



**TÜRKİYE’DE İŞLEM GÖREN HİSSE SENEDİ YATIRIM FONLARI: 2012-
2016 DÖNEMİ PERFORMANSLARININ MORNINGSTAR
DERECELENDİRME YÖNTEMİ’NE GÖRE İNCELENMESİ**

Yüksek Lisans Tezi

Yavuz GÜL

Eskişehir 2018

**TÜRKİYE’DE İŞLEM GÖREN HİSSE SENEDİ YATIRIM FONLARI: 2012-
2016 DÖNEMİ PERFORMANSLARININ MORNINGSTAR
DERECELENDİRME YÖNTEMİ’NE GÖRE İNCELENMESİ**

Yavuz GÜL

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İşletme Anabilim Dalı

Finansman Bilim Dalı

Danışman: Doç.Dr. Serpil ALTINIRMAK

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Mayıs 2018

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Yavuz GÜL'ün "Türkiye'de İşlem Gören Hisse Senedi Yatırım Fonları: 2012-2016 Dönemi Performanslarının Morningstar Derecelendirme Yöntemine Göre İncelenmesi" başlıklı tezi 18 Mayıs 2018 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca toplanan İşletme (Finansman) Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı) : Doç.Dr.Serpil ALTINIRMAK

Üye : Prof.Dr.Nurullah UÇKUN

Üye : Doç.Dr.Aslı AFŞAR

İmza



Prof.Dr.Emel GÜLLAR
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



ÖZET

TÜRKİYE’DE İŞLEM GÖREN HİSSE SENEDİ YATIRIM FONLARI: 2012 - 2016 DÖNEMİ PERFORMANSLARININ MORNINGSTAR YILDIZ DERECELENDİRME YÖNTEMİ’NE GÖRE İNCELENMESİ

Yavuz GÜL

İşletme Anabilim Dalı

Finansman Bilim Dalı

Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mayıs 2018

Danışman: Doç.Dr. Serpil ALTINIRMAK

Yatırımcılara sağlamış olduğu çeşitli avantajlardan dolayı, tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirmeyi arzulayan yatırımcılar tarafından tercih edilebilen yatırım fonlarının performansı birtakım farklı yöntemler ile değerlendirilebilmektedir. Yaptıkları yatırımın sonucuna dair bilgi sahibi olmak ve buna göre bir aksiyon geliştirmek isteyen mevcut yatırımcılar ve aynı zamanda potansiyel diğer yatırımcılar, fon yöneticileri, fon kurucusu ve piyasadaki diğer paydaşlar açısından bu performans değerlendirmeleri çeşitli sebeplerden ötürü önem arz etmektedir. Literatürde bu amaca yönelik olarak gerçekleştirilmiş ve performans kavramını değişik açılardan ele alan pek çok çalışma bulunmaktadır.

Bu çalışmada, Türkiye’de işlem görmekte olan hisse senedi yatırım fonlarının Ocak 2012 - Aralık 2016 dönemindeki altmış aylık performansları Morningstar Yıldız Derecelendirme Yöntemi ile incelenmeye çalışılmış olup bu bağlamda ele alınan 57 yatırım fonunun performans sonuçlarına göre sıralamalarının gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. Sağlanan sonuçlara göre fonların beta katsayıları ile aldıkları yıldız dereceleri arasında bir bağlantının olduğu ancak standart sapmaları ve ortalama getirileri için aynı güçlü ilişkinin varlığından bahsetmenin çok mümkün olmadığı ortaya konulmuştur. En başarılı fonların genelde yabancı hisse senedi fonu, en başarısız fonların ise genelde endeks fon yapısında oldukları belirlenmiştir. Bununla beraber çalışma kapsamındaki fonlardan sadece iki tanesinin gerçekten üstün bir performans gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Yatırım Fonları, Performans Değerlendirmesi, Morningstar.

ABSTRACT

EQUITY MUTUAL FUNDS OPERATING IN TURKEY: EVALUATION OF 2012-2016 PERIOD PERFORMANCES BY MORNINGSTAR STAR RATING SYSTEM

Yavuz GÜL

Department of Business Administration

Programme in Finance

Anadolu University, Graduate School of Social Sciences, May 2018

Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Serpil ALTINIRMAK

There are many different methods of evaluation of mutual funds to choose from for investors who would wish to put their savings into the capital markets due to the various advantages that are accrued from such ventures. These performance evaluations hold different degrees of importance to different groups of people including existing investors as well as potential investors, fund managers, fund founders and other stakeholders on the market who would wish to have knowledge about the outcome of their investment and act accordingly. There are many studies in the literature with similar purpose and which discuss the performance concept from various angles.

In this study, 60 monthly performance of equity mutual funds which trade in Turkey were taken over the January 2012 – December 2016 period and examined using Morningstar Star Rating System. The 57 mutual funds were then ranked based on their performance results. The results show that there is a relation between the beta coefficients of the funds and the star ratings they receive, the same cannot however be said in the relationship between standard deviations and average returns. It was determined that the most successful funds are generally foreign equity funds while the least successful funds are generally index funds. However, it was concluded that only two of the funds in the study have achieved a truly superior performance.

Keywords: Mutual Funds, Performance Evaluation, Morningstar.

BAŞLIK SAYFASI

JÜRI VE

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

ÖZET

ABST

Bu tezin bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu olmak üzere tüm aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmamın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan "bilimsel intihal tespit programı"yla tarandığını ve hiçbir şekilde "intihal içermediğini" beyan ederim. Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçları kabul ettiğimi bildiririm.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. YATIRIM FONLARI

1.1. Yatırım Fonlarının Dünya'daki Gelişimi

1.1.1. Amerika Birleşik Devletleri

1.1.2. Avrupa

1.2. Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması

1.2.1. Portföy ağırlığına göre yatırım fonları

1.2.1.1. Hisse senedi fonu

1.2.1.2. Borçlanma araçları fonu

1.2.1.3. Para piyasası fonu

1.2.1.4. Kıymetli madenler fonu

1.2.1.5. Fon ispetli fonu

1.2.1.6. Emlak fonu

1.2.1.7. Değişken fon

1.2.1.8. Serbest fon

1.2.1.9. Garantili fon

1.2.1.10. Koruma amaçlı fon

1.2.2. Pay sayısının değişebilirliğiyle göre yatırım fonları

1.3. Yatırım Fonlarının Getirdiği Avantajlar

Yln

(İmza)

Yavuz GÜL

(Öğrencinin Adı Soyadı)

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
BAŞLIK SAYFASI	i
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLolar DİZİNİ.....	ix
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	x
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. YATIRIM FONLARI.....	4
1.1. Yatırım Fonlarının Dünya'daki Gelişimi.....	8
1.1.1. Amerika Birleşik Devletleri	10
1.1.2. Avrupa	19
1.2. Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması	22
1.2.1. Portföy niteliğine göre yatırım fonları	23
1.2.1.1. Hisse senedi fonu	23
1.2.1.2. Borçlanma araçları fonu	23
1.2.1.3. Para piyasası fonu.....	23
1.2.1.4. Kıymetli madenler fonu.....	24
1.2.1.5. Fon sepeti fonu.....	24
1.2.1.6 Katılım fonu.....	24
1.2.1.7. Değişken fon.....	24
1.2.1.8. Serbest fon	24
1.2.1.9. Garantili fon	25
1.2.1.10. Koruma amaçlı fon	25
1.2.2. Pay sayısının değişebilmesine göre yatırım fonları	25
1.3. Yatırım Fonlarının Getirdiği Avantajlar	26

Sayfa

1.4. Yatırım Fonlarının Yönetiminde Hakim Olan İlkeler.....	27
1.4.1. Riskin dağıtılması ilkesi	27
1.4.2. Profesyonel yönetim ilkesi	28
1.4.3. Mal varlığının korunması ilkesi	28
1.4.4. İnançlı mülkiyet esası	29
1.4.5. Menkul kıymet portföyü işletme ilkesi	29
1.5. Yatırım Fonuna İlişkin Bilgilerin Sağlanabileceği Kaynaklar	29
1.5.1. Fon içtüzüğü	29
1.5.2. İzahname	30
1.5.3. Yatırımcı bilgi formu	30
1.5.4. Mali tablolar.....	30
1.5.5. Portföy dağılım raporları.....	30
1.5.6. Gazete ve periyodik dergiler.....	31
1.6. Yatırım Fonlarının Yüklediği Maliyetler.....	31
1.7. Yatırım Fonlarına Yatırım Kararı Verilirken Dikkat Edilmesi	
Gerekenler	31
1.8. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi	33

İKİNCİ BÖLÜM

2. YATIRIM FONU PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ	35
2.1. Toplam Riski Esas Alan Yöntemler	75
2.1.1. Sharpe oranı.....	75
2.1.2. M^2 oranı.....	77
2.1.3. Sortino oranı	78
2.1.4. Fama ölçütü.....	79
2.2. Sistemik Riski Esas Alan Yöntemler	80
2.2.1. Treynor oranı.....	80
2.2.2. Jensen oranı	81
2.2.3. T^2 oranı	82
2.2.4. Değerleme oranı.....	83
2.3. Diğer Yöntemler	84

	<u>Sayfa</u>
2.3.1. Kuadratik regresyon modeli.....	84
2.3.2. Kukla değişkenli regresyon modeli	85
2.3.3. Veri zarflama analizi	86
2.3.4. Morningstar yıldız derecelendirme sistemi.....	88
2.4. Performans Değerlendirme Yöntemlerine Getirilen Eleştiriler	89
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	
3. MORNİNGSTAR YILDIZ DERECELENDİRME SİSTEMİ.....	92
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	
4. TÜRKİYE’DE FAALİYET GÖSTEREN HİSSE SENEDİ FONLARININ MORNINGSTAR YILDIZ DERECELENDİRME SİSTEMİ İLE PERFORMANSLARININ ÖLÇÜLMESİ	109
4.1. Çalışmanın Amacı	109
4.2. Veri Seti.....	109
4.3. Metodoloji	111
4.3.1. Morningstar getirisinin hesaplanması	111
4.3.2. Morningstar riskinin hesaplanması.....	114
4.3.3. Ham getirinin hesaplanması	115
4.3.4. Morningstar yıldız derecesinin bulunması.....	115
4.4. Bulgular ve tartışmalar	118
SONUÇ	135
KAYNAKÇA.....	140
ÖZGEÇMİŞ	

TABLÖLER DİZİNİ

Sayfa

Tablo 1.1. Türkiye'de yatırım fonları-Kasım/1988	5
Tablo 1.2. Dünya genelinde yatırım fonları ve borsa yatırım fonlarının milyon dolar cinsinden toplam varlık değerleri	9
Tablo 1.3. ABD'de yatırım fonu yatırımcısı olan hanehalkının toplam gelir durumlarına göre dağılımı	10
Tablo 1.4. ABD'de hanehalkının finansal varlıklarının içerisinde yatırım fonlarının payı.....	11
Tablo 1.5. ABD'de hanehalkları tarafından sahip olunan toplam yatırım fonu sayısı ...	11
Tablo 1.6. ABD'de hanehalklarının yatırım fonu yatırımlarındaki birincil finansal amaç	12
Tablo 1.7. ABD'de yatırım fonuna yatırım yapmış ve yapmamış olan hanehalkının riske karşı tutumu.....	13
Tablo 1.8. ABD'de gelir grupları bazında yatırım fonuna yatırım yapan yatırımcıların toplam hanehalkına oranı	14
Tablo 1.9. ABD'de yatırım fonu sahipliği.....	15
Tablo 1.10. ABD'de yatırım fonu yatırımcılarının yatırım fonu endüstrisine dair izlenimleri	16
Tablo 1.11. ABD'de yatırım fonlarının türe göre dağılımı.....	17
Tablo 1.12. ABD'de yatırım fonuna yatırım yapan yatırımcıların yaşlarına göre dağılımı	17
Tablo 1.13. ABD'de türe göre toplam net varlıklar (milyar dolar) ve sayıları.....	18
Tablo 1.14. Türkiye'deki yatırım fonlarının toplam sayıları, portföy değerleri (milyon TL) ve yatırımcı sayıları.....	21
Tablo 4.1. Çalışma kapsamına alınan yatırım fonları	110
Tablo 4.2. Nihai yıldız derecesinin belirlenmesi	117
Tablo 4.3. Fonların çeşitli istatistikî verileri	118
Tablo 4.4. Fonların Morningstar skor ve dereceleri.....	125

ŞEKİLLER DİZİNİ

Sayfa

Şekil 1.1. 2015 yılı sonu itibariyle Avrupa'da yatırım fonlarının varlık dağılımı	20
Şekil 1.2. 2015 yılı sonu itibariyle yatırım fonlarında yatırımcı türleri	21
Şekil 4.1. Morningstar yıldız derecelerinin atanması	116



GİRİŞ

Yatırım fonlarının ortaya çıkışı, yabancı ülkelerde eskilere dayanmaktadır fakat yatırım fonları Türkiye’de ancak 1980’li yıllarda kendisine yer edinmeye başlayabilmiştir. Sonrasında ise sağladığı çeşitli avantajlar ile hızla büyüyen bir endüstri konumuna gelmiştir. Finansal piyasalarda günden güne artış gösteren yatırım alternatifleri, bilhassa bireysel yatırımcıların alternatifler arasında tercih yapmasını zorlaştırmaktadır. Yatırım fonlarının işin uzmanı olan profesyoneller tarafından yönetilmesi bireysel yatırımcılar için büyük bir avantaj yaratmaktadır. Bireysel yatırımcıların finansal piyasalara ilişkin yeterli bilgi ve deneyime sahip olmaması ya da bir portföy oluşturarak yönetmek için yeterli zamanın bulunamaması da yatırım fonlarını yatırımcılar açısından cazip bir hale getirmektedir. Yatırımcılar, fonlara yatırım yaptıktan sonra fona aktarmış oldukları tasarrufların karşılığında bir getiri bekleyeceklerdir ve dolayısıyla fon performansının değerlendirilmesi hususu gündeme gelecektir. Yapılan performans değerlendirmelerinin neticesi, esasında fon yöneticisinin de performansını yansıtacaktır. Yatırımcılar, seçenekler arasında yatırım kararı verirken de yine performans ölçümlerine ihtiyaç duyabilirler. Rasyonel yatırımcılar, aynı getiri düzeyinde daha düşük riski, aynı risk düzeyinde ise daha yüksek getiriyi tercih edeceklerdir.

Fon ya da portföy performanslarının değerlendirilmesi, finans literatüründe her zaman için en fazla üzerine çalışılan konulardan bir tanesi konumundadır. Bu husus, ilk başlarda sadece getiri odaklı yani getiriye bakılarak bir performans değerlendirmesi yapılır durumdayken, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli ile beraber aynı zamanda risk kavramı da dikkate alınmaya ve bu yönde analizler gerçekleştirmeye başlanmıştır. Önceleri riskin ihmal ediliyor oluşunun, riskin nasıl ölçüleceğinin tam olarak bilinmemesi ile bağdaştırılması mümkündür. Performans değerlendirilmesi, ne tür bir yatırım gerçekleştirilirse gerçekleştirilsin yatırım sürecinin en mühim unsurlarındandır. Değerlendirme yapılırken ortaya çıkmış performansın hangi öğelerden ne şekilde etkilendiğini belirlemek de dikkate alınması gereken noktalardandır. Yatırım fonlarının mevcut yatırımcıları yapılan performans değerlendirmesine göre fondan çıkma kararı alabilmekte, potansiyel diğer yatırımcılar ise tasarruflarını yüksek performanslı fonlara yönlendirebilmektedirler. Her ne kadar geçmişte gerçekleşen performans, herhangi bir şekilde gelecek performansın garantisi olmasa da, yatırımcılar yine de bu değerlendirmelere dayanarak yatırım kararlarını verebilmektedirler. Fon yöneticileri ise,

kendi performanslarını gözlemleyebilmekte, iyi yönetilen fonlarla beraber prestij kazanabilmekte ve böylece fona daha fazla nakit girişinin olmasını sağlayabilmektedirler. Diğer yandan fon yöneticilerinin birbirleriyle rekabeti kızışabilmekte ve bu sayede yatırım fonu endüstrisinde genel bir etkinlik artışından söz edilebilmektedir.

Fon performanslarının değerlendirilmesine yönelik gerçekleştirilmiş olan pek çok çalışma bulunmaktadır. Bunlardan kimisi belirlenen fonların doğrudan performansını ele alırken kimisi performans sonuçlarının fona gerçekleşen nakit akışları üzerindeki etkilerini ele almıştır. Bazıları da performans değerlendirmesi için yepyeni yöntemler ortaya koymuşlardır. İlgili literatür incelendiğinde gerçekten de yatırım fonlarına bahsedilenlerden çok daha farklı yönlerden yaklaşan ve onların performanslarını araştıran değişik birtakım çalışmalar da görülebilmektedir. Bilindiği gibi, bugüne kadar bir çok performans değerlendirme yöntemi geliştirilmiş ve sunulmuştur. Bu alandaki araştırmalarda üzerinde durulan konulardan bir diğeri de var olan performansın gelecekte de devam edip etmeme durumunun incelenmesine dayanmakta olup performans devamlılığına yoğunlaşmaktadır.

Bu çalışmada, belirlenen yatırım fonlarının performansları değerlendirilerek başarılı ile başarısız fonlar tespit edilmeye çalışılmıştır. 57 adet Hisse Senedi Yatırım Fonunun Ocak 2012 - Aralık 2016 dönemi performanslarının Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi ile değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

Çalışmanın birinci Bölümünde yatırım fonları genel olarak tanıtılmış, fonların taşıdıkları özellikler, türleri gibi konular incelenmiş, Dünya’da ve Türkiye’deki gelişimi irdelenmiş ve literatürde bulunan yatırım fonlarının performans değerlendirmesine ilişkin çalışmalara yer verilmiştir.

İkinci Bölümde ise, fon performanslarının değerlendirilmesi ve performans değerlendirme yöntemleri ile ilgili bilgiler ve yöntemlere getirilen eleştiriler sunulmuştur.

Üçüncü Bölümde, Morningstar Şirketi’nden, şirketin ortaya koyduğu performans değerlendirme yönteminin özelliklerinden ve bu yöntem ile alakalı yapılmış olan çalışmalardan söz edilmiştir.

Dördüncü Bölümde, 57 adet Hisse Senedi Yatırım Fonu, Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi ile değerlendirilmiştir. Kullanılan veriler ve metodoloji tanıtılmış ve bulgular tartışılmıştır.

