2015). “How Effective Is Pension Fund Governance Today? Do Pension Funds Invest For The Long-Term? Findings From a New Survey”. *KPA Advisory Services*, s. 1-15.

Brimble, Mark vd. (2011). “Belief ve Investing: Preferences ve Attitudes of the Faithful”. *Australasian Accounting Business ve Finance Journal*, C. 7, S. 1, s. 23-41.

Clark, Gordon ve Roger Urwin (2007). “Best-Practice Investment Management: Lessons for Asset Owners”. *The Oxford-Watson Wyatt Project on Governance*, Oxford University for the Environment.

Guyatt, Danyella (2005). “A Summary of the Findings of a Survey into: Investment Beliefs Relating to Corporate Governance ve Corporate Responsibility”. *Manuscript*, University of Bath, s. 1-28.

Graaf, Frank Jan de ve Alfred Slager (2009). Guidelines for Integrating Socially Responsible Investment in the Investment Process. s. 1-19.

Gray, Jack (2009). “Rethinking Investment Beliefs in a Time of Crisis: The Calming Hve of Philosophy”. *Rotman International Journal of Pension Management*, C. 2, S. 1, s. 6-11.

Halim, Svey vd. (2010). “How Pension Funds Manage Investment Risks: A Global Survey”. *Rotman International Journal of Pension Management*, C. 3, S. 2, s. 30-38.

Initiative for Responsible Investment (IRI) (2011). Investment Beliefs Statements. *IRI Working Paper*, s. 1-30.

Koedjik, Kees ve Alfred Slager (2007). “Investment Beliefs: The Importance of Focus for an Institutional Investor”. *Working Paper Prepared for the ICPM*, s. 1-29.

\_\_\_\_\_ (2009). “Do Institutional Investors Have Sensible Investment Beliefs?”. *Rotman International Journal of Pension Management*, C. 2, S. 1, s. 12-20.

Koedjik, Kees vd. (2010). “Investment Beliefs that Matter: New Insights into the Value Drivers of Pension Funds”. *ICPM Sponsored Research*, s. 1-39.

Koedjik, Kees vd. (2011). *Investment Beliefs: A Positive Approach to Institutional Investing*. Palgrave Macmillan, s. 1-187.

Minahan, John R. (2008). “Investment Belief Systems: A Cultural Perspective”. *NEPC Working Paper*, s. 1-12.

Rozanov, Verew (2015). “Public Pension Fund Management: Best Practice ve International Experience”. *Asian Economic Policy Review*, S. 10, s. 275-295.

Slager, Alfred ve Kees Koedijk (2007). “Investment Beliefs”. *The Journal of Portfolio Management*, Spring, s. 77-85.

Syed, Ali Murad (2017). “Environment, Social, and Governance (ESG) Criteria and Preference of Managers”. *Cogent Business & Management*, S. 4, s. 1-13.



## EXTENDED ABSTRACT

*Despite the decelerating global economic growth during recent years, pension funds exhibited a strong global growth in assets ve pension fund assets grew to \$ 39.3 trillions in 2015 from \$ 21.3 trillion in 2004. In fact, it is expected that the pension fund assets will reach 56.5 billion dollars in 2020. Despite the aforementioned strong growth performance, the low yield in pension funds, which is generally around 2% in financial markets, is seriously criticized by several stakeholders. In this sense, the most significant criticism of pension funds is concerning the inactive asset management. According to the stakeholders, pension fund asset management should focus more on issues such as risk management, diversification, asset ve liability management, and return on investments. Because, it is very important for pension funds to achieve stable and good returns both for the individual pensioners and macroeconomics. Thus, in the current complex and challenging environment, pension funds need to reorganize their investment beliefs in order to achieve higher returns. Literature review on investment beliefs of pension funds demonstrates that there are only a few studies on the pension fund investment decisions. Thus, there is a significant need for further studies in this field. In other words, how the investment decisions are made by the pension funds and how these decisions can be improved should be investigated.*

*In this context the certain basic questions on the pension fund asset management industry business models need to be answered. Thus, the focus should be on pension fund value proposition in the context of strategic management and the requirements for providing value added for the customer in capital markets should be investigated. It is well known that it is not sufficient for a good pension fund institution to have a good organization, good staff, and a well-defined embedded mission. A pension fund should also formulate its investment beliefs on the perception of the capital market functions and how these beliefs could provide added value for the customers. For pension-fund management, it is quite reasonable to investigate the decisions about strategic investment preferences. In fact, these investment decisions are actually the investment beliefs of pension fund management and are considered as assumptions on the observations about financial markets and what works best for a pension fund institution. It may be argued that pension fund managers should be less concerned about the products they choose for their customers and instead focus more on getting their investment beliefs right. For an applicable investment belief, pension fund managers should have a clear idea on the inaccurate pricing of securities and assets, and how fund managers can determine the inaccurate pricing and how they can use that information.*

*Why should investment beliefs be formulated in the pension fund market? First, the investment beliefs, which are crucial for pension funds in the investment process and could not be captured by the difficult prediction models of economics and finance, create a context for value-driving investments. Since they are an important governance instrument that reduces the management deficit, they have a vital importance in the development of investment policies. Therefore, investment beliefs that should be embedded in the mission and the framework of the organization based on the governance perspective should be explicit, documented, shared and understood by both tax payers and investment specialists, and at the same time they should provide a good understanding for the employees about the value added of the organization. Because, investment beliefs are often hidden in investment decisions or strategies and it is not very common to be explicitly mentioned. Second, thanks to their investment beliefs, the board of trustees can keep their investment processes under control and be aware of their choices and the consequences of their decisions. Furthermore, pension funds can also use their investment beliefs as an effective decision-making instrument to alleviate problems between board of trustees and investors related to the potential knowledge that occur due to principal-proxy issue. Thus, especially recent studies were interested in whether investment beliefs would improve stakeholder management by reducing conflicts of interest, and whether they could improve the harmony and innovation skills of the institution by setting guidelines for best practices. Thus, the present study will explore the investment beliefs of pension funds in detail.*