Beşinci Bölümde ise gerçekleştirilen bu çalışmanın sonuçları hakkında yorum ve görüşlere yer verilmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

1. YATIRIM FONLARI

Günümüzde yatırımcıların yatırım yapabilecekleri araçların sayısı hızla artış göstermiştir. Bu araçlardan bir tanesi olan yatırım fonları, 2012 yılında kabul edilen 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda;

MADDE 52- (1) “Bu Kanun hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veyaportföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığına yatırım fonu adı verilir” (6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, m. 52(1)).

biçiminde ifade edilmiştir. Bakıldığı zaman yatırım fonlarının Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili Kanuna dayanarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan Tebliğ esaslarına göre kurulup işletildiği görülmektedir. Bu bağlamda yatırım fonlarının 09.07.2013 tarih ve 28702 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan III-52.1 sayılı ‘Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’ ile düzenlendiği görülmektedir. Ancak ilgili Tebliğin Borsa Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarını kapsamadığına dikkat etmek gerekmektedir. Yatırım fonları saptanmış olan finansal hedeflere etkin bir biçimde erişmeyi amaçlayan pek çok yatırımı bir araya toplamakta olup esasen gelişmiş ülkelerde uzun yıllardan beri var olmaktadır. Dünya’da yatırım fonlarının kökeni kesin olmamakla beraber, bazı kaynaklar ilk yatırım fonlarının kapalı uçlu olarak 1822’de Kral I. William tarafından Hollanda’da sunulduğunu kabul etmektedir. Diğer kaynaklar ise, yatırım fonları kurulması fikrinin Kral I. William’a 1774’ten beri bir yatırım şirketi sahibi olan tüccar Adriaan Van Ketwich tarafından verildiğini belirtmektedir (Angela, 2013, s. 609). Yatırım fonları, Türk Hukuk Sistemi’ne ise 1981 senesinde girmiş olsa da, faaliyetlerinin 1987 senesi itibariyle başladığı görülmektedir (Yolsal, 2012, s. 344). Yatırım fonlarına yönelik olarak gerçekleştirilen ilk düzenleme, 30.07.1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 35 ve 46. Maddeleri arasında bulunan hükümlerce yapılmıştır (Özütürk, 2002, s. 7). Türkiye’de kurulan ilk yatırım fonu 1987’de İş Bankası tarafından kurulmuştur (Yıldız, 2005, s. 186). 1987 ile 1993 yılları arasındaki süreçte sadece bankaların yatırım fonu kuran bir konumda oldukları, 1993 yılından itibaren ise

bankaların yanı sıra aracı kurum ve sigorta şirketlerinin de yatırım fonları kurmaya başladıkları görülebilmektedir. Kasım 1988 tarihi itibarı ile var olan yatırım fonlarının görünümü Tablo 1.1 'deki gibidir.

Tablo 1.1. *Türkiye’de yatırım fonları- Kasım/1988 (İktisadi Araştırmalar Vakfı, 1989, s.89)*

Sıra	Kurucu	Fon adı	Katılma belgesi çıkış tarihi
1	Türkiye İş Bankası A.Ş.	İş Yatırım	13.07.1987
2	İktisat Bankası A.Ş.	İktisat Yatırım 1	16.09.1987
3	Uluslararası Endüstri ve Ticaret Bankası	İnterfon 1	19.09.1987
4	Garanti Bankası A.Ş.	Garanti Yatırım 1	22.10.1987
5	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Yatırım Fonu	02.11.1987
6	Eskişehir Bankası T.A.Ş.	Esbank Fon	16.11.1987
7	Uluslararası Endüstri ve Ticaret Bankası	İnterfon 2	14.12.1987
8	İktisat Bankası A.Ş.	İktisat Yatırım 2	10.02.1988
9	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Karma Fon	07.03.1988
10	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Sektör Fon	07.03.1988
11	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Kamu Fonu	07.03.1988
12	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Hisse Fonu	07.03.1988
13	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Likit Fon	07.03.1988
14	Türkiye Vakıflar Bankası A.O.	Vakıfbank Fon	09.05.1988
15	DIŞBANK-Türk Dış Ticaret Bankası A.Ş.	Dışbank Mavi Fon	28.06.1988
16	Türkiye Tütünçüler Bankası	Tütünbank Fon	04.07.1988
17	Chemical Mitsui Bank A.Ş.	Cembank (Mitsui) Fon	15.07.1988

Piyasalara dair yeterli bilgi birikimine sahip olunmaması, bir portföy yatırımını yönetebilmek için yeterli zamanın bulunamaması yahut günden güne artan sermaye piyasalarındaki yatırım alternatifleri nedeniyle menkul kıymet seçme ve yönetmede artan zorluklar gibi bir çok farklı sebepten ötürü bilhassa küçük yatırımcılar, profesyoneller tarafından idare edilmekte olan yatırım fonlarını makul olarak görebilmektedirler. Bu bağlamda yatırım fonları, yatırımcıların ihtiyaçlarına cevap verebilmesi gayesiyle oluşturulan portföyler biçiminde nitelendirilebilmektedir. Profesyonel yöneticilerin belirli bilgi birikimlerine sahip olmalarına dayanan yatırımcılar, haliyle yöneticilerden piyasaları iyi algılayabilmelerini, gelişmeleri mantıklı bir şekilde yorumlayarak pozisyon alabilmelerini, gereken durumlarda uygun şekilde fon bileşimlerini revize ederek bir

anlamda piyasa zamanlaması kabiliyeti gösterebilmelerini, en uygun fon bileşimini meydana getirerek fon performansını arttırmalarını ve istikrarlı bir performans ortaya koymalarını beklemektedirler. Yatırım fonlarının yatırımcılara sağlamış olduğu profesyonel yönetim, riski dağıtma ve likidite kolaylığı vb. avantajlarla beraber yatırım fonları daha popüler olmaya ve finansal piyasaların yapı taşlarından biri konumuna gelmeye başlamışlardır.

Yatırım fonlarını, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetilmesi olan portföy yönetim şirketleri kurabilmektedir (6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, m. 55(1)). Yönetimi ise fon kurucusu tarafından ya da kurucu tarafından tespit edilecek olan bir başka portföy yönetim şirketi tarafından gerçekleştirilmektedir. Belirtilmelidir ki Sermaye Piyasası Kurulu'ndan portföy yöneticiliği yetki belgesi almış portföy yönetim şirketleri yönetici olabilmektedir. Yatırım fonlarının herhangi bir tüzel kişiliği bulunmamakla beraber, fonların inançlı mülkiyet esasına göre yönetilmesi durumu söz konusudur. Bu sebeptendir ki fonun sahip olduğu mal varlığı, fonu kuran yapının mal varlığından ayrı durumdadır. İnançlı mülkiyet esasında tasarruf sahipleri katılma belgesi satın almak suretiyle sahip oldukları birikimlerini, fon kurucularının yönetimine aktarmaktadırlar ve fon kurucusu, fon içtüzüğü biçiminde nitelendirilen bir sözleşme kapsamında fonu yönetebilmektedir (Özeroğlu, 2014, s. 399-400). Katılma Belgesi, yatırımcının haklarını taşıyan, fona ortak olduğunu göstermekte olan ve kayden takip edilen sermaye piyasası aracı olarak tanımlanabilmektedir. Katılma Belgelerinin nominal değeri bulunmamaktadır ve hisse senetlerinin aksine, Katılma Belgesi olarak bir fona ortak olanların yönetime katılma hakları yoktur. Bu noktada, fon kurucusu, tasarruf sahiplerinden aldığı yetki neticesinde, tasarruf sahiplerinin birikimlerini, söz konusu sözleşme çerçevesinde ve onların haklarını koruyarak yönetmek veya yönettirmekle mükelleftir. Fonu yönetmek için bir fon yöneticisinin kurucudan ayrı olarak belirlenmesinin nedeni, fonun kurucunun çıkarlarına göre değil tasarruf sahiplerinin yani fona ortak olanların çıkarları doğrultusunda yönetilmesinin sağlanmasıdır. Katılma belgelerinin (paylarının) fona iade edilmesi ya da satın alınması durumlarında, fon kurucusunun izahnamede belirtmiş olduğu katılma belgelerinin alım veya satım işlemlerinin gerçekleştirilebileceği yerlere müracaat etmek suretiyle alım-satım emirleri verilebilmektedir. Yanı sıra Türkiye Elektronik Fon Alım-Satım Platformu (TEFAS) da kullanılabilir. Katılma belgelerinin birim pay fiyatı olarak da ifade edilen değerinin hesaplanması için evvela fon bileşiminde bulunan varlıkların piyasadaki cari

fiyatları üzerinden fonun toplam portföy değeri hesaplanmakta, sonrasında fonun alacakları bu değere eklenerek borçları bu değerden çıkarılmakta ve fonun toplam değerine ulaşılmaktadır. Akabinde ise, fonun toplam değeri, tedavülde bulunmakta olan pay sayısına bölünmek suretiyle bir birim katılma belgesi fiyatı (birim pay fiyatı) elde edilmektedir (http-1).

Yatırım fonlarındaki yapıya bakıldığında, esasında dört unsurdan bahsedilebilmektedir. Bunlar; Saklama kuruluşu, tasarruf sahipleri, fonun kurucusu ve fonun yöneticisi olarak sayılabilmektedir. Saklama kuruluşu; fonun sahip olduğu mal varlığını saklamakla yükümlüdür. Tasarruf sahipleri; Katılma belgeleri vasıtasıyla fona ortak olan gerçek ya da tüzel kişileri anlatmaktadır. Fonun kurucusu; bir yatırım fonu kurarak, arzulayan yatırımcıların bu fona katılımı sağlayan, fonun temsilinden ve fonun gerçekleştirmiş olduğu her türlü işleminden dolayı sorumluluğu var olan yapıdır. Fon yöneticisi ise, fon kurucusu tarafından fonu yönetmek üzere atanan kişi konumunda bulunmaktadır. Bu noktada, tasarruf sahiplerinin birikimlerini fon kurucusuna aktarması nedeniyle, tasarruf sahiplerinden fon kurucusuna bir para akışı ve fon kurucusundan da tasarruf sahiplerine katılma belgeleri teslimi gerçekleşmektedir. Fon kurucusundan fon yöneticisine ise aralarındaki sözleşme çerçevesinde bir para akışı söz konusu olmaktadır.

Yatırım fonlarının bileşiminde bulunan menkul kıymetlerin geçirmiş olduğu değişimler neticesinde, fonların performansı direkt olarak etkilenmektedir ve bu yüzden ki yatırım fonlarına yatırımda bulunmuş yatırımcılar, muhtemel kazançlarında ve üstlendikleri risk seviyelerinde meydana gelebilecek oynaklıkları belirlemeyi ve fonların başarılı bir şekilde yönetilip yönetilmediğini saptamayı arzulayacaklardır. Yatırım fonlarının temelde üç biçimde getiri sağlama özellikleri bulunmaktadır. Bunlardan ilki, yatırım fonunun bileşimindeki varlıkların değerlerinde meydana gelen artışlardan oluşmaktadır. İkinci ise yatırım fonunun bileşiminde bulunan varlıklardan elde edilen temettü ve faiz gibi gelirlerdir. Sonuncusu, yatırım fonunun, değerinde artış meydana gelmiş olan varlıkları satmayarak tutmaya devam etmesi neticesinde, katılma belgelerinin fiyatında oluşan artıştan dolayı ortaya çıkmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun yapmış olduğu tanımlamadan da görülebileceği üzere, Yatırım fonları, halktan toplanan paralar karşılığında çeşitli finansal varlıklardan meydana gelen portföylerin idare edildiği yapılardır. Fonlara yatırımda bulunmak isteyen yatırımcılar, fonun kurulmasından sonra ihraç edilen katılma belgeleri vasıtasıyla fonlara arzuladıkları

şekilde ortak olabilmektedirler. Yatırım fonlarının bileşimlerinde bulundurabilecek oldukları varlıklar, III-52.1 Sayılı ‘Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’ ile aleni bir şekilde belirtilmiştir. Buna göre, fonların, özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulan ihraççılara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları, Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ile ihraççı payları, 12 aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat, katılma hesabı ve mevduat sertifikaları, borsada işlem görmeleri kaydıyla altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları, fon katılma payları, repo ve ters repo işlemleri, kira sertifikaları, gayrimenkul sertifikaları, varantlar ve sertifikalar, Takasbank para piyasası ve yurtiçi organize para piyasası işlemleri, türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri, Sermaye Piyasası Kurulu’nca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri ve uygun görülen diğer yatırım araçlarını fon bileşiminde bulundurabilmeleri mümkündür (III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, m. 4(2)). Bunlarla birlikte, fon portföylerine dahil edilebilecek olan varlıklara ilişkin sınırlamalar ile diğer birtakım sınırlamalar ilgili tebliğin ilgili maddelerinde açıkça bulunmaktadır. Yatırım fonunun kuruluşuna ve işleyişine dair bütün meseleler ise fon içtüzüğünde detaylı bir biçimde yer almaktadır.

1.1. Yatırım Fonlarının Dünya’daki Gelişimi

Yatırım fonlarının toplam varlık (portföy) değerlerinin gelişimi incelendiğinde, yükselen bir trend göze çarpmaktadır. Dünya genelinde 2011 yılında 27.8 trilyon Dolarlık bir değerden söz edilebilirken, 2016 yılı sonu itibarıyla bu değer 40,3 trilyon Dolara yükselmiştir. Tablo 1.2’de görüldüğü gibi ABD, toplam varlık değerinin neredeyse %50’sine sahiptir ve buradan da anlaşılabileceği gibi yatırım fonu endüstrisinde lider konumdadır. Avrupa ülkeleri yaklaşık %35’lik bir paya sahip iken, Asya ve Pasifik ülkeleri ile Güney Afrika kalan %15’lik dilimi bölüşmektedir. Tüm Avrupa’da Lüksemburg’un tek başına %25 civarlarında bir payının mevcut olması, Lüksemburg’un bu endüstride bir merkez nokta olma özelliği taşıması ile vergisel birtakım hususlardan kaynaklı olarak yatırım fonlarının burada kuruluyor olmasından ileri gelmektedir.

Tablo 1.2. Dünya genelinde yatırım fonları ve borsa yatırım fonlarının milyon dolar cinsinden toplam varlık değerleri (ICI)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dünya	27.884.941	31.869.170	36.331.117	38.020.032	38.115.691	40.364.115
Amerika ülkeleri	14.583.489	16.486.391	18.862.421	20.007.808	19.556.036	21.093.009
Arjantin	6.808	9.185	11.179	15.630	16.435	20.189
Brezilya	1.008.928	1.070.998	1.018.641	989.542	743.530	1.060.904
Kanada	753.606	856.504	940.580	981.804	889.610	996.090
Şili	33.425	37.900	39.291	44.166	39.898	46.214
Kosta Rika	1.266	1.484	1.933	2.092	2.533	2.297
Meksika	92.743	112.201	120.518	119.504	105.940	92.429
Trinidad ve Tobago	5.989	6.505	6.586	7.121	6.983	6.781
ABD	12.680.724	14.391.614	16.723.693	17.847.949	17.751.107	18.868.105
Avrupa	10.255.198	11.915.430	13.585.779	13.807.950	13.738.783	14.116.938
Avusturya	162.758	186.905	194.932	165.084	151.199	150.939
Belçika	81.505	82.695	93.132	100.790	92.115	83.970
Bulgaristan	291	324	504	496	440	548
Hırvatistan	-	-	-	2.058	1.975	2.571
Kıbrıs Rum Kesini	-	-	-	-	-	248
Çek Cumhuriyeti	4.445	5.122	5.302	5.746	7.812	8.901
Danimarka	84.891	103.506	118.702	120.844	111.509	116.910
Finlandiya	62.193	87.522	103.602	86.397	88.351	93.757
Fransa	1.786.815	1.986.661	2.103.274	1.940.490	1.832.073	1.880.335
Almanya	1.465.049	1.689.889	1.934.560	1.847.268	1.799.754	1.893.722
Yunanistan	5.213	6.011	6.742	5.256	4.292	4.111
Macaristan	7.193	13.063	18.138	15.980	14.825	14.582
İrlanda	1.361.462	1.613.201	1.845.040	2.003.956	2.052.437	2.197.533
İtalya	180.754	193.448	223.023	217.363	207.867	203.384
Lihtenştayn	32.606	37.615	41.915	45.792	44.938	45.624
Lüksemburg	2.712.677	3.145.220	3.606.847	3.757.624	3.817.201	3.901.304
Malta	2.132	4.522	4.468	4.423	3.808	2.739
Hollanda	582.189	681.140	781.020	801.397	729.096	771.988
Norveç	79.999	98.723	109.325	112.223	102.526	113.957
Polonya	18.463	26.888	29.515	34.177	32.286	29.572
Portekiz	7.321	28.941	28.222	15.786	22.270	20.109
Romanya	2.388	2.613	4.000	4.932	5.038	5.072
Rusya	3.072	-	-	-	-	-
Slovakya	3.191	4.743	5.898	6.514	6.202	6.205
Slovenya	2.279	2.370	2.506	2.550	2.448	2.528
İspanya	195.220	202.742	268.380	274.072	274.715	280.826
İsveç	179.707	211.236	255.822	283.683	279.977	286.412
İsviçre	273.061	327.360	425.662	436.431	457.162	475.838
Türkiye	14.048	16.478	14.078	15.310	12.887	12.277
Birleşik Krallık	944.276	1.156.492	1.361.170	1.501.308	1.583.580	1.510.976
Asya ve Pasifik	2.921.278	3.322.199	3.740.049	4.057.800	4.738.804	5.008.346
Avustralya	1.440.128	1.667.128	1.624.081	1.601.078	1.521.313	1.613.044
Çin	339.038	437.449	460.332	708.884	1.263.130	1.227.540

Tablo 1.2. (Devam) *Dünya genelinde yatırım fonları ve borsa yatırım fonlarının milyon dolar cinsinden toplam varlık değerleri (ICI)*

Tayvan	53.437	59.192	62.286	58.049	63.147	61.773
Hindistan	87.519	114.489	107.895	136.834	168.186	216.805
Japonya	745.383	738.488	1.157.972	1.171.974	1.328.634	1.459.705
Güney Kore	226.717	267.583	285.172	330.168	343.293	370.600
Yeni Zelanda	23.709	31.145	34.185	41.559	41.908	48.623
Pakistan	2.984	3.159	3.464	4.156	4.164	5.360
Filipinler	2.363	3.566	4.662	5.098	5.029	4.896
Afrika	124.976	145.150	142.868	146.474	122.068	145.822
Güney Afrika	124.976	145.150	142.868	146.474	122.068	145.822

1.1.1. Amerika Birleşik Devletleri

Yatırım fonlarının mevcut durumu ile gelişimine bakıldığında, bilhassa Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) Investment Company Institute (ICI) tarafından yapılmış olan pek çok araştırmaya rastlanmaktadır. ABD'de yatırım fonuna yatırım yapmış olan hanehalkının gelir durumlarına ilişkin bir çalışmada, 2017 yılındaki veriler ışığında yatırımcıların %50'sinin 100.000 Dolar ya da daha fazla bir gelire sahip olduğu görülmektedir. Tablo 1.3'de, bu durumun önceki yıllardan beri bu şekilde süregelmediği, özellikle 2015, 2016 ve 2017 yıllarında böylesi bir ivme ile karşılaşıldığı göze çarpmaktadır. Bu tarihlere kadar ise, 50.000 Dolar ile 100.000 Dolar arası gelire sahip olan yatırım fonu yatırımcılarının oranının, 100.000 Dolar ya da daha fazla bir gelire sahip olan yatırımcıların oranından daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Örneğin, 2007 yılında 50.000 ile 100.000 Dolar arasında gelire sahip olan yatırımcıların oranı %41 iken, 100.000 Dolar ya da daha fazla gelire sahip olanların oranı ise %33'tür.

Tablo 1.3. *ABD'de yatırım fonu yatırımcısı olan hanehalkının toplam gelir durumlarına göre dağılımı (ICI)*

	25000 dolardan az	25000- 34999 dolar arası	35000- 49999 dolar arası	50000- 74999 dolar arası	75000- 99999 dolar arası	100000- 149999 dolar arası	150000- 249999 dolar arası	250000 dolar ya da daha fazla
2017	%3	%4	%9	%17	%17	%25	%18	%7
2016	%5	%4	%8	%18	%16	%25	%17	%7
2015	%5	%5	%10	%19	%16	%24	%16	%5
2014	%4	%5	%11	%21	%19	%21	%14	%5
2013	%6	%6	%12	%21	%17	%21	%12	%5
2012	%5	%6	%11	%21	%18	%21	%14	%4
2011	%7	%7	%10	%21	%17	%22	%12	%4
2010	%6	%6	%13	%20	%19	%21	%11	%4
2009	%5	%5	%13	%21	%19	%21	%12	%4

Tablo 1.3. (Devam) ABD’de yatırım fonu yatırımcısı olan hanehalkının toplam gelir durumlarına göre dağılımı (ICI)

2008	%5	%5	%12	%21	%20	%21	%12	%4
2007	%8	%6	%12	%24	%17	%19	%10	%4

Yatırım fonlarının, hanehalkının toplam finansal varlıkları içerisinde ne kadarlık bir paya sahip durumda bulunduğunu ortaya koyan bir başka araştırmada, araştırma dönemini kapsayan hemen hemen bütün yıllarda yatırım fonuna sahip olan yatırımcıların yaklaşık %65’inin portföyünde yatırım fonlarının %50’den daha fazla bir yer kapladığı görülmektedir (Bkz Tablo 1.4).

Tablo 1.4. ABD’de hanehalkının finansal varlıklarının içerisinde yatırım fonlarının payı (ICI)

	%25 ya da daha az	%26-%50 arası	%51-%75 arası	%75’ten fazla
2017	%13	%22	%22	%43
2016	%16	%20	%20	%44
2015	%17	%16	%19	%48
2014	%15	%17	%22	%46
2013	%18	%16	%21	%45
2012	%14	%18	%22	%46
2011	%15	%17	%21	%47
2010	%17	%18	%20	%45
2009	%15	%19	%22	%44
2008	%13	%18	%24	%45
2007	%18	%18	%22	%42

Yatırım fonlarına yatırımda bulunmuş yatırımcıların ortak oldukları fon sayısındaki değişim ele alındığında, aslında pek de keskin bir dönüşümden söz etmek mümkün değildir. Tablo 1.5’de görüldüğü gibi ortalama olarak yatırımcıların %35’i, 1 ya da 2 tane yatırım fonuna ortak iken, %25’i, 3 ya da 4 tane yatırım fonuna katılmış durumdadır. Yatırımcıların %40’ı ise, 5 veya daha fazla yatırım fonuna ortak konumdadır.

Tablo 1.5. ABD’de hanehalkları tarafından sahip olunan toplam yatırım fonu sayısı (ICI)

	1 tane	2 tane	3 tane	4 tane	5-6 tane	7-10 tane	11 ya da daha fazla
2017	%17	%20	%13	%10	%14	%11	%15
2016	%17	%17	%14	%11	%14	%13	%14
2015	%19	%18	%14	%10	%15	%11	%13
2014	%17	%17	%16	%11	%14	%11	%14
2013	%19	%18	%14	%10	%12	%11	%16

Tablo 1.5. (Devam) ABD’de hanehalkları tarafından sahip olunan toplam yatırım fonu sayısı (ICI)

2012	%13	%16	%11	%12	%17	%13	%18
2011	%14	%12	%15	%12	%15	%15	%17
2010	%14	%15	%12	%12	%14	%15	%18
2009	%14	%15	%13	%9	%17	%18	%14
2008	%14	%14	%13	%14	%17	%15	%13
2007	%17	%16	%12	%10	%16	%15	%14

Çeşitli sebeplerden dolayı, yatırım fonlarına katılmış ABD’deki yatırımcılar, bu yöndeki bir aksiyon gerçekleştirmelerine temel dayanak olarak, emeklilik amacını göstermişlerdir. Tablo 1.6’da görüldüğü üzere 2007’den 2017’ye kadar neredeyse bütün yıllarda, yatırımcıların %75’i, birincil finansal amaçlarının emeklilik olduğunu beyan etmiştir.

Tablo 1.6. ABD’de hanehalklarının yatırım fonu yatırımlarındaki birincil finansal amaç (ICI)

	Emeklilik	Vergilendirilebilir geliri azaltma	Acil durumlar (tedbir)	Eğitim	Şu anda gelir kaynağı	Ev ya da benzer bir varlık satın alma	Diğer
2017	%75	%3	%6	%5	%6	%3	%2
2016	%74	%4	%7	%5	%6	%3	%1
2015	%72	%4	%8	%5	%7	%3	%1
2014	%74	%3	%6	%5	%6	%3	%3
2013	%72	%3	%8	%5	%7	%2	%3
2012	%73	%3	%7	%7	%6	%2	%2
2011	%73	%3	%6	%6	%7	%2	%3
2010	%74	%4	%7	%6	%5	%2	%2
2009	%76	%3	%6	%6	%7	%2	%3
2008	%76	%4	%5	%6	%5	%2	%2
2007	%73	%5	%6	%6	%6	%2	%2

Yatırım fonuna yatırım yapmış durumda bulunan ve yatırım yapmamış olan yatırımcıların risk algılarına yönelik ABD’deki bir başka araştırmada, iki grubun arasındaki farklılıklara dikkat çekilmektedir. Tablo 1.7’de görüldüğü üzere yatırım fonu yatırımcılarının yaklaşık %50’si, 10 yıllık bir periyotta bütün yıllar için ortalama bir getiri elde etmek için ortalama bir riski üstlenebileceğini belirtmektedir. %35’lik bir kesim ise, ortalamanın biraz üzerinde ya da yüksek bir getiri edebilmek için daha fazla risk üstlenme eğilimindedir. Bu grubun %10’u riskten tamamen kaçınma davranışı sergilemektedir. Bunlara karşın, yatırım fonu yatırımcısı olmayan hanehalkının riske karşı tutumları daha farklı bir yapı göstermektedir. Şöyle ki, bu grubun yatırım fonu yatırımcısı olan diğer

gruba göre çok daha fazla riskten kaçındığını ve yüksek düzeyde risk üstlenmek istemediğini söylemek yanlış olmayacaktır. Yatırım fonuna ortak olmamış olan yatırımcıların %35'i ortalama ya da ortalama üstü bir risk seviyesini tolere edebiliyorken, yatırım fonu sahibi yatırımcılarda bu oran %80 civarlarındadır. Keza yatırım fonu yatırımcısı olmayan grubun %60'ı riskten tamamen kaçınma yönünde bir davranış içerisindeyken, diğer grupta ise bu oran daha önce de belirtildiği gibi yalnızca %10'dur. Yani bir bütün olarak bakılırsa, yatırım fonuna yatırım yapmayanların pek fazla risk üstlenmek istemedikleri, riske karşı oldukça duyarlı oldukları ve aksine, yatırım fonuna yatırım yapanların daha çok risk üstlenme davranışı içinde bulundukları söylenebilmektedir.

Tablo 1.7. ABD'de yatırım fonuna yatırım yapmış ve yapmamış olan hanehalkının riske karşı tutumu (ICI)

Yatırım fonu yatırımcısı olan hanehalkının tutumu					
	Yüksek getiri için yüksek risk	Ortalamanın üzerinde getiri için ortalama üzeri risk	Ortalama getiri için ortalama risk	Ortalama altında getiri için ortalama altı risk	Riskten tamamen kaçınan
2017	%7	%27	%46	%9	%11
2016	%7	%26	%47	%8	%12
2015	%6	%25	%47	%10	%12
2014	%6	%25	%49	%10	%10
2013	%4	%26	%48	%12	%10
2012	%5	%23	%49	%11	%12
2011	%4	%25	%48	%10	%13
2010	%5	%25	%49	%11	%10
2009	%5	%25	%49	%10	%11
2008	%6	%30	%50	%7	%7
Yatırım fonu yatırımcısı olmayan hanehalkının tutumu					
	Yüksek getiri için yüksek risk	Ortalamanın üzerinde getiri için ortalama üzeri risk	Ortalama getiri için ortalama risk	Ortalama altında getiri için ortalama altı risk	Riskten tamamen kaçınan
2017	%5	%6	%20	%9	%60
2016	%5	%6	%20	%8	%61
2015	%7	%7	%22	%7	%57
2014	%6	%7	%24	%8	%55
2013	%5	%6	%26	%9	%54
2012	%5	%6	%23	%9	%56
2011	%4	%6	%25	%10	%55
2010	%4	%7	%27	%9	%53
2009	%4	%7	%27	%11	%51
2008	%4	%7	%26	%8	%55

Investment Company Institute tarafından yayınlanmış olan ve ABD’de gerçekleştirilen başka bir çalışmaya göre, gelir düzeyi arttıkça yatırım fonuna yatırım yapanların oranının da arttığı söylenebilir. Tablo 1.8’e göre, 25.000 Dolardan daha az bir gelire sahip hanehalkının ortalama %10’u yatırım fonlarına yatırım yapmaktadır. 25.000 ile 34.999 Dolar arası gelir sağlayanların ortalama %25’inin, 35.000 ile 49.999 Dolar arasında geliri olanların %40’ının, 75.000 ile 99.999 Dolar arasında gelir elde edenlerin %70’inin ve 100.000 Dolar ya da daha fazla gelir elde edenlerin %80’inin yatırım fonlarına ortaklıkları bulunmaktadır. Bu oransal verilerin yıllar içerisinde dalgalı bir seyir gösterdiği ve kimi yıllarda artışlar kimi yıllarda azalışlar meydana geldiği belirtilse bile artan gelir seviyesiyle birlikte yatırım fonuna yatırım yapanların oranının arttığı da bir gerçektir.

Tablo 1.8. ABD’de gelir grupları bazında yatırım fonuna yatırım yapan yatırımcıların toplam hanehalkına oranı (ICI)

	25 000 dolardan az	25000- 34999 dolar arası	35000- 49999 dolar arası	50000- 74999 dolar arası	75000- 99999 dolar arası	100000 dolar ya da daha fazla
2017	%6	%18	%31	%44	%64	%81,5
2016	%9	%18	%29	%46	%60	%80
2015	%9	%21	%34	%47	%61	%78
2014	%7	%21	%36	%52	%67	%77
2013	%12	%27	%39	%55	%67	%81
2012	%8	%25	%36	%53	%71	%81
2011	%12	%29	%32	%52	%67	%81
2010	%10	%28	%40	%50	%73	%80
2009	%10	%22	%42	%53	%71	%79
2008	%10	%24	%41	%58	%75	%83
2007	%14	%26	%38	%57	%67	%75
2006	%14	%28	%41	%55	%72	%82
2005	%10	%31	%47	%58	%74	%78
2004	%12	%26	%43	%62	%74	%83
2003	%13	%29	%40	%58	%77	%83
2002	%10	%30	%47	%64	%76	%83
2001	%14	%32	%52	%71	%85	%81
2000	%13	%35	%48	%68	%76	%78
1999	%15	%29	%47	%60	%77	%74
1998	%12	%31	%48	%63	%76	%76
1997	%10	%28	%39	%54	%65	%77
1996	%9	%28	%39	%53	%65	%73
1995	%9	%21	%36	%46	%60	%73
1994	%10	%22	%41	%47	%59	%64

ABD’de vatandaşların yatırım fonuna sahip olma durumları ele alındığında, Tablo 1.9’da görülen durum ortaya çıkmaktadır. Buna göre, toplam hanehalkının yaklaşık

%45'inin yatırım fonu yatırımcısı olduğu görülmektedir. 1980'lerden itibaren bakıldığında, oranın yıllar itibariyle giderek yükseldiği ve daha fazla hanehalkının yatırım fonu endüstrisine giriş yaptığı, 2000'lerden sonra bu oranın %45'ler civarına sabitlendiği gözlemlenmektedir. Bireysel olarak herhangi bir yatırım fonuna ortak durumda bulunan yatırımcıların sayısı da kimi yıllarda artış kimi yıllarda azalış göstermiş olsa da, trende bakıldığında genel bir artış durumundan bahsedilebilmektedir. 2017 itibariyle yatırım fonu yatırımcısı olan bireylerin sayısı 100 milyona dayanmış durumdadır.

Tablo 1.9. ABD'de yatırım fonu sahipliği (ICI)

	Toplam hanehalkı sayısı	Yatırım fonuna sahip olan hanehalkı sayısı	Yatırım fonuna sahip olan hanehalkı oranı	Yatırım fonuna sahip olan bireylerin sayısı
2017	126,2 milyon	56,2 milyon	%44,5	100 milyon
2016	125,8 milyon	54,9 milyon	%43,6	94 milyon
2015	124,6 milyon	53,6 milyon	%43,0	90,9 milyon
2014	123 milyon	53,2 milyon	%43,3	90,4 milyon
2013	122,5 milyon	56,7 milyon	%46,3	96,2 milyon
2012	121,1 milyon	53,8 milyon	%44,4	92,4 milyon
2011	119,9 milyon	52,9 milyon	%44,1	91,4 milyon
2010	117,5 milyon	53,2 milyon	%45,3	93 milyon
2009	117,2 milyon	52,6 milyon	%44,9	90,9 milyon
2008	116,8 milyon	55 milyon	%47,1	96,3 milyon
2007	116 milyon	51,6 milyon	%44,4	90 milyon
2006	114,4 milyon	51,3 milyon	%44,8	90,4 milyon
2005	113,3 milyon	50,3 milyon	%44,4	85,9 milyon
2004	112 milyon	49,9 milyon	%44,6	85,9 milyon
2003	111,3 milyon	48,6 milyon	%43,7	83,7 milyon
2002	109,3 milyon	49 milyon	%44,9	87 milyon
2001	108,2 milyon	53 milyon	%48,9	94,2 milyon
2000	106,4 milyon	48,6 milyon	%45,7	86 milyon
1999	103,9 milyon	43,4 milyon	%41,8	75,2 milyon
1998	102,5 milyon	41,9 milyon	%40,9	74 milyon
1997	101 milyon	35,3 milyon	%34,9	61,7 milyon
1996	99,6 milyon	32,6 milyon	%32,7	-
1995	99 milyon	28,4 milyon	%28,7	-
1994	97,1 milyon	27,6 milyon	%28,4	-
1993	96,4 milyon	27 milyon	%28	-
1992	95,7 milyon	25,8 milyon	%27	-
1991	94,3 milyon	25,5 milyon	%27	-
1990	93,3 milyon	23,4 milyon	%25,1	-
1989	92,8 milyon	23,2 milyon	%25	-
1988	91,1 milyon	22,2 milyon	%24,4	-
1987	89,5 milyon	22,5 milyon	%25,1	-
1986	88,5 milyon	17,3 milyon	%19,6	-
1985	86,8 milyon	12,8 milyon	%14,7	-
1984	85,3 milyon	10,1 milyon	%11,9	-
1983	83,9 milyon	9,8 milyon	%11,7	-
1982	83,5 milyon	9 milyon	%10,8	-

Tablo 1.9. (Devam) *ABD’de yatırım fonu sahipliği (ICI)*

1981	82,4 milyon	6,9 milyon	%8,4	-
1980	80,8 milyon	4,6 milyon	%5,7	-

ABD’de yatırım fonuna sahip yatırımcıların bu endüstriye dair genel görüşlerine ışık tutan diğer araştırmada, yatırımcıların yaklaşık %70’inin genel olarak olumlu bir görüş taşıdığı ve yatırım fonu endüstrisini tatminkar bulduğu, %10’unun olumsuz düşüncelere sahip olduğu ve %20’sinin herhangi bir fikrinin olmadığı ortaya konulmuştur. Bu durum Tablo 1.10. üzerinden okunabilmektedir. İncelendiğinde, endüstriyi tatminkar bulanların oranının esasen bir düşüş gösterdiği görülebilmektedir. 1990’lı yılların sonlarına doğru olumlu izlenime sahip olduğunu belirtenlerin oranı %80’ler seviyesinde ve hatta daha yüksek iken, 2017 yılında bu oranı %66 olarak gerçekleştirmiştir.

Tablo 1.10. *ABD’de yatırım fonu yatırımcılarının yatırım fonu endüstrisine dair izlenimleri (ICI)*

	Çok olumlu	Biraz olumlu	Biraz olumsuz	Çok olumsuz	Fikir yok
2017	%15	%51	%7	%3	%24
2016	%13	%52	%8	%2	%25
2015	%16	%51	%9	%2	%22
2014	%17	%51	%8	%2	%22
2013	%13	%55	%9	%2	%21
2012	%14	%51	%9	%3	%23
2011	%15	%54	%10	%4	%17
2010	%12	%55	%14	%2	%17
2009	%10	%54	%16	%4	%16
2008	%16	%57	%10	%2	%15
2007	%26	%57	%8	%1	%14
2006	%19	%57	%6	%2	%16
2005	%15	%59	%7	%2	%17
2004	%16	%56	%11	%2	%15
2003	%16	%55	%10	%1	%18
2002	%18	%56	%7	%3	%16
2001	%22	%57	%4	%1	%16
2000	%28	%55	%3	%1	%13
1999	%31	%53	%4	%1	%11
1998	%28	%53	%4	%0,5’ten az	%15
1997	%25	%57	%3	%2	%13

Yatırım fonlarının ABD’de türe göre ne şekilde bir dağılım sergilediği hususu incelendiğinde, hisse senedi fonlarının hakimiyetini yıllar boyunca artırdığı ve 2008 yılında yatırım fonu endüstrisinde %39’luk bir paya sahip iken 2016 yılı itibarıyla bu oranın %50’nin üzerine çıktığı görülmektedir. Tablo 1.11’de görüldüğü üzere tahvil

fonları ya da bir anlamda borçlanma araçları fonları da her ne kadar 2013 yılından sonra bir düşüş yaşamış olsa bile genel trendde endüstrideki payını artırma eğiliminde olup 2008'den 2016 yılına payını %20'nin üzerinde yükselterek %22'lere taşımıştır. Bu iki grupta meydana gelen yükseliş para piyasası fonlarında keskin bir düşüş şeklinde kendini göstermiştir. Para piyasası fonlarının endüstrideki payı kayda değer bir düşüş trendine girerek 2008 yılında %40'lık bir payı bulunmakta iken 2016'da %17'ye gerileyerek %50'nin üzerinde bir düşüş göstermiştir.

Tablo 1.11. ABD'de yatırım fonlarının türe göre dağılımı (ICI)

	Hisse senedi fonları	Tahvil fonları	Para piyasası fonları	Hibrit(diğer)
2016	%52	%22	%17	%8
2015	%52	%22	%18	%9
2014	%52	%22	%17	%9
2013	%50	%31	%12	%7
2012	%45	%26	%21	%8
2011	%45	%25	%23	%7
2010	%48	%22	%24	%6
2009	%44	%20	%30	%6
2008	%39	%16	%40	%5

Amerika Birleşik Devletleri'nde yatırım fonu sahibi olan yatırımcıların yaş durumlarına göz atıldığında, yatırımcıların büyük çoğunluğunun 45 yaşından büyük olduğu dikkat çekmektedir. Tablo 1.12'ye göre gerek tek başına gerekse eşleriyle ortaklaşa karar vererek yatırım fonuna ortak olan yatırımcılardan 45 yaşından küçük olanların oranı yıllar geçtikçe azalmış, bu oran 2017 itibariyle %35 olarak gerçekleşmiştir. Buna karşın 45 yaşından büyük olan yatırım fonu yatırımcılarının oranı yükseliş trendi ortaya koymuş ve %50'lerden %65 seviyelerine erişmiştir. Genel resime bakıldığında ise, söz konusu yatırımcıların daha çok 45-54 yaş arasında olduğu gözlemlenmektedir.

Tablo 1.12. ABD'de yatırım fonuna yatırım yapan yatırımcıların yaşlarına göre dağılımı (ICI)

	35'ten genç	35-44 yaş arası	45-54 yaş arası	55-64 yaş arası	65 yaşında ya da daha yaşlı
2017	%17	%18	%23	%22	%20
2016	%16	%18	%23	%22	%21
2015	%16	%19	%24	%21	%20
2014	%17	%19	%24	%22	%18
2013	%15	%19	%25	%23	%18

Tablo 1.12. (Devam) ABD’de yatırım fonuna yatırım yapan yatırımcıların yaşlarına göre dağılımı (ICI)

2012	%17	%20	%24	%22	%17
2011	%16	%21	%24	%21	%18
2010	%16	%19	%27	%20	%18
2009	%17	%21	%27	%19	%16
2008	%18	%22	%26	%19	%15
2007	%18	%22	%24	%20	%16
2006	%17	%22	%28	%18	%15
2005	%19	%24	%25	%18	%14
2004	%19	%26	%24	%17	%14
2003	%19	%25	%26	%16	%14
2002	%20	%25	%26	%15	%14
2001	%21	%27	%25	%13	%14
2000	%19	%28	%26	%14	%13
1999	%21	%28	%24	%13	%14
1998	%20	%28	%23	%14	%15
1997	%19	%28	%23	%15	%15

Yatırım fonlarının veya teknik anlamda açık uçlu yatırım fonlarının, Türkiye’de bir bakıma menkul kıymet yatırım ortaklıkları biçiminde vücut bulan kapalı uçlu yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının ABD’deki gelişimine göz gezdirildiğinde, özellikle yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının hem varlık değerlerinde hem de sayılarında önemli artışlar görüldüğü söylenebilmektedir. Tablo 1.13’de görüldüğü üzere 1997 yılında yaklaşık 4.5 trilyon Dolarlık varlık değeri olan yatırım fonlarının 2017’de 17 trilyon Doları aşan bir değere ulaştığı görülmektedir. Aynı şekilde borsa yatırım fonları da muazzam bir sıçrama gerçekleştirmiş, 1997’deki 7 milyar Dolarlık değerden 2017 itibarıyla 2.5 trilyon Dolarlık bir değere erişmiştir. Kapalı uçlu yatırım fonlarının ise hem varlık değerleri hem sayıları daha dalgalı bir seyir izlemekle beraber her ikisi bakımından da yatırım fonları ve borsa yatırım fonları kapalı uçlu yatırım fonlarının önünde yer almaktadır.

Tablo 1.13. ABD’de türe göre toplam net varlıklar (milyar dolar) ve sayıları (ICI)

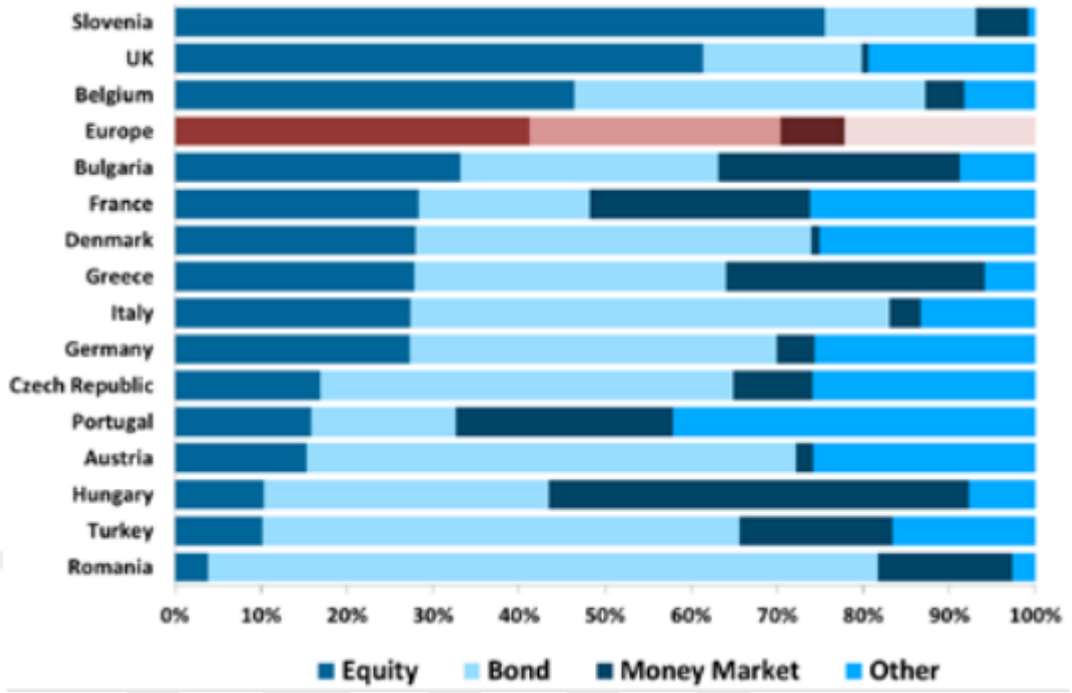
	Yatırım fonlarının (mutual funds) değerleri	Yatırım fonlarının sayıları	Kapalı uçlu yatırım fonlarının (closed-end funds) değerleri	Kapalı uçlu yatırım fonlarının sayıları	Borsa yatırım fonlarının (exchange-traded funds) değerleri	Borsa yatırım fonlarının sayıları
2017	17.169	9.195	257	548	2.541	1.569
2016	16.344	9.511	262	530	2.524	1.716
2015	15.650	9.517	261	558	2.101	1.595
2014	15.873	9.258	289	568	1.975	1.412
2013	15.049	8.972	279	599	1.675	1.295
2012	13.054	8.744	264	602	1.337	1.195

Tablo 1.13. (Devam) *ABD’de türe göre toplam net varlıklar (milyar dolar) ve sayıları (ICI)*

2011	11.633	8.673	242	632	1.048	1.135
2010	11.834	8.535	238	624	992	923
2009	11.113	8.611	223	627	777	797
2008	9.621	8.879	184	642	531	738
2007	12.000	8.745	312	662	608	629
2006	10.398	8.721	297	645	423	359
2005	8.891	8.449	276	634	301	204
2004	8096	8.417	253	618	228	152
2003	7.402	8.426	214	581	151	119
2002	6.383	8.511	159	543	102	113
2001	6.975	8.518	141	489	83	102
2000	6.965	8.370	143	481	66	80
1999	6.846	8.003	147	510	34	30
1998	5.525	7.489	156	491	16	29
1997	4.468	-	152	-	7	-

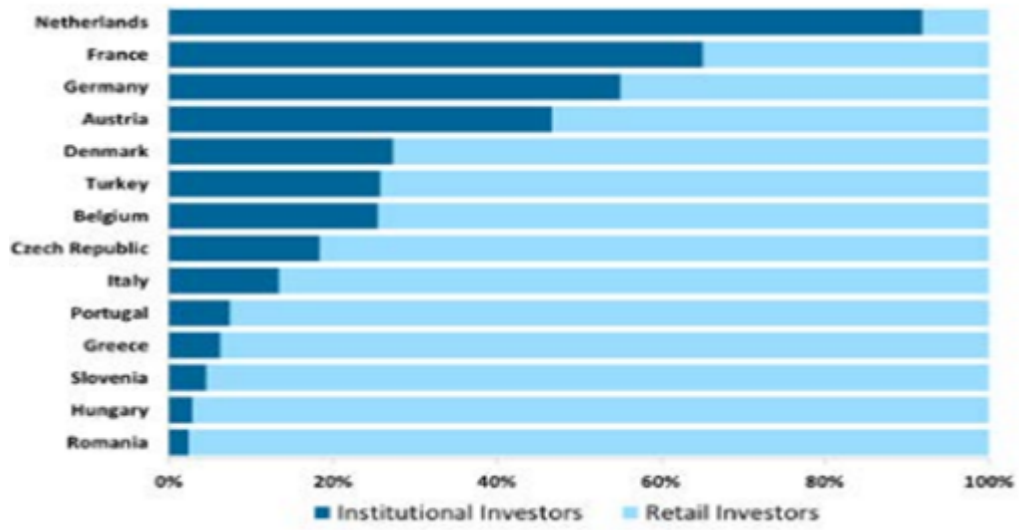
1.1.2. Avrupa

Avrupa’daki yatırım fonu endüstrisine ilişkin istatistiksel verilerin temel sağlayıcılarından birisi olan European Fund and Asset Management Association (EFAMA) tarafından raporlanan verilere göre, Şekil 1.1’de görüldüğü gibi 2015 yılı sonu itibariyle Avrupa ortalamasında yatırım fonlarının bileşiminde hisse senetleri en büyük payı almış durumdadır. Türkiye’nin durumuna bakıldığında, hisse senetlerinin çok az bir yere sahip olduğu ve en büyük payı tahvillerin aldığı görülmektedir. Türkiye’de tahvil gibi borçlanma araçlarının bu denli büyük bir yer kaplamasının nedeninin, fon yöneticilerinin belirsizliği ve riski daha yüksek hisse senetleri yerine daha düşük riskli ve güvenilir varlıklara yönelmesi olduğu öne sürülebilmektedir.



Şekil 1.1. 2015 yılı sonu itibariyle Avrupa’da yatırım fonlarının varlık dağılımı (EFAMA)

Çeşitli Avrupa ülkelerinde yatırım fonlarına yatırım yapmış olan yatırımcılar incelendiğinde, Şekil 1.2’de görüldüğü gibi 2015 yılı sonu verilerine göre Hollanda, Fransa ve Almanya’da kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara baskın olduğu dikkatlerden kaçmamaktadır. Avusturya’da bu iki yatırımcı grubunun oranları hemen hemen birbirine eşit olup araştırma kapsamındaki diğer ülkelerde ise bireysel yatırımcıların oranı kurumsal yatırımcılardan yüksek durumda bulunmaktadır. Aslında Türkiye özelinde de durum böyledir ve görüleceği üzere bireysel yatırımcıların oranı %75 civarlarında iken kurumsal yatırımcıların oranı %25 dolaylarındadır.



Şekil 1.2. 2015 yılı sonu itibariyle yatırım fonlarında yatırımcı türleri (EFAMA)

Türkiye’de, Sermaye Piyasası Kurulu’nun (SPK) internet sitesi, bültenleri, fonlarının kurucularının internet siteleri, Türkiye Elektronik Fon Alım-Satım Sistemi (TEFAS) gibi yerlerden yatırım fonlarına dair istatistiksel verilere ve diğer bazı verilere erişilebilmekle birlikte, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) aracılığıyla da çeşitli istatistiklere ulaşmak mümkün bulunmaktadır. Bu kuruluşun yayınlamış olduğu verilerden Türkiye’deki yatırım fonlarının gelişimini yansıtan verilere göre, Tablo 1.14’de görüldüğü üzere 2016 yılında Türkiye’deki yatırım fonlarının (Menkul kıymet yatırım fonları, borsa yatırım fonları, serbest yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonlarını kapsamaktadır) toplam değeri 47 milyar TL’yi aşmış pozisyonudadır. Yatırımcı sayısı ise 3 milyona dayanmıştır.

Tablo 1.14. Türkiye’deki yatırım fonlarının toplam sayıları, portföy değerleri (milyon TL) ve yatırımcı sayıları (TSPB)

	2016	2015	2014	2013
Yatırım fonlarının değeri	47.108	40.714	35.234	30.347
Yatırım fonlarının sayısı	445	397	356	362
Yatırım fonlarının yatırımcı sayısı	2.918.622	2.917.780	2.753.087	2.768.108

1.2. Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması

Yatırım fonlarının sınıflandırılması hususu irdelendiğinde, genel itibariyle yatırım fonu tabiri ile mevcut çalışmanın da konusunu teşkil etmekte olan menkul kıymet yatırım fonlarının anlatıldığı görülmektedir. Ancak menkul kıymet yatırım fonlarının dışında, borsa yatırım fonları (Exchange-Traded Funds), gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları ve her ne kadar bu çalışmada ‘Serbest Fon’ olarak nitelemeye tabi tutulsa da serbest yatırım fonlarından (Hedge funds) da ayrı bir sınıf olarak bahsetmek mümkündür. Ayrıca emeklilik yatırım fonlarının (Pension funds) da diğer bir sınıfı oluşturduğunu da belirtmek gerekmektedir. Önceleri temelde A tipi ve B tipi şeklinde bir ayırımın mevcut olduğu göze çarpmaktadır. A tipi fonun, fonun portföy değerinin aylık ortalama en az %25’ini sürekli olarak Türkiye’de kurulmuş olan ortaklıkların hisse senetlerine yatıran fon biçiminde ifade edildiği ve bunun dışında kalan ve böylesi bir sınırlılığı bulunmayan fonların ise B tipi fon olarak adlandırıldığı görülmektedir fakat sonraları yapılan düzenlemeler ile bu ayırım ortadan kaldırılmıştır ve günümüzde böyle bir ayırım bulunmamaktadır. Yukarıda belirtilen eski ayırma göre bir yorum getirilecek olursa, A tipi fonlarda belirli bir oranda hisse senetlerine yatırım yapma gerekliliği bulunduğundan, bu fonların riskliliğinin B tipi fonlara göre daha fazla olabileceği söylenebilir. Buna paralel olarak ise, A tipi fonların sağlamaları beklenen getirilerinin de, üstlenilen daha fazla riske karşılık daha yüksek olması öngörülmektedir.

Yatırım fonlarının sınıflandırılması söz konusu ise, şemsiye fon kavramından da bahsetmek lazım gelmektedir. Şemsiye fon tanım olarak, katılma belgeleri (payları) tek bir içtüzük kapsamında ihraç edilmiş olan tüm fonları kapsamakta olan bir yatırım fonudur (III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, m. 4(1)). Yani esasen, fon kurmak arzusunda olanlar, ilk etapta kurmayı arzuladığı yatırım fonlarını altında toplayabileceği ve bir anlamda çatı işlevine sahip olan şemsiye fonları kurmakla yükümlüdürler. Şemsiye fonların malvarlıkları bulunmamakla birlikte, çatıları altında yer alan farklı özelliklere haiz yatırım fonlarını gruplamak gayesiyle kullanılmaktadırlar (Hisse senedi şemsiye fonu, borçlanma araçları şemsiye fonu vb). Şemsiye fonların çeşitli sebeplerden ötürü tasfiyeleri veyahut devredilmeleri durumlarında, bu fonlara bağlı konumda bulunmakta olan fonların da tasfiyesi ya da devredilmesi gereklidir.

Yatırım fonlarının portföy niteliğine göre ve pay sayısının değişebilmesine göre bir sınıflandırmaya tabi tutulması da mümkündür (Özeroğlu, 2014, s. 401).

1.2.1. Portföy niteliğine göre yatırım fonları

İsminden de anlaşılacağı üzere fonların portföy niteliklerine göre bir sınıflandırmaya konu olmalarından kastedilen, fonun bileşiminde bulundurduğu varlıkların özellikleri, dağılımı ve ağırlıklarıdır. Bu kapsamda yatırım fonları çeşitli alt sınıflara ayrılabilirler.

1.2.1.1. Hisse senedi fonu

Fon portföyünün en az %80'i devamlı suretle ortaklıkların hisse senetlerinden oluşan fonlar, Hisse Senedi Fonları olarak isimlendirilmektedir (http-2). Yerli ya da yabancı hisse senetlerine yatırım yapılması mümkündür. Yabancı hisse senetlerinin fonun %80 ve daha fazla orandaki bir kısmını oluşturduğu durumlarda yabancı hisse senedi fonu şeklinde bir nitelendirme yapılabilmektedir.

1.2.1.2. Borçlanma araçları fonu

Portföyünün en az %80'i devamlı olarak yerli ve/veya yabancı kamu ve/veya özel sektör tahvil ve bonolarından oluşmakta olan fonlar, Borçlanma Araçları Fonlarıdır. Bu Fon türünün çalışma esasları sabit bir getiri sağlamakta olan menkul kıymet yatırımları üzerine inşa edilmiştir. Nispeten daha istikrarlı fonlar olduğu ifade edilebilmektedir. Fon portföyünün aylık ağırlıklı ortalama vadesi 25 ile 90 gün arasındaysa Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu, 91 ile 730 gün arasındaysa Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonu ve 730 günden fazlaysa Uzun Vadeli Borçlanma Araçları Fonu olacak şekilde bir ayırım da gerçekleştirilebilmektedir (http-3).

1.2.1.3. Para piyasası fonu

Bu fon türü portföyünün tamamını devamlı olarak vadesine maksimum 184 gün kalmış likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır ve portföyün günlük bazda hesaplanmakta olan ağırlıklı ortalama vadesi ise 45 gündür (http-2). Eski kanundaki likit fonun yerini yeni kanunla beraber Para Piyasası Fonu almıştır.

1.2.1.4. Kıymetli madenler fonu

Fon portföyünün %80'inin devamlı olacak şekilde borsada işlem görmekte olan altın ve diğer kıymetli madenler ile bu kıymetli madenlere dayanmakta olan sermaye piyasası araçlarına yatırıldığı fonlar, Kıymetli Madenler Fonları konumundadır (http-4).

1.2.1.5. Fon sepeti fonu

Fon portföyünün %80'inin devamlı olarak diğer fonların ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından meydana gelmekte olduğu durumlarda Fon Sepeti Fonu kavramından söz edilebilmektedir (http-4).

1.2.1.6. Katılım fonu

Portföyünün tamamını sürekli olarak Sermaye Piyasası Kurulu'na uygun görülen ve faize dayalı durumda bulunmayan kira sertifikası, katılım hesapları, katılım bankacılığı çerçevesinde faaliyetlerini yürütmekte olan kuruluşların payları ile altın ve diğer kıymetli madenler gibi para ve sermaye piyasası araçlarından oluşturan fonlardır. Bahse konu fon türü Sermaye Piyasası Kurulu tarafından faizsiz finans kapsamında kurulacak olan fonları nitelemektedir. Ancak faizsiz finans çerçevesinde oluşturulan tek fon, katılım fonu gibi düşünülmemelidir. Portföyünün en az %80'ini faizsiz finans kuralları ile uyumakta olan hisse senetlerine geri kalanını ise kira sertifikalarına yatırmakta olan bir hisse senedi fonu da faizsiz finans bağlamında düşünülebilecek bir fon durumundadır (http-5).

1.2.1.7. Değişken fon

Fon portföyü diğer fonlarda olduğu gibi oran açısından herhangi bir sınırlamaya tabi olmayan fonlar, Değişken Fonlardır. Bu fonlar, Sermaye Piyasası Kanunu'nda ve ilgili tebliğlerde belirtilmiş olan bütün menkul kıymetlere yatırım yapabilmektedir (http-2).

1.2.1.8. Serbest fon

Katılma payları, yalnızca nitelikli yatırımcılara tahsis edilmek üzere kurulmuş olan fonlar, Serbest Fon (Hedge Fon) olarak tanımlanmaktadır (http-6).

1.2.1.9. Garantili fon

Yatırımcının başlangıçtaki yatırımının tamamının, belirli bir bölümünün veya başlangıçtaki yatırımın üzerinde belirli bir getirinin belirlenen esaslara göre belirli bir vadede ya da vadelerde yatırımcıya ödenmesinin uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak bir garantör tarafından garanti altına alındığı fonlar, Garantili Fonlardır (http-1).

1.2.1.10. Koruma amaçlı fon

Garantili fondan farklı olarak yatırımcının başlangıçtaki yatırımının tamamının, belirli bir bölümünün ya da başlangıçtaki yatırımın üzerinde belirli bir getirinin belirlenen esaslara göre belirli bir vade veya vadelerde yatırımcıya ödenmesinin uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak bir garantör tarafından garanti altına alınmasının söz konusu olmadığı fakat en iyi gayret esası çerçevesinde belirtilen amacın gerçekleştirilmeye çalışıldığı, bir anlamda yatırımcıyı anapara kayıplarına karşı korumanın hedeflendiği fon türüdür (http-1).

Bu fon türlerinden başka, fon portföyünün belirli bir oranının (%20, %30 vb.) hisse senetlerine, belirli bir oranının borçlanma araçlarına veya altına ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı olan araçlara yatırıldığı karma fonlardan da bahsetmek mümkündür. Keza sosyal sorumluluğu odağına koymuş olan, çevreye duyarlı örneğin yakın geçmişte çevre kirliliği dolayısıyla ceza yememiş ya da silah ve tütün üretmeyen vb. şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmakta olan sosyal sorumluluk odaklı fonlar ve katılma belgeleri daha önceden tespit edilmiş olan kişi veya kurumlara tahsis edilmiş olan özel fonlar da var olabilmektedir.

1.2.2. Pay sayısının değişebilmesine göre yatırım fonları

Bilhassa yabancı ülkelerde yapılan çalışmalarda açık uçlu (Open-end) ve kapalı uçlu yatırım fonları (Closed-end) kavramları ile karşılaşılabilmektedir. Açık uçlu yatırım fonları, sunabilecekleri pay sayılarına herhangi bir kısıtlama getirmeyen ve talep üzerine alınıp satılabilen fonlardır. Bir yatırımcı açık uçlu yatırım fonuna ortak olduğunda, fon bu payları çıkarmakta ve bir yatırımcı payını sattığında bu paylar fon tarafından geri alınmaktadır. Talebe göre pay sayısı artıp azalabilmekte ve paylar direkt olarak fondan

satın alınabilmektedir. Kapalı uçlu yatırım fonları ise, sabit bir pay sayısına sahiptirler. Fon kurulduktan sonra sermayenin değişmesi mevzu bahis değildir. Yatırımcıları tarafından istenilen zaman fona geri satılabilme imkanı bulunmamaktadır. Payların piyasada satılması olasıdır. Bu anlamda düşünüldüğünde, açık uçlu yatırım fonlarının bilinen anlamdaki yatırım fonları olduğu, kapalı uçlu yatırım fonlarının Türkiye'deki uygulamasının ise Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları olduğu söylenebilmektedir (Şahin, 2008, s.22).

1.3. Yatırım Fonlarının Getirdiği Avantajlar

Yatırım fonlarının yatırımcılara sağladığı faydalardan en başta geleni profesyonel yönetim anlayışıdır. Yeterli teknik donanımına sahip olmayan yatırımcılar, profesyonel yöneticilerce riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde yönetilen yatırım fonlarına yatırım yapabilmektedirler. Piyasaları sürekli takip eden bu yöneticiler, yaptıkları kapsamlı analizler neticesinde fonları yönetmektedirler. Öte yandan, fon yöneticileri temettü dağıtımı gibi durumları da takip ediyor olacağından, bunların takip edilmesi ve tahsilatı için yatırımcılar tarafından ayrıca bir uğraş gerekmeyecek ve zaman tasarrufu sağlanabilecektir.

Yatırım fonlarının bileşiminde hisse senedi, tahvil, bono, altın, repo vb. gibi birtakım varlıkların bulunuyor olması nedeniyle, tek bir varlığa yatırım yapılmasından kaynaklanabilecek risklere karşı bir korunma mekanizması ve riskin paylaştırılması (dağıtılması) sağlanabilmektedir. Yatırımcıların kendi kendilerine bu şekilde çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturabilmeleri kolay bir iş değildir. Fonlar sayesinde yatırımcılar hem riskten korunabilmekte hem de risk algısı ve kişisel tercihlere göre değişik varlıklardan meydana gelmiş olan yatırım fonlarına yatırım yapılabilmektedirler.

Herhangi bir yatırım fonuna ortak olmuş yani katılmış olan bir yatırımcı, istediği an kolayca yatırım fonunu nakite çevirebilmektedir. Fon portföyünde meydana gelmiş olan artışlar ya da azalışlar portföyün değerine günlük şekilde yansıtılmakta olup herhangi bir vade kavramı bulunmamaktadır.

Yatırım fonları sayesinde, küçük sermayesi bulunan yatırımcılar da büyük yatırımcı profiline göre yatırımlarını gerçekleştirebilmekte, normal şartlarda küçük sermaye ile ulaşamayacak olan menkul kıymetlere ulaşma imkanı bulabilmektedirler.

Finansal piyasalar ile ilgili yeterli bilgiye sahip olmayan yatırımcıların, yatırımlarını bu noktaya kanalize edebilmeleri zor olabilmekte, yatırımcılar çekinebilmektedirler. Yatırım fonları vasıtası ile, yatırımcılar profesyonel yönetim ve diğer birtakım artılar sayesinde, tasarruflarını finansal piyasalarda değerlendirebilme alternatifine yönelebilmekte ve piyasaların derinleşebilmesine katkıda bulunabilmektedirler.

Yatırım fonlarının kurucuları açısından düşünüldüğünde, kurucular, yatırımcılara yeni bir hizmet arz edebilme imkanına sahip olmaktadır. Diğer yandan yatırım fonlarının yönetimi ve diğer bazı nedenlerden dolayı ücret tahsil edilebilmektedir. Bununla beraber yatırım fonları, kurucuları için bir tanıtım ya da diğer deyişle reklam aracı işlevi görebilmekte ve saygınlık kazandırabilmektedir.

Yatırım fonları, bileşimlerinde bulundurdıkları hisse senedi, tahvil vb. menkul kıymetler ve istihdam ettikleri ve eğittikleri profesyonel yöneticiler ile kaynakların daha etkin dağılımını ve kullanımını temin edebilmekte, bu anlamdaki faaliyetlerin gelişimine fayda sağlayabilmektedirler.

1.4. Yatırım Fonlarının Yönetiminde Hakim Olan İlkeler

Kurulmuş olan yatırım fonlarının, belirli ilkeler ve kurallar çerçevesinde yönetilmesi gerekmektedir. Bu noktada yatırım fonlarının yönetiminde çeşitli ilkelerden bahsedilmesi mümkündür.

1.4.1. Riskin dağıtılması ilkesi

Bu ilke ile birlikte, yatırımcıların kendi kendilerine çok da gerçekleştiremeyecekleri ya da gerçekleştirmelerinin zor olduğu riskin dağıtımını sağlanabilmektedir. Yatırım fonları, yatırımcılardan daha iyi çeşitlendirebilme yapabilmekte ve riski yatırımcıların yapabileceğinden daha iyi şekilde paylaştırabilmektedir. Ayrıca yatırım fonlarının büyük sermayelere sahip olabilmesi sayesinde çok çeşitli varlıklara yatırım yapabilmesi neticesinde, sahip olunan sermaye dolayısıyla gerçekleştirilmesi zor bir risk dağıtımını hayata geçirilebilmekte ve oluşabilecek çeşitlendirme eksikliği de, bertaraf edilebilmektedir. Örneğin bir yatırımcı elindeki sermayesi dolayısıyla farklı sektörlerden farklı şirketlere yatırım yaparak riski

dağıtamayabilir ve tek bir şirketin hissesine bağlı kalabilme durumu oluşabilir. Yatırım fonuna ortak olmak suretiyle, esasen pek çok şirkete yatırım yapmış olunarak riskin daha iyi dağıtımı söz konusu olabilmektedir.

1.4.2. Profesyonel yönetim ilkesi

Esasen yatırım fonlarının yatırımcılarına sağladığı avantajlardan bir tanesi olarak da sayılabilen profesyonel yönetim, gerek zaman açısından gerek teknik donanım açısından sıkıntı yaşayan yatırımcıların, piyasaları, gelişmeleri sürekli olarak ve yakından takip eden, gelişmeler ışığında fon bileşiminde uygun değişimleri gerçekleştirebilen, gereken teknik bilgiye sahip profesyonel yöneticilerce gerçekleştirilen uzman yönetimin nimetlerinden faydalanması durumudur. Ayrıca bu profesyonel yöneticilerce menkul kıymetlere dair temettü gibi kazançların da takibi sonucunda, yatırımcılar bu husustan kaynaklanabilecek zaman kaybından kaçınabilmekte, zaman tasarrufu sağlayabilmektedirler.

1.4.3. Mal varlığının korunması ilkesi

Yatırım fonlarının tüzel bir kişiliği bulunmamaktadır ve yatırım fonları mal varlığı olarak betimlenebilmektedir. Yatırım fonunun bu mal varlığı, fonun kurucusunun mal varlığından ayrı bir yapıda ve konumdadır. Bu noktada, fonun mal varlığının muhafaza edilmesi, Sermaye Piyasası Kanunu ile güvence altına alınmış durumdadır.

MADDE 53- (2) Fon mal varlığı, fon hesabına olması ve fon iç tüzüğünde hüküm bulunması şartıyla kredi almak, türev araç işlemleri, açığa satış işlemleri veya fon adına taraf olunan benzer nitelikteki işlemlerde bulunmak haricinde teminat gösterilemez ve rehnedilemez. Fon mal varlığı portföy yönetim şirketinin ve portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşun yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi hâlinde dahi başka bir amaçla tasarruf edilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dâhil edilemez (6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, m. 53(2))

Fonun sahip olduğu mal varlığının, fon kurucusunun mal varlığından ayrı bir konumda olmasının arka planındaki gayesi, fonun, yatırım fonu amaçlarının ötesinde ve kişisel faydalar ve özel amaçlar için kullanımını engelleme çabasıdır (Özeroğlu, 2014, s. 407-408).

1.4.4. İnançlı mülkiyet esası

Yatırım fonlarına katılmak isteyen yatırımcılar, katılma belgeleri yolu ile bunu gerçekleştirerek tasarruflarını fona aktarmakta ve fona ilişkin işlemleri gerçekleştirme yetkisini fon kurucusuna vermektedirler. Bu ise, fon içtüzüğü ile gerçekleşmektedir. Fon kurucusu ise, inancılı kişi olarak fona sahip olması durumundan hareketle sözü geçen tasarrufları fon içtüzüğü çerçevesinde ve ayrıca yatırımcıların haklarını ve çıkarlarını gözeterek yönetmek veya yönettirmekle mükellef bulunmaktadır (http-1).

1.4.5. Menkul kıymet portföyü işletme ilkesi

Yatırım fonları hisse senedinden tahvile pek çok varlığa yatırım yapabilmektedirler. Yatırım fonlarının esas gayesi, bu varlıkları alıp satmak ve bu suretle alış ile satış fiyatları arasında meydana gelen farktan ve menkul kıymetlerin temettü ve faizlerinden kazanç sağlamaktır (http-1). Yatırım fonlarının, portföy işletmekten hariç diğer bir iş ile iştigâl etmeleri söz konusu değildir.

1.5. Yatırım Fonuna İlişkin Bilgilerin Sağlanabileceği Kaynaklar

Herhangi bir yatırım fonuna yatırım kararının verilmesinden önce, fonların yapılarının, stratejilerinin, bileşimlerinin, performanslarının incelenmesi yani bir anlamda fonlar hakkında bilgi edinilmesi büyük önem arz etmektedir. Buna göre, kişisel tercihler ve risk algısı da işin içine katılarak yatırım kararının verilmesi daha sağlıklı olabilecektir.

1.5.1. Fon içtüzüğü

Bu sözleşme, fona katılma belgesi ile ortak olmuş olan yatırımcılar, fonun kurucusu, fonun yöneticisi ve saklama kuruluşu arasında, fonun yönetilmesini ve saklanmasını konu edinmektedir. Fon içtüzüğünde fonun unvanı, amacı, adresi, katılma paylarının satılması ve geri alınmasına, yatırım yapılacak varlıklara, riskin dağıtımına ilişkin hususlar ve diğer bazı bilgiler bulunmaktadır.

1.5.2. İzahname

İzahname, yatırım fonlarının halka arz edilmesi esnasında hazırlanmakta olan bir belgedir. İzahnameler halka arz gerçekleşmeden Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmekte, Ticaret Siciline tescil ettirilmekte ve katılım belgelerinin alınıp satıldığı yerlerde, yatırımcıların incelemeleri için hazır şekilde bulundurulmaktadır. Fona ait genel bilgiler, fonun kurucusu, yöneticileri, saklama kuruluşu, fon portföyünün sınırlamaları, yatırım stratejisi, yönetimi, taşıdığı riskler, fon portföy değerinin, birim pay değerinin belirlenmesi, katılma belgelerinin alım satım esasları, vergilendirme, fonun tasfiyesi vs. gibi konular yer almaktadır.

1.5.3. Yatırımcı bilgi formu

Bu form da aynı İzahname gibi katılma belgelerinin halka arzı mevzu bahis olduğunda hazırlanmaktadır. Fonun kurucusu tarafından düzenli aralıklarla güncellenmektedir. Yatırımcı bilgi formu ile fonun amacı, politikası, portföy dağılımı, alım-satım ve vergileme esasları, risk ve getiri profili, maruz kaldığı riskler, ücret, gider, komisyon bilgileri ve geçmiş performansı gibi verilere ulaşılabilir.

1.5.4. Mali tablolar

Fonların bağımsız denetim raporları, bilançoları, gelir tabloları, nakit akış tabloları, toplam değer/net varlık değeri değişim tabloları, fiyat raporları ve diğer tamamlayıcı notları, önceki yıllarla karşılaştırmalı olarak düzenlenerek Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmektedir.

1.5.5. Portföy dağılım raporları

Ay içerisinde meydana gelmiş olan menkul kıymet ve katılma belgelerine dair hareketler ile fonun geçmişteki performansını yansıtan veriler, her aydan sonraki 6 gün içerisinde portföy dağılım raporları şeklinde hazırlanarak ilan olunmaktadır.

1.5.6. Gazete ve periyodik dergiler

Gazete ve dergilerde fonlarla ilgili bilgilere yer verilebilmektedir. Türkiye Elektronik Fon Alım-Satım Platformu ve Fon Bilgilendirme Platformu'nda da fonların detaylı analizlerine, tarihsel verilerine, istatistiki raporlarına ulaşmak mümkündür. Sermaye Piyasası Kurulu'nca hazırlanan aylık bültenlerde de fonlarla ilgili bilgiler mevcuttur. Kamuyu Aydınlatma Platformu ve fonların kurucularının internet sitelerinde de detaylı veriler yer almaktadır.

1.6. Yatırım Fonlarının Yüklediği Maliyetler

Katılma belgesi olarak herhangi bir yatırım fonuna ortak olmuş olan yatırımcıların katlanmak zorunda oldukları çeşitli maliyetler vardır. Fonu yönetme zahmetine katlanılmasının bir tezahürü olarak talep edilen fon yönetim ücreti, fona ilişkin finansal tabloların denetimi nedeniyle oluşan bağımsız denetim ücreti, fonun mal varlığının muhafazasından dolayı ödenen saklama ücreti, Kurul ücreti, Kamuyu Aydınlatma Platformu giderleri, alınmış olan kredilerin faizleri, fonun mükellefi konumunda bulunduğu vergi, mevzuat nedeniyle yapılması elzem olan ilan giderleri, portföye alım ve portföyden satımlarda ödenecek aracılık komisyonları, varlıkların nakde dönüştürülmesinde ödenen her tür resim, komisyon ve vergiler gibi gider kalemleri, yatırımcıların katlandıkları ve temelde sağladıkları getirileri önemli ölçüde etkileyen unsurlardır. Portföy büyüklüğü daha büyük olan fonların bu türlü harcamalarının da büyüklüğü daha fazla olabilmektedir. Fonun yatırımcılara yüklediği gider tutarı ne kadar yüksek olursa, yatırımcıların reel olarak sağlamış olduğu getiri de o kadar azalmaktadır. Bu sebeple yatırımcılar tarafından fonlar bu yönüyle de incelenmelidir. Karşılaştırma yapılırken fonların gider oranları da göz önünde bulundurulmalı ve o şekilde değerlendirmeler yapılmalıdır. Bu husus yatırımcıların fon tercihlerinde önemli bir rol oynayabilmektedir. Fonun mal varlığından karşılanacak olan bu tür giderlerin toplamı, III-52.1 sayılı 'Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği' uyarınca belirlenen üst limitleri geçemeyecektir.

1.7. Yatırım Fonlarına Yatırım Kararı Verilirken Dikkat Edilmesi Gerekenler

Bir yatırım fonuna yatırım yapılmak istenildiğinde, öncelikle fonun genel bir analizi yapılarak işe başlanmalıdır. Bu kapsamda, daha önce belirtilmiş olan, fonlara dair

bilgilerin elde edilebileceği izahname, içtüzük, yatırımcı bilgi formu gibi kaynaklardan fonun genel bir profili çıkarılabilmektedir. Sonrasında ise fonun sahip olduğu risk düzeyi ve maruz kaldığı ya da kalabileceği risk unsurları ele alınabilmektedir. Bu noktada şüphesiz ki yatırımcının risk algısı ve riske karşı tutumu da devreye girmektedir. Örneğin Borçlanma Araçları Fonları sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yaptıklarından, Hisse Senedi Fonlarına göre genel itibarıyla daha az riskliliğe sahip olmaktadır. Dolayısıyla riskten kaçınan bir yatırımcının bu aşamada bu iki fon türünden Borçlanma Araçları Fonlarına yönelmesi daha mümkün olabilmektedir. Herhangi bir yatırım fonuna yatırım yapıldığında, kimi durumda daha az kimi durumda daha çok risk üstlenilmiş olsa da, sonuç itibarıyla bir risk alınmaktadır. Demektir ki, yatırım yapılmış olunan fonun bileşiminde bulunan menkul kıymetlerin değerlerinde artış olabileceği gibi düşüşler de yaşanabilmekte ve kayıplar meydana gelebilmektedir. Fonların yatırımcı bilgi formlarında, fonun sahip olduğu risk düzeyi ve etkisi altında bulunduğu riskler açıkça belirtilmektedir. Getiri ile risk arasındaki pozitif ilişkinin varlığından yola çıkarak, daha yüksek riske sahip yatırım fonlarına yatırım yapıldığında daha yüksek getiriler sağlanması mümkün olabilmektedir ancak unutulmamalıdır ki tersi durumun yani yüksek kayıpların da gerçekleşme ihtimali her zaman için mevcuttur. Dolayısıyla değişik risk düzeylerine sahip fonlar söz konusu olduğunda, yatırımcının risk algısı ve kaybetme riskini ne kadar göze alabildiği gündeme gelmektedir. Yatırımcılar tüm bunlardan başka fonun kötü yönetilme riski ile de karşı karşıya kalabilmektedir. Ancak bilinçli bir yatırım kararı ile bu durumun üstesinden gelinmesi mümkündür.

Konuya ilişkin önem arz eden bir diğer husus ise fonun yatırımcılara yüklediği maliyetlerdir. Daha önce belirtilen pek çok çeşitli gider kalemlerinin varlığı, yatırımcıların fonlardan reel olarak sağladıkları getirileri etkilemektedir lakin giderleri yüksek olan bir fon, giderleri daha düşük olan fonlardan her zaman için düşük bir getiri sağlayacak diye bir kaide de yoktur. Fonların çeşitli sebeplerden gider oranları farklılaşabilmektedir. Fonların yönetimine dair bir düşünce geliştirilecek olursa, sık sık fon bileşiminde değişiklik yapan ve dolayısıyla daha fazla komisyon giderine katlanan bir fon ile pek fazla alış satış işlemi gerçekleştirilmeyen bir fonun mukayesesinde, sıklıkla işlem maliyetlerine katlanan fon bu işlemleri sonucunda, belki de yaptığı yüksek komisyon giderlerini fazlasıyla telafi edebilecek ve diğer fona göre daha iyi bir getiri yakalayabilecektir. Yatırım kararını vermeden önce her şartta fonların gider oranlarını incelemek mantıklı bir aksiyon olabilecektir.

Bahsedilmesi gereken bir başka husus ise, bu çalışmanın ana konusunu oluşturan performans değerlendirmesidir. Her ne kadar fonların geçmiş performansı geleceğin garantisi olmasa da, fon seçim aşamasının ilk basamağı olarak geçmiş performansın irdelenmesi gereksiz olmayacaktır. Bu noktada fonların yine yatırımcı bilgi formlarında yayınladıkları geçmiş performansa ilişkin veriler bir dayanak noktası oluştursa da, tek başına bu verilere güvenmek akılcıca bir hareket değildir. Her şeyden önce, seçilen gösterge endekse göre yayınlanan bu veriler değişiklik gösterecektir. Dolayısıyla, yatırımcı bilgi formunda belirlenmiş olan gösterge endeksten başka bir gösterge endeks ile analiz yapıldığında farklı sonuçlara ulaşılabilecektir. Ayrıca performans değerlendirmesinde benimsenen yöntemle göre de sonuçlar yine değişik çıkabilecektir. Bununla beraber analiz yapılan dönemde piyasanın durumu, ekonomik gelişmeler vb. diğer bir çok etken ile beraber fonun dolayısıyla fon yöneticilerinin piyasa zamanlaması ve seçicilik kabiliyetlerine haiz olup olmadığının analizi de kritik noktaları teşkil etmektedir.

Bahsedilen bütün hususlarla birlikte, fonun yönetim yapısı, yatırım stratejisi ve sınırlamaları gibi konular da gözden kaçırılmamalıdır. Bu aşamada, fonun kurucusu, yöneticileri, yöneticilerin tecrübeleri, fon yönetiminde meydana gelen yönetici değişiklikleri, fonun bileşimindeki devir hızı, yakın geçmişteki portföy dağılımı, fonun işlem saatleri ve alış satış şartları vs. gibi unsurlar titizlikle incelenmelidir. Ayrıca yatırımcının sahip olduğu beklentiler de yatırımcının yatırım kararına yön verebilmektedir.

1.8. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi

Vergilendirme konusu, mükellefin kurum ya da kişi olmasına göre bir kategorizasyona tabi tutulabilmektedir. Vergilendirmeye ilişkin hususlar, 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu'nun ilgili maddelerinde konu edilmiştir. Buna göre, gerçek kişilerce yatırım fonu türlerinden Hisse Senedi Fonlarından (katılma belgelerinden) sağlanan gelirlerin bütünü %0 oranında stopaja tabidir. Bunun dışındaki Menkul Kıymet Yatırım Fonlarından, Gayrimenkul Yatırım Fonlarından, Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarından ve Borsa Yatırım Fonlarından elde edilmiş olan gelirlerde %10 stopaj uygulanmaktadır. Öte yandan, fon portföyünün devamlı olarak %51'i, Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan hisse senetlerinden meydana gelmekte olan Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının 1

yıldan daha uzun bir süreyle bulundurulana katılma paylarının satışından sağlanmış olan gelirler, tevkifat kapsamı dışında yer almaktadır. Kurumlarca, sözü geçen yatırım fonlarının tümünden sağlanan gelirler %0 oranında vergiye tabi durumdadır (193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu, geçici m. 67(1)).



İKİNCİ BÖLÜM

2. YATIRIM FONU PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ

Gerçekleştirilen herhangi bir yatırımın, performans değerlendirmesi suretiyle geri bildiriminin elde edilmesi, o yatırımın başarısı için önemlidir. Gerek kurumsal gerek bireysel yatırımcılar tarafından, temelde riski dağıtabilmek maksadıyla oluşturulmuş olan portföylerin, arzu edilen faydayı yatırımcıya sağlayıp sağlayamadığının, getiri ile risk arasında sağlıklı bir ilişkinin kurulup kurulamadığının ve başarılı bir yatırımın gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğinin saptanabilmesi büyük önem arz etmektedir. Bu bağlamda geniş kapsamda portföylerin, dar kapsamda ise portföy oluşturma hususundaki gibi bir mantıkla ortaya koyulmuş olan, profesyoneller tarafından yönetilen ve tıpkı portföyler gibi çeşitli menkul kıymetlerden oluşan yatırım fonlarının performansına dair yapılacak değerlendirmeler, bu değerlendirmeler ışığında hamleler yapılacağından dolayısıdır ki yatırım fonunun başarısına etkide bulunacaktır. Fon yöneticileri, fon bileşimine katacakları varlıkları belirlerken, varlıkların getiri ve riskleri ile beraber diğer pek çok göstergeyi göz önünde bulundururlar. Fon performansının ölçümü gerçekleştirilirken, meydana gelmiş olan performansın şans faktörüne bağlı olup olmadığının tespiti de önemli bir noktadır. Fon yöneticilerinin almış oldukları kararların yerinde olduğu durumlarda, fon için doğru menkul kıymetler seçilebilecek ve yükselen bir piyasa ile beraber aynı şekilde hareket eden menkul kıymetler fona dahil edilecektir. Piyasanın düşüyor olduğu durumlardaysa, piyasadan daha yavaş değişim gösteren menkul kıymetlere yönelerek fon içerisinde yer alan kıymetlerin değişimini vaktinde gerçekleştirebilecektir.

Fon performansı belirlenirken, temelde risk ile getiri üzerinde durulmaktadır. Bu nedenle ilk etapta yapılması gereken fonun getirisi ve riskinin tespitidir. Fonun risk ve getirisi, fon bileşiminde bulunan varlıkların risk ve getirilerine göre farklılık gösterecektir. Bir fonun getirisi, getirinin hesaplanmak istendiği dönemin, dönem sonundaki fon değeri ile dönem başındaki fon değeri arasındaki farkın, dönem başındaki fon değerine bölünmesi yoluyla bulunabilmektedir.

İşin risk kısmına gelindiğinde ise, risk, en basit tanımıyla beklenen değerden gerçekleşen sapmadır. Her ne kadar risk denilince, ilk etapta, olumsuz bir durum akla geliyor olsa da, bu sapmanın hem pozitif hem negatif yönlü olması mümkündür. Pozitif

yönlü sapma olumlu risk, negatif yönlü sapma ise olumsuz risk şeklinde isimlendirilmektedir. Optimum bir yatırımda, getiri oranının maksimum, risk oranının ise minimum olması arzulanan bir durumdur. Bu açıdan bakıldığında, risk, getiriye ait olasılıkların bilinmesi durumudur. Başka bir ifade ile, belirsizliğin objektif ölçüsüdür (Ercan ve Ban, 2012, s.177-178). Menkul kıymetler için olsun, fon için olsun, sistematik ve sistematik olmayan risk unsurları bulunmaktadır. Sistematik olmayan risk, uygun biçimde çeşitlendirme yapılarak azaltılması ve hatta sıfıra indirgenmesi mümkün olan ve yönetim riski, finansal risk, endüstri riski gibi çeşitleri bulunan risk iken, sistematik risk ise, kaçınılması söz konusu olmayan ve tüm menkul kıymetler ile piyasayı da etkileyen ve piyasa riski, enflasyon riski, kur riski, faiz riski gibi sınıflara ayrılan risktir. Bu çerçevede, sistematik riskin göstergesi olan beta katsayısı için, yüksek beta değerleri yatırım fonları için yükselen (boğa) piyasalarda istenen bir durumken, düşük betalar düşen (ayı) piyasalarda istenmektedir (Yolsal, 2012, s.347). Beta katsayısı, ilgili fonun ya da menkul kıymetin, piyasaya olan duyarlılığını göstermektedir. Pozitif beta katsayısı, o kıymet ya da fonun, piyasa ile aynı yönlü, negatif olmasıysa ters yönlü hareket ettiğini belirtmektedir. Katsayının büyüklüğü ya da küçüklüğü, hareketin şiddetini ortaya koymaktadır. Bu iki risk unsurunun bileşimi ise, standart sapma ile ifade edilen toplam riski oluşturmaktadır.

Performans ölçümü, değerlendirme dönemi olarak tanımlanabilen bir zaman aralığında, portföy yöneticisi tarafından sağlanan getirinin hesaplanmasını içermektedir (Fabozzi and Markowitz, 2011, s.7). Yatırım performansının değerlendirilmesi, dar kapsamda düşünüldüğünde fon performansının ölçülmesi, yatırım yönetimi sürecinin son aşamasını oluşturmaktadır. Fon performansının tespiti ile beraber, fon bileşiminde gerçekleştirilebilecek değişiklikler ve yapılacak hamleler ortaya konulabilecektir. Ayrıca başarılı olarak gözüken fonlar, fon yöneticilerinin de itibarını yükseltebilecek, yatırımcıların bu başarılı fonlara yönelmesi neticesindeyse, fona daha fazla nakit akışı meydana gelebilecektir.

Bahsedilmesi gereken başka bir husus ise, fonlar performans olarak kıyasa tabi tutulmak istenildiğinde, fonların birbirine benzeyen sınırlılıkları barındıyor olmasıdır. Örnek vermek gerekirse, fon yöneticisinin, yüksek dereceye sahip tahvillere yatırım yapması gerektiği şeklinde kısıtlanmış olduğu bir durumda, yöneticinin performansını,

herhangi bir sınırlılığı bulunmayan fonların performansı ile kıyaslamak doğru bir yaklaşım olmayacaktır (Karatepe ve Gökğöz, 2007, s. 77).

Yatırım fonlarının performansının ölçülmesi hususu, bilhassa 1960'lı yıllardan itibaren yoğun ilgi görmeye başlamıştır. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'nin geniş finans çevrelerince kabulü sonucu eksen alınması, böylesi bir durumu ortaya çıkarmış ve bu yıllardan itibaren fon performanslarının değerlendirilmesine yönelik çalışmalar gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Bu bağlamda, alanın önde gelen çalışmalarından biri olan ve Sharpe tarafından gerçekleştirilmiş olan çalışmada, Sharpe, Treynor'ın öne sürdüğü ölçütü ampirik bir teste tabi tutmak suretiyle, ölçütün tahmin gücünü değerlendirerek, Treynor'ın çalışmasını geliştirmeye ve aynı zamanda Sermaye Teorisindeki son gelişmeler ile yatırım fonu performansının alternatif modelleri arasındaki ilişkiyi daha açık hale getirmeye ve bu alternatif modelleri ampirik yani deneysel testlere tabi tutmaya çalışmıştır. 1954 ile 1963 yılları arasındaki 34 açık uçlu yatırım fonunun yıllık getiri oranlarını analiz etmiştir. Çalışmasında, 23 yatırım fonunun performansının, gösterge olarak ele alınan DJIA (Dow Jones Industrial Average)'dan daha düşük olduğunu ifade etmiştir. Öte yandan görece olarak iyi çeşitlendirilememiş portföyler düşünüldüğünde, Treynor Oranı, çeşitlendirme zayıflığı (eksikliği) nedeniyle oluşan değişkenliğin bir kısmını ele almadığı için sonuçların önemli derecede farklılaşabileceğini, bu sebeple geçmiş performansı ölçmek için kalitesiz bir ölçüt olduğunu fakat aynı sebepten dolayı gelecek performansını tahmin etmek için de çok iyi bir ölçüt olabileceğini söylemiştir (Sharpe, 1966, s. 119-138).

Treynor ve Mazuy (1966), yatırım fonlarının, dolayısıyla yatırım fonu yöneticilerinin, piyasadaki önemli dönüşleri, yani piyasayı tahmin edip edemediklerini test etmeyi amaçlamışlardır. 1953 ile 1962 yılları arasında performans gösteren 57 adet açık uçlu yatırım fonunu En Küçük Kareler Regresyon Tekniği ve F-testi gibi istatistiksel testlere tabi tutmuşlar ve yatırım fonu yöneticilerinin piyasayı başarılı şekilde tahmin ettiklerine dair genel inancı destekleyecek bir kanıt bulamadıklarını göstermişlerdir (Treynor and Mazuy, 1966, s. 131-136).

Jensen, 1968'deki araştırmasında, portföy yöneticilerinin tahmin yeteneklerinin, fon getirileri üzerine ne derece bir katkısı olduğunu ölçmeye yarayan ve Jensen Alfası olarak bilinen bir ölçüt ortaya koyduğunu belirtmiştir. 1945 ile 1964 yılları arasındaki 115 yatırım fonu yöneticisinin tahmin yeteneğini ölçmeyi amaçlamıştır. Yatırım fonu performansları göz önüne alındığında, 115 yatırım fonunun da performansının dolayısıyla

da yöneticilerinin hisse senedi fiyatlarını doğru tahmin etme konusunda ortalamayı pek aşamadığını ifade etmiştir (Jensen, 1968, s. 389-416).

Carlson (1970), yatırım fonlarının performansını 1948 - 1967 dönemini temel olarak değerlendirmek istemiştir. Gösterge endekslerin etkinliğini, geçmiş sonuçların gelecek performansını tahmin etme konusundaki tahmin gücünü ve çalışılan dönem boyunca fon performansını pozitif olarak etkileyen iki faktörü tespit etmeye çalışmıştır. Çalışma dönemi süresince farklı alt dönemlerde farklı sayılarda fonlarla analizlerini gerçekleştiren Carlson, temelde Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'nden yola çıkmış ve bununla beraber birtakım istatistiksel analizler gerçekleştirmiştir. Yatırım fonlarının gösterge endekslere göre daha iyi performans gösterip göstermediği konusunun, seçilen zaman periyodu ve piyasayı temsil etmesi için seçilen endekse (ağa) bağlı olduğunu, geçmiş performansların gelecek performansları tahmin etme hususunda tutarlı sonuçlar sağlamadığını ve 1958 - 1967 dönemi boyunca en üst dilimde yer alan fonların, yüksek oranlarda nakit girişi ile karakterize edildiğini belirtmiştir. Büyüklük ve fon giderleri gibi konuların riske göre düzeltilmiş performans ile alakası olmadığını ayrıca vurgulamıştır (Carlson, 1970, s. 1-32).

Klemkosky (1973), yapmış olduğu çalışmasında, Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları'nın akademik araştırmalarda oldukça dikkat çektiğini ve yapılan bazı çalışmalarda, bahsi geçen yöntemlerin performans değerlendirme yönünden yanıltıcı sonuçlar verdiğinin ve tartışmaya açık olduğunun öne sürüldüğünü belirtmiştir. 1966 - 1971 yılları arasında işlem gören 40 fondan yola çıkan Klemkosky, bir bakıma böylesi bir durumun gerçekten var olup olmadığını test etmek istemiştir. Elde ettiği sonuçlara göre Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları'nın bilhassa Treynor ve Jensen Oranları'nın pozitif yönde yanlılık gösterdiğini ancak bu yöntemlerin kullanışsız olduğunu söylemek için erken olduğunu ve meydana gelen yanlılığın fonların riskiyle pozitif ya da negatif şekilde bağlantılı olup olmadığının anlaşılabilmesi için daha fazla çalışmanın yapılması gerektiğini belirtmiştir (Klemkosky, 1973, s. 505-514).

McDonald (1973), Fransa'daki yatırım fonlarının performansını değerlendirmiştir. 1964 - 1969 dönemi verilerinden hareketle, 8 yatırım fonunu incelemiştir. Performans ölçümü için temelde regresyon analizleri gerçekleştiren McDonald, ayrıca 1967 - 1969 dönemi için fonların Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları'nı da hesaplayarak yöntemlerin kıyaslamasını yapmıştır. Sonuçlara göre fonların genel olarak riske göre düzeltilmiş üstün getiriler sağladıklarını söylemiştir. Fon

yöneticilerinin piyasadaki genel trendleri tahmin edebildiğine dair herhangi bir kanıt bulamamıştır (McDonald, 1973, s. 1161-1180).

Henriksson (1984), piyasa zamanlaması kabiliyetlerini test etmek gayesiyle 116 açık uçlu yatırım fonunu ele almış, Henriksson ve Merton tarafından geliştirilen parametrik ve parametrik olmayan teknikler ile bu fonları değerlendirmiştir. Şubat 1968 - Haziran 1980 verilerini kullanan Henriksson, gerçekleştirdiği hem parametrik hem parametrik olmayan testler ile ortaya çıkan ampirik sonuçların, yatırım fonu yöneticileri piyasa portföyündeki dönüşleri başarılı olarak zamanlayarak, bir yatırım stratejisi izleyebilirler şeklindeki hipotezi desteklemediğini yani genel olarak yorumlanırsa, piyasa zamanlaması kabiliyetine dair herhangi bir kanıt bulamadığını ortaya koymuştur (Henriksson, 1984, s. 73-96).

Lehmann ve Modest (1987), aşırı (abnormal) yatırım fonu performanslarını ölçmek için kullanılan geleneksel değerlendirme yöntemlerinin, normal performansı ölçmek için seçilen gösterge endekse (benchmark) duyarlı olup olmadığını sorgulamak istemişlerdir. Bu soruyu araştırabilmek maksadıyla, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli ve Arbitraj Fiyatlama Modeli'nden faydalanmışlardır. Ayrıca Jensen Oranı ve Kuadratik Regresyon Modeli'ni de çalışmaya dahil etmişlerdir. Ocak 1968 - Aralık 1982 dönemindeki 130 yatırım fonunun verilerini kullanan araştırmacılar, yatırım fonu performanslarını değerlendirme yöntemlerinin, seçilen gösterge endekse duyarlı olduklarını ifade etmişlerdir. 'Eğer gösterge endeksi belirlemek önemsiz olsaydı, farklı gösterge endeksler benzer sonuçları üretmeliydi fakat gerçek şu ki üretmediler' diye de belirtmişlerdir. Bilhassa, Jensen Oranı'nın, Arbitraj Fiyatlama Modeli'ne dayalı gösterge endeksi oluşturmak için kullanılan metoda oldukça duyarlı bulunduğunu söylemişlerdir. Alternatif gösterge endekslere göre elde edilen kesin ve göreceli yatırım fonu sıralamalarının arasında ufak benzerlikler olduğunu, risk ve getiri için uygun modeli bilmenin ve bulabilmenin önemini ortaya koyduğunu vurgulamışlardır (Lehmann ve Modest, 1987, s. 233-265).

Grinblatt ve Titman (1989), yatırım fonlarının performansını 1975 - 1984 dönemi için incelemişlerdir. Üstün seçicilik kabiliyetine haiz fon yöneticilerinin, aşırı getiriler yaratıp yaratamadığını ele almışlardır. Çeyrek dönemlik fon portföylerinden (portföy değerlerinden) yola çıkarak çalışmalarını gerçekleştiren ikili, fonların aşırı getirilerini hem işlem maliyetleri, ücretleri ve giderleri dahil ederek hem de etmeyerek değerlendirmişlerdir. Jensen Oranı ekseninde analizlerini yapmışlar ve dört farklı

gösterge endekse göre fonların Jensen Oranlarını hesaplamışlardır. Hayatta kalma yanlılılığının (survivorship bias) göreceli olarak düşük olduğunu fakat daha küçük fonlar için bir parça daha yüksek olduğunu ifade etmişlerdir. İşlem maliyetlerinin fon büyüklüğü ile ters yönlü (ilişkili) olduğunu, brüt getirilere dayalı aşırı performansların yine fon büyüklüğüyle ters yönlü bulunduğunu, net getirilerin ise herhangi fon kategorisi için pozitif aşırı performans göstermediklerini vurgulamışlardır. Bazı fonların riske göre düzeltilmiş brüt getirilerinin anlamlı olarak pozitif olduğunu bulmuşlardır (Grinblatt ve Titman, 1989, s. 393-416).

Cumby ve Glen (1990), 15 Uluslararası Yatırım Fonu'nun performansını 1982 - 1988 periyodu için değerlendirmişlerdir. Jensen Oranı ve Grinblatt & Titman tarafından geliştirilmiş olan yöntemi kullanan araştırmacılar, ayrıca fonların zamanlama kabiliyetini test edebilmek için Kuadratik Regresyon Analizini kullanmışlardır. Fonların yatırımcılara, belirlenen gösterge endeksi aşan yani gösterge endeksten üstün olan bir performans sağladığına dair herhangi bir kanıt bulamadıklarını belirtmişlerdir. Fonların aktif olarak yönetilmesinin üstün bir performans ortaya koymadığını belirten Cumby ve Glen, fon yöneticilerinin kötü zamanlama kabiliyeti gösterdiklerine dair emareler elde ettiklerini vurgulamışlardır. Ancak Ekim 1987'de meydana gelen gerçekten kötü performans örneklemeden çıkarıldığında, fon performanslarının yükseldiğini söylemişlerdir (Cumby ve Glen, 1990, s. 497-521).

Connor ve Korajczyk (1991), çalışmalarında Amerikan Yatırım Fonları'nın özelliklerini, getirilerini ve performanslarını, 15 yıllık bir dönemi (1968 - 1983) kapsayan veriler ile incelemişlerdir. Temel eksene Arbitraj Fiyatlama Modeli ve Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modelini koymuşlardır. 130 yatırım fonundan oluşan araştırmada, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne dayanarak yaptıkları ölçümlerin, varlıkların getirilerindeki büyüklükten dolayı bir etki altında kaldığını ve yanlılık durumunun bulunduğunu, Arbitraj Fiyatlama Modeli'nde de benzer vaziyetin meydana geldiğini ancak Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne kıyasla daha küçük ölçekte gerçekleşse de yine de elimine edilemediğini belirtmişlerdir. Ayrıca Henriksson & Merton tarafından geliştirilen modelden de faydalanan araştırmacılar, modeli tekrar ele almışlar, genişletmişler ve yatırım fonlarının beta katsayılarında herhangi bir bilgiye dayanmadan meydana gelen değişimlere göre, model kapsamında gerçekleştirilen testlerin mutlaka düzeltilmesi yani ayarlanması gerektiği bulgusundan yola çıkarak, modelin yeni bir versiyonunu sunmuşlardır (Connor ve Korajczyk, 1991, s. 5-26).

Blake, Elton ve Gruber (1993), yatırım fonlarından, yatırımları neredeyse sadece borçlanma araçlarıyla sınırlı olan tahvil fonlarının performansını incelemeyi amaçlamışlardır. 46 adet Belediye Dışı (Nonmunicipal) Tahvil Fonunun 1979 ile 1989 yılları arasındaki verilerinden yararlanmışlardır. Çalışmada performansı ölçebilmek için, çeşitli gösterge endekslerden yararlanmışlardır. Birtakım regresyon analizleri ile istatistiki testler ışığında araştırmalarını yapan ekip, inceledikleri fonların alakalı gösterge endekslere kıyasla düşük performans sergilediklerini belirtmişlerdir. Giderler ile getirilerin ters ilişkili olduğunu ve giderlerdeki artışın getirilerde düşüş şeklinde ortaya çıktığını söylemişlerdir. Geçmiş performansın, gelecek performansı tahmin edebilmek için kullanılabilirliğine dair herhangi bir kanıt bulamadıklarını vurgulamışlardır (Blake, Elton ve Gruber, 1993, s. 371-403).

Grinblatt ve Titman (1993), yatırım fonu performansının değerlendirilmesi hususuna yeni bir soluk getirmişler ve yeni bir yöntem öne sürmüşlerdir. 155 yatırım fonunun, 31.12.1974 - 31.12.1984 dönemi verilerinden hareketle analizini gerçekleştirmişlerdir. Yatırım fonu yöneticilerinin portföy seçimlerinin, 1976 - 1985 periyodunda önemli ölçüde (anlamli) pozitif riske göre düzeltilmiş getiriler sağladığını bulmuşlardır. Bütün fon yöneticilerinin üstün performans sergilemediklerini ve üstün performans sergileyen yöneticilerin bu performansın devamlılığını sağladığını ve bu durumun üstün performansın tahmin edilebileceğini ortaya koyduğunu ifade etmişlerdir (Grinblatt ve Titman, 1993, s. 47-68).

Hendricks, Patel ve Zeckhauser, 1993 yılındaki araştırmalarında, yatırım fonlarının kısa vadeli performans devamlılığı üzerinde durmuşlardır. 1974 - 1988 dönemi verilerini kullanmış olup, 165 fonu araştırmışlardır. Bunun için çeşitli regresyon analizlerinden ve istatistiki analizlerden yararlanmışlardır. Komisyon vb. ücretler yüklemeyen 'no-load' Büyüme Amaçlı Yatırım Fonlarının, 1 yıllık bir dönem için performans devamlılığı sergilediklerine dair güçlü kanıtlar elde etmişlerdir. Yakın dönemde kötü performans sergilemiş fonların, gösterge endekslerden anlamli olarak daha kötü performans sergilediğini, yüksek performansa sahip olan fonların ise, anlamli olmasa da gösterge endekslerden daha iyi performans sağladıklarını saptamışlardır. Bu anlamda bu fonların 'sıcak eller' fenomenini ortaya koyduklarını ve bu fonları tespit ederek yatırım yapmaya dayalı yatırım stratejisi izleyerek, yani bir anlamda 'sıcak eller' fenomeninden faydalanarak, riske göre düzeltilmiş daha yüksek getiriler sağlanabileceğini belirtmişlerdir (Hendricks, Patel ve Zeckhauser, 1993, s. 93-130).

Malkiel (1995), yapılan bazı çalışmaların, yatırım fonu yöneticilerinin yüksek performans gösterdiğini ve kayda değer bir performans devamlılığı sağladıklarını öne sürdüğünü belirterek, bu yönde bir çalışma gerçekleştirmiştir. İncelediği fonların 1971 - 1991 verilerini kullanan Malkiel, fonların performansını her bir yıl için ayrı ayrı ele almıştır. Sonuç olarak ele alınan fonların genel olarak piyasaya göre düşük performans gösterme eğiliminde olduklarını ve fonların performans devamlılığına ilişkin femonenin gerçekten de bulunduğunu belirtmiştir. Ancak bu hususta iki noktaya dikkat çekmiştir. Bunlardan birincisi, sonuçların hayatta kalma yanlılığından (survivorship bias) etkilenebileceğidir. İkincisi ise, 1970'lerde bulunan ancak 1980'lerde pek de sürdürülemeyen devamlılıklardan dolayı, fenomenin var olduğuna dair çıkarımların sağlam olmayabileceğidir (Malkiel, 1995, s. 549-572).

Kahn ve Rudd (1995), yatırım fonlarının performans devamlılığını yani bir anlamda geçmiş performansın gelecek performansı işaret edip edemeyeceğini irdelemişlerdir. Amerika'daki hisse senedi ve tahvil yatırım fonları üzerinden hareket eden araştırmacılar, toplamda 495 fon verisi kullanmışlardır. Regresyon Analizleri ve Olasılık Tablosu Analizleri gibi yöntemlerle çalışmayı oluşturan Kahn ve Rudd, sonuç olarak tahvil fonlarının, fon türleri ve yönetim ücretleri kontrol edildikten sonra bile devamlılığa sahip olduğunu ancak hisse senedi fonlarının devamlılık göstermediğini tespit etmişlerdir. Yalnızca geçmiş verilerin elde olduğu bir durumda, sermaye ve sabit gelir yatırımları için endeks fonların en iyi seçim olduğunu belirtmişlerdir. Hisse senedi endeks fonlarının, hisse senedi fonlarında devamlılık olmadığı için akla yatkın bulunduğunu hatta tahvil fonlarında devamlılık olmasına rağmen yine de tahvil endeks fonlarına yatırım yapılabilirliğini öne sürmüşlerdir. Çünkü var olan devamlılığın, tahvil fonlarının ücretler ve giderlerden kaynaklanan ortalama performans düşüklüğünün üstesinden gelemediğini saptamışlardır. Ayrıca %95 güven aralığında 12 adet test gerçekleştirmişler ve bu testlerden 4'ünün pozitif sonuçlar sağladığını ifade etmişlerdir (Kahn ve Rudd, 1995, s. 43-52).

Gruber (1996), yatırım fonlarının, bilhassa aktif olarak yönetilen yatırım fonlarının performansları, endeks fonun ortalamasının altında kaldığında bile neden hızlıca büyüdükleri sorusuna yanıt aramıştır. 270 fonun 1985 - 1994 arası performanslarını, temelde Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli ve Jensen Oranı kullanarak irdelemiş ve elde ettiği sonuçlara dayanarak, aktif olarak yönetilen fonlardaki

yatırımcıların, tahmin edilenden daha rasyonel olabildiklerini vurgulamıştır (Gruber, 1996, s. 783-810).

Jayadev (1996), iki adet büyüme amaçlı yatırım fonunun performansını aylık getirilerden yola çıkarak değerlendirmek istemiştir. Bunun için, Sharpe, Treynor ve Jensen Oranlarını kullanmıştır. Haziran 1992 - Mart 1994 periyodunu esas alan Jayadev, kısaca Mastergain 1991 ve Magnum Express olarak isimlendirilebilecek fonlar üzerine çalışmıştır. Araştırmasının neticesinde, her üç yönteme göre de Mastergain 1991'in, Magnum Express'den üstün olduğunu tespit etmiş ancak her iki fonun da gösterge endeksten iyi performans sergilemediğini de belirtmiştir. Öte yandan Magnum Express'in Mastergain 1991'den daha iyi çeşitlendirilmiş olmasına rağmen, genel çerçevede her iki fon için de fon yöneticilerinin seçicilik ve zamanlama kabiliyetleri yönünden sınıfta kaldıklarını ve yatırımcılara çeşitlendirme ve profesyonellik anlayışının avantajlarını sunmadığını ortaya koymuştur (Jayadev, 1996, s. 73-84).

Carhart (1997), yatırım fonlarının performans devamlılığı üzerine bir çalışma yapmayı amaçlamış ve Ocak 1962 - Aralık 1993 periyodunun verilerini kullanarak fon performanslarını analiz etmiştir. Toplamda 1.892 yatırım fonunun dahil olduğu çalışmada, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'ni ve Carhart'ın Dört Faktör Modeli'ni yöntem olarak belirlemiştir. Neticede, hisse senedi getirileri, gider ve ücretlerdeki genel faktörlerin, hisse senedi yatırım fonlarının ortalama ve riske göre düzeltilmiş getirilerindeki devamlılığı neredeyse tamamen açıkladığını belirtmiştir. Gider oranları, fon bileşimindeki değişim oranı ve ücretlerin, performans ile negatif ilişkili olduğunu saptamıştır. Fon yöneticilerinin yetenekli olduklarına ilişkin çok ufak kanıtlar bulabilmiştir. En üst dilimde bulunan fonların, yatırım maliyetlerini çıkarabilmelerine rağmen, fonların çoğunun maliyetlerine göre düşük performans gösterdiklerini, alt dilimlerde bulunan fonların ise, raporlanan maliyetlerine kıyasla iki kat daha kötü performans sergilediklerini ifade etmiştir. En son yıl kazandıran yani üst dilimdeki fonları alıp, kaybettiren yani alt dilimdeki fonları satmanın uygulanabilir bir strateji olabileceğini söyleyen Carhart, sürekli olarak kötü performans gösteren fonlardan uzak durulması gerektiğini ortaya koymuştur (Carhart, 1997, s. 57-82).

Kıymaz (1997), B tipi yatırım fonlarının performansını incelemiştir. 1992 - 1996 arasındaki 84 yatırım fonunu ele alan Kıymaz, Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları'ndan faydalanmıştır. 1992 yılı için Sharpe ve Treynor Oranlarına göre en başarılı fon 'İşbank-6' kodlu fondur. 1993'de Sharpe Oranı'na göre en başarılı fon 'Emlak-1', Treynor

Oranı'na göre ise 'Esbank-1' kodlu fonlar olmuşlardır. 1994'de Sharpe Oranı baz alındığında, 'Emlak-3', Treynor Oranı baz alındığında ise 'Zir-Başak' kodlu fon ilk sırayı almıştır. 1995'de ise Sharpe ve Treynor Oranları'na göre sırasıyla 'Zir-Başak' ve 'YKB-4' kodlu fonlar birinci sıradadırlar. 1996 yılında her iki yönteme göre ilk sırada 'Kapital-1' yer almıştır. Fonların Sharpe ve Treynor Oranlarına göre yıl yıl değil de, beş yıllık performansları ölçüldüğünde ise, 'Ziraat-4' Sharpe Oranı, 'Etibank' Treynor Oranında ilk sırayı almıştır. Beş yıllık performans Jensen Oranı üzerinden incelendiğinde, en iyi performansa sahip Fon 'Etibank' olmuştur. Genel değerlendirme yapıldığında, kamu bankaları tarafından yönetilmekte olan fonların diğer fonlara göre daha başarılı sonuçlar ortaya koyduğunu belirtmiştir (Kıymaz, 1997, s. 21-36).

Daniel ve diğ. (1997), portföy performansının değerlendirilmesinde, incelenen portföylerin bileşimlerinde bulunan hisse senetlerinin özelliklerine dayalı gösterge endeksleri (benchmarks) kullanan yeni yöntemler geliştirmişler ve uygulamışlardır. Portföy yöneticilerinin, portföy bileşimini, hisse senetlerinin özelliklerine göre başarılı olarak zamanlayıp zamanlamadıklarını tespit etmek için Karakteristik Zamanlama (Characteristic Timing) ve aynı özelliklere sahip ortalama bir hisse senedinden daha yüksek performans sergileyebilen hisse senetlerini seçip seçemediklerini saptamak için de Karakteristik Seçicilik (Characteristic Selectivity) yöntemlerini ortaya koymuşlardır. Ayrıca Ortalama Stil (Average Style) diye nitelendirilen bir yöntemden de bahsetmişlerdir. 1975 - 1994 döneminde 2.500'ün üzerinde fon için analizi gerçekleştirmişlerdir. Geliştirdikleri yöntemlerin yanı sıra, Grinblatt & Titman tarafından geliştirilen yöntemi, Carhart Dört Faktör Modeli'ni ve Jensen Oranı'nı kullanmışlardır. Sonuçların, yatırım fonlarının seçicilik kabiliyeti gösterdiğini fakat karakteristik zamanlama kabiliyetine sahip olmadıklarını işaret ettiğini vurgulamışlardır (Daniel vd., 1997, s. 1035-1058).

Murthi, Choi ve Desai (1997), yatırım fonlarının performansını ortaya koyabilmek için parametrik olmayan bir yöntem (yaklaşım) öne sürmüşlerdir. Bu yeni Yöntemi Veri Zarflama Analizi'nden yola çıkarak ortaya koymuşlar ve elde edilen sonuçları diğer yöntemlerle mukayese etmişlerdir. 731 yatırım fonunun verilerini kullanan üçlü, ulaştıkları sonuçların, öne sürdükleri yöntemin fon performanslarının değerlendirilmesi hususunda alternatif bir yöntem olabileceğini işaret ettiğini söylemişlerdir. Yöntemlerinin Sharpe ve Jensen Oranları ile tutarlı ve hatta bu yöntemlerden daha esnek olduğunu ifade etmişlerdir. İncelenen yatırım fonlarının hemen hepsinin ortalama varyans açısından

verimli bulunduğunu ve fonların verimliliğinin işlem maliyetleri ile alakası olmadığını saptamışlardır (Murthi, Choi ve Desai, 1997, s. 408-418).

Bers (1998), uluslararası yatırım fonlarının, gösterge endekse göre sürekli olarak düşük ya da yüksek performans gösterip göstermediğini yani kazanan ve kaybedenlerin kazanma ve kaybetme davranışlarını sürdürüp sürdürmediğini belirlemeyi amaçlamıştır. Ocak 1990 ile Mart 1996 dönemini esas alan Bers, 101 yatırım fonunun verisini kullanmıştır. Parametrik ve parametrik olmayan yöntemlerle gerçekleştirdiği analizler neticesinde, parametrik testlerin daha uzun değerlendirme dönemleri için devamlılığa dair daha güçlü kanıtlar bulunduğunu, parametrik olmayan testlerin de parametrik testlerle paralel sonuçlar sağladığını ve performans devamlılığına ilişkin zayıf kanıtlar sunduğunu, özellikle 1991 - 1992 dönemi için bütün testlerin, kazanan fonların kazanan olarak ve kaybeden fonların kaybeden olarak kalmaya devam ettiğini tespit etmiştir. Ayrıca sonuçların, uzun vade odaklı uluslararası yatırım fonu yöneticilerinin, performanslarında devamlılık gösterdiği ve bu yöneticilerin kabiliyetli olduğu konusunda ufak kanıtlar sunduğunu ifade etmiştir. Yanı sıra, uluslararası yatırım fonu yatırımcılarının, geçmişte kaybedenlerdense, geçmişte kazananlara yatırım yaparak fayda sağlaması gerektiğini belirtmiştir (Bers, 1998, s. 225-240).

McMullen ve Strong (1998), 135 adet yatırım fonunu Veri Zarflama Analizi ile değerlendirmişlerdir. Bu fonlardan yalnızca 12 tanesinin Veri Zarflama Analizine göre verimli olduğunu bulan ikili, bu yöntemin yatırımcılar tarafından, yatırım yapılacak fon seçilirken kullanılabilecek bir yöntem olduğunu belirtmişlerdir. Elde ettikleri sonuçların, yatırımcılara hangi fonlara yatırım yapmaları gerektiği konusunda yardımcı olabileceğini, aynı zamanda hangi fonlara ve neden yatırım yapmamaları gerektiği hususunda yol gösterebileceğini söylemişlerdir. Yöntemin en açık faydasının, yatırımcılara hangi alternatiflerin daha istenen, arzulanan olduğunu tespit etmekte yardımcı olmak olduğunu ifade etmişlerdir. Veri Zarflama Analizi'nin her zaman optimum sonuçları üreten bir yöntem olarak görülmemesi lazım geldiğini de eklemişlerdir (McMullen ve Strong, 1998, s. 1-12).

Allen ve Tan, 1999 yılında İngiltere'deki yatırım fonlarının devamlılığı üzerine testler gerçekleştirmişlerdir. Fonların göreceli performanslarını ortaya koymaya çalışan ekip, fon yöneticilerinin zaman içinde fonlar arası sıralamadaki yerlerini koruyup koruyamadığını analiz etmişlerdir. 1989 - 1995 dönemindeki 131 yatırım fonunun verilerini kullanan Allen ve Tan, kazanan ve kaybeden fonların Olasılık Tablosu

Analizleri'ni ve bu tabloların üzerinde Ki-kare (chi-squared) testini yapmışlardır. Ayrıca Sıradan En Küçük Kareler Regresyon Analizi ve bağımsız Spearman Sıra Korelasyon Katsayısı hesaplamalarını kullanmışlardır. Sonuç olarak, hem ham getirilerin hem riske göre düzeltilmiş getirilerin, uzun vadede devamlılığa dair güçlü bir kanıt ortaya koyduğunu fakat kısa vade için bu kanıtın tersine döndüğünü belirtmişlerdir. Volatilité ile olan ilişkilerini keşfedebilmek için fonları yüksek varyans ve düşük varyansa sahip fonlar biçiminde iki gruba ayırmışlar ve fonların göreceli performanslarının kazananların kazanmaya devam ettiği şeklinde bir yapı sergilediğini söylemişlerdir. Öte yandan geçmiş getirilerin ve göreceli sıralamaların, riske göre düzeltildikten sonra bile, gelecekteki getirileri ve sıralamaları tahmin etmek hususunda kullanışlı olduğunu saptamışlardır (Allen ve Tan, 1999, s. 559-593).

Zheng (1999), yatırım fonu yatırımcılarının verdikleri alım ve satım kararlarının, fonların gelecek performansını yansıtip yansıtamadığını ve yatırımcıların yatırım fonu seçme konusunda akıllı olup olmadıklarını araştırmıştır. Grinblatt & Titman tarafından geliştirilen yöntem ile regresyon analizleri ve Ferson & Schadt Modeli'nden faydalanan Zheng, Ocak 1970 - Aralık 1993 verilerinden faydalanmıştır. Toplamda 1.826 fon bulunan çalışmada, yatırımcıların, kısa vadeli gelecek performansın iyi değerlendirilmesine dayalı olarak alım ve satım kararlarını verebildiklerini belirtmiştir. Hisse senedi yatırım fonlarına toplam yeni yatırılmış paranın, kısa vadeli gelecek performansı yansıtabildiğini, bu fonlar içerisinde daha fazla nakit akışı (girişi) olan fonların, nakit çıkışı olan fonlara göre sonrasında önemli ölçüde daha iyi performans sergilediğini vurgulamıştır. Akıllı yatırımcıların, ortalama yatırım fonundan daha yüksek performans sergileyebildiğini öne süren Zheng, pozitif nakit akışı gerçekleşen fonlara yatırım yapan yatırımcıların, piyasadan daha iyi performans sağlayabildiklerine dair istatistiksel olarak anlamlı bir kanıt bulamadığını ifade etmiştir. Ancak yine de pozitif yeni nakit akışı gerçekleşen küçük fonların, piyasadan başarılı performans gösterdiği ile alakalı çok ufak kanıtlar bulunduğunu da vurgulamıştır. Pozitif ve negatif performans sergileyen fonların, 30 ay sonra tersine döndüğünü dolayısıyla 'akıllı para' etkisinin kısa ömürlü olduğunu da tespit etmiştir. Ayrıca 'akıllı para' etkisinin makroekonomik bilgilerle ilintili olmadığını lakin fona ilişkin bilgilerle alakalı olduğunu saptamıştır. Bu durumun, yatırımcıların yatırım fonu yatırım kararlarını verirken, fona ilişkin (özel) bilgileri kullandığını öne sürdüğünü söylemiştir. Yatırımcıların, performans devamlılığına dayalı olarak ortalama bir fona göre sistematik biçimde daha iyi

performans gösterebileceğini de eklemiştir. Üstün getirilerin, büyük fonlardan değil, esas olarak küçük fonlara gerçekleşen nakit giriş ve çıkışları neticesinde kazanıldığını da belirtmiştir (Zheng, 1999, s. 901-933).

Detzler (1999), Global Tahvil Yatırım Fonları'nın risk ve getiri özelliklerini 1988 - 1995 dönemi için ele almıştır. 19 adet fonun araştırma kapsamında bulunduğu çalışmada, Jensen Oranı'nı yöntem olarak 5 gösterge endekse karşı merkeze oturtmuştur. Ortalama olarak, fonların 5 gösterge endeksin hiç birinden üstün performans sergilemediklerini ve bu durumun, aktif yatırım stratejilerinin araştırma dönemi boyunca yatırımcılara herhangi bir fayda sağlamadığını ortaya koyduğunu ifade etmiştir. Fon giderlerinin performans ile ters ilişkili olduğunu ve fonların, yine araştırma dönemi boyunca çeşitlendirmenin avantajlarını yatırımcılara sunmadığını tespit etmiştir. Ayrıca fonların, döviz kuru hareketlerine duyarlı olduğunu ve bunun, döviz kurlarının, global portföylerdeki önemini gösterdiğini vurgulamıştır (Detzler, 1999, s. 1195-1217).

Morey ve Morey (1999), fon performansının değerlendirilmesine yönelik olarak farklı iki alternatif sunmuşlardır. Bu alternatifleri Veri Zarflama Analizinin ışığında, bu analizden ilham alarak ortaya koymuşlardır. 1985 - 1995 arasındaki 26 fonun verilerinden faydalanan ekip, fonların 3, 5 ve 10 yıllık dönemler için aylık ortalama getiri, varyans gibi verilerini hesaplamışlardır. Çalışmalarının neticesinde, geçmiş performanslara dayalı olarak yapılan performans değerlendirmelerinin gelecek için kullanışlı olmayabileceğini belirtmişlerdir. Bununla beraber öne sürdükleri alternatiflerin, fon değerlendirmesi konusunda değişik ve yardımcı bakış açıları sağlayabileceğini ancak yanı sıra alternatiflerin kullanışsız yanlarının da keşfedilmesi ve daha fazla veri ile testlere tabi tutulması gerektiğini vurgulamışlardır (Morey ve Morey, 1999, s. 241-258).

Karatepe ve Karacabey (2000), Türkiye'de işlem görmekte olan A tipi fonların performansını, Graham & Harvey tarafından geliştirilen indeksler ile ölçmüşlerdir. Ocak 1997 - Temmuz 1999 periyodunun ele alındığı çalışmada, 9 A tipi hisse senedi fonunu önce Sharpe, Treynor ve Jensen Oranlarıyla, sonra Graham & Harvey İndeksleri ile değerlendirmiş ve geleneksel yöntemler ile bu yeni indekslerin sonuçlarını karşılaştırmışlardır. Netice itibariyle, Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları'nın sağladığı sıralamalar ile Graham & Harvey İndekslerinin sağladığı sıralamalar birbirine çok benzer çıkmış ve araştırmacılar, geleneksel yöntemleri geliştirmek maksadıyla ortaya çıkan bu indekslerin, pek de farklı neticeler göstermediğini ifade etmişlerdir (Karatepe ve Karacabey, 2000, s. 55-67).

Redman, Gullett ve Manakyan (2000), uluslararası yatırım fonlarından oluşan portföylerin performansını, 1985 - 1994, 1985 - 1989 ve 1990 - 1994 olmak üzere üç ayrı dönem için incelemişlerdir. Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları'ndan faydalamışlardır. Analiz için toplamda 7 portföy oluşturmuşlardır. Bunlardan 5 tanesi uluslararası yatırım fonlarından meydana gelmiş olan portföyler, 1 tanesi Amerika Hisse Senedi Portföyü ve diğeri de Piyasa Portföyüdür. Uluslararası yatırım fonları portföylerini de kendi arasında 5 gruba ayırmış olup, bahsedilen grupları Dünya (16 fon), Avrupa (2 fon), Pasifik (4 fon), Yabancı (18 fon) ve Uluslararası (38 fon) olarak belirlemişlerdir. Amerika Hisse Senedi Portföyü'nde ise 355 tane yatırım fonu yer almıştır. 1985 - 1994 dönemi için Sharpe Oranı'na göre en başarılı fonlar, yabancı fonlar olmuştur. Treynor ve Jensen Oranları ise, Pasifik Fonları'nı en iyi performansa sahip olarak ortaya koymuştur. 1985 - 1989 dönemine bakıldığında, her üç yöntem de en başarılı fonların Pasifik Fonları olduğunu göstermiştir. 1990 - 1994 döneminde Sharpe ve Jensen Oranları dikkate alındığında en başarılı fonlar Amerika Hisse Senedi Fonları olmuştur. Bu dönemde Treynor Oranı'na göre en iyi performansı sergileyen fonlar ise Pasifik Fonları'dır (Redman, Gullett ve Manakyan, 2000, s. 75-85).

Dahlquist, Engström ve Söderlind (2000), İsveç piyasasındaki fonların performansı ve özellikleri arasındaki ilişkiyi ele almışlardır. 1993 ile 1997 arasındaki dönemi değerlendirdikleri çalışmalarında, bahsedilen dönemde yer alan tüm fonları analiz kapsamına dahil etmiş olup, 210 adet fonu değerlendirmişlerdir. Performansı, çeşitli birtakım karşılaştırma ölçütlerinin fon getirilerinin doğrusal regresyonu sonucunda elde edilen alfa katsayısı ile saptamaya çalıştıkları araştırmalarında, sonraki adımda ise, beklenen performansı, fonların performansı ve özellikleri arasındaki ilişkinin kesitsel analizinde kullanmışlardır. Sonuç olarak, küçük yatırım fonlarının büyük yatırım fonlarına göre daha iyi performans gösterdiğini ancak yalnızca büyük tahvil fonlarının küçük tahvil fonlarına göre performansının daha iyi olduğunu, performansın ücretlerle ters orantılı olduğunu yani yüksek maliyetlere sahip olan fonların düşük maliyetlere sahip fonlar kadar iyi performans göstermediğini, aktif olarak yönetilen fonların, daha pasif olarak yönetilen yani değişim aktivitesi düşük olan fonlara göre daha iyi performansa sahip olduğunu, para piyasası fonlarının istikrarlı performansının bulunduğunu ama diğer fon grupları için bunun geçerli olmadığını tespit etmişlerdir (Dahlquist, Engström ve Söderling, 2000, s. 409-423).

Gürsoy ve Erzurumlu (2001), Türkiye’de Ocak 1998 ve Haziran 2000 dönemi arasında faal olan A tipi ve B tipi yatırım fonlarının performansını, Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Oranı ve Graham & Harvey İndekslerini kullanarak ölçmeyi ve Hazine Bonosu ve dönemin İMKB 100 Endeksi ile mukayese etmeyi amaçlamışlardır. Bu kapsamda, 55 A tipi ve 77 B tipi fon kullanmışlardır. 4 farklı yöntemin benzer sıralamayı verip vermediğini test edebilmek maksadıyla, Spearman Sıra Korelasyon Testi’nden faydalanmışlardır. İkinci olarak ise, çalışma kapsamındaki farklı yatırım araçlarının Sharpe Oranları arasındaki farkların önemini test etmek ya da birbirlerinden anlamlı olarak farklı olup olmadıklarını saptamak için Wilcoxon İşaretli Sıra Testini kullanmışlardır. Çalışmanın sonuç kısmında, kullandıkları dört yöntemin fonları benzer biçimde sıraladıklarını belirtmişlerdir. Yanı sıra, hem tüm analiz döneminde hem de alt dönemlerde Hazine Bonosu’nun en iyi yatırım aracı olduğunu, devamında sırasıyla İMKB 100 Endeksi, B tipi fon ve A tipi fonların bulunduğunu vurgulamışlardır. Ortaya çıkan bu sonuca göre, fon yöneticilerinin, analiz dönemi boyunca, piyasa ortalamasından daha iyi fonlar meydana getirme gayretlerinin faydası hususunda kuşkulı olduklarını da eklemişlerdir (Gürsoy ve Erzurumlu, 2001, s. 43-58).

Choi ve Murthi (2001), getiri-risk ya da getiri-maliyet arasındaki ilişkiler için piyasa dengesi gibi herhangi bir fonksiyonel yapı gerektirmeyen alternatif bir yatırım fonu değerlendirme yöntemi sunmuşlardır. Öne sürdükleri yöntemin esasında Sharpe Oranı’nın parametrik olmayan bir tekniğe (Veri Zarflama Analizi) dayanan başka bir versiyonu olduğunu belirten Choi ve Murthi, yedi kategori altında toplam 731 fonu ele almıştır. Neticede neredeyse bütün fon kategorilerinin benzer ortalama verimlilik puanlarına sahip olduğunu ve yüksek performans gösteren herhangi bir fon kategorisi olmadığını belirtmişlerdir. Ayrıca öne sürdükleri yöntemin Sharpe Oranı ile arasında yüksek bir korelasyon bulunduğunu, Fonun büyüklüğü ile performansı arasında herhangi bir bağlantı göremediklerini ve bir çok fonun kaynakları etkin kullanmada başarısız olduğunu saptamışlardır (Choi ve Murthi, 2001, s. 853-876).

Basso ve Funari (2001), İtalya’daki yatırım fonlarının performansını Veri Zarflama Analizi ile ölçmeyi hedeflemişlerdir. Bu bağlamda, 47 yatırım fonunun 01.01.1997 - 30.06.1999 verilerini kullanmışlardır. Elde edilen sonuçlara dayanarak, Veri Zarflama Analizi’nin, fon sıralamalarını tespit ederken, fona katılım ve itfa ücretlerinin önemine işaret ettiğini vurgulamışlardır. Veri Zarflama Analizi’nin, diğer geleneksel performans değerlendirme yöntemlerine kullanışlı bir tamamlayıcı olabileceğini ve

karşılaştırmalı bir analiz gerçekleştirirken faydalı olabilecek bazı ek bilgiler sağlayabileceğini ifade etmişlerdir (Basso ve Funari, 2001, s. 477-492).

Bollen ve Busse (2001), yatırım fonlarının zamanlama kabiliyetini ölçmeye yönelik var olan çalışmaların, aylık getiriler üzerinden hareket ettiğini ve zamanlama kabiliyetine ilişkin çok ufak kanıtlar bulabildiğini söyleyerek, bu yönde bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Ocak 1985 - Aralık 1995 arasındaki verilerden yola çıkarak çalışmalarını gerçekleştiren ikili, 230 fonu günlük getirileri üzerinden analiz etmişlerdir. Kuadratik Regresyon ve Kukla Değişkenli Regresyon yöntemleri ile hareket eden araştırmacılar, aylık veriler yerine günlük veriler kullanılmasının daha sağlıklı olduğunu ve yapılan standart regresyona dayalı analizlerin, günlük veriler kullanıldığında zamanlama kabiliyetini tespit edebilmesi yönünden daha güçlü bulunduğunu ifade etmişlerdir. Günlük verilerin zamanlama kabiliyetine ilişkin yapılan tahminlerin sayısını arttırdığını, aylık veriler kullanıldığında fonların %11.9'unun zamanlama kabiliyeti olduğu yönünde sonuca ulaştıklarını ancak günlük veriler kullanıldığında bunun %34,2 olarak gerçekleştiğini tespit etmişlerdir. Genel olarak ifade edilirse, günlük testlerin daha güçlü sonuçlar sağladığını ve fonların aylık testlere göre daha sık zamanlama kabiliyeti sergilediklerini çalışmalarında göstermişlerdir (Bollen ve Buse, 2001, s. 1075-1094).

Ibbotson ve Patel (2002), yatırım fonu performanslarında kayda değer süreklilik olduğunu ifade eden çeşitli çalışmaların ne kadar doğru olduğunu bulmayı amaçlamışlardır. Ocak 1975 ile Aralık 2000 döneminin baz alındığı araştırmada, çeşitli şekillerde tanımlanan alfa katsayılarından faydalanmışlardır. Amerikan Yerel Hisse Senedi Yatırım Fonları göz önüne alındığında, gerçekten de böylesi bir fenomenin var olduğunu, kazanan fonların iyi performansı tekrar ettiğini, en yüksek sürekliliğin alfası %10'dan yüksek olan ve ayrıca alfa sıralamasında örneklemin ilk %5'inde bulunan fonlarda olduğunu söylemişlerdir (Ibbotson and Patel, 2002, s. 1-27).

Doğanay (2002), çalışmasında incelemiş olduğu hisse senedi yatırım fonlarını derecelendirmeyi amaçlamıştır. Bu bağlamda, Nisan 1998 ile Mayıs 2001 arasında kesintiye uğramadan işlem gören 8 adet hisse senedi yatırım fonunu değerlendirmiştir. Çok kriterli bir karar verme yöntemi olan İdeal Noktalarla Çok Boyutlu Ağırlıklandırma Yöntemi'nden faydalanan Doğanay, ilke etapta bu fonların standart sapmalarını, Sharpe, Treynor, Jensen, Sortino Oranları'nı ve kayıp risklerini hesaplamıştır. Sonrasında, adı geçen yöntem ile, bu hesaplamalar neticesinde elde edilen verileri analiz ederek, fonların nihai derecelerini tespit etmiştir. Ata, Gedik, İnter, Koç Bank, İş Bankası, Vakıfbank,

Tekstil Bank ve Yapı Kredi'nin Hisse Senedi Yatırım Fonları'ndan oluşan analiz sonucunda, sıralama İnter Bank, Tekstil Bank, İş Bankası, Koç Bank, Ata, Yapı Kredi, Vakıfbank ve Gedik şeklinde oluşmuştur (Doğanay, 2002, s. 31-48).

Cesari ve Panetta (2002), İtalyan Hisse Senedi Fonları'nın riske göre düzeltilmiş performanslarını, fonların net ve brüt getirilerinden hareketle, Jensen Oranı ve Grinblatt & Titman tarafından geliştirilmiş olan yöntem ile 1984 - 1995 dönemini baz alarak incelemişlerdir. Ayrıca Kuadratik Regresyon, Kukla Değişkenli Regresyon ve Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'nden de faydalanmışlardır. Net getirilerden yola çıkıldığında, fonların performansının sıfırdan çok farklı olmadığını ancak brüt getiriler söz konusu olduğunda, performansın hep pozitif çıktığını ortaya koymuşlardır. Fon yöneticilerinin zamanlama kabiliyetine dair elde ettikleri verilere dayanarak ise, fon yöneticilerinin piyasada meydana gelen değişimleri başarılı bir şekilde algılayamadıklarını ifade etmişlerdir. Öte yandan, bilgi sahibi olarak yatırım yapanların, bunun karşılığını aldıklarını, ödedikleri ücret ve üstlendikleri risklerin geri dönüşünü sağladıklarını tespit etmişlerdir (Cesari ve Panetta, 2002, s. 99-126).

Kılıç (2002), Ocak 1999 - Aralık 2001 tarihleri arasını araştırma dönemi olarak belirleyerek, 75 adet A tipi ve 65 adet B tipi yatırım fonunun performansını değişik yöntemlerle değerlendirmeyi amaçlamıştır. Bu bağlamda Sharpe, M^2 , Treynor, Jensen, Değerleme Oranları ve Morningstar'ın ortaya koyduğu yıldız derecelendirmeleri ile fonları incelemiştir. Ayrıca Kuadratik Regresyon ve Kukla Değişkenli Regresyon yöntemlerini de kullanmıştır. Sonuç olarak Sharpe, M^2 ve Treynor Oranları ile Morningstar Yıldız Dereceleri'nin A tipi fonlar için verdiği neticelerin birbirine son derece yakın olduğunu, B tipi fonlar içinse bunun tam aksi bir durum oluştuğunu ifade etmiştir. Öte yandan ele alınan fonların piyasadan daha başarılı bir performans sergileyemediklerini ortaya koymuştur. Piyasa zamanlamasına dair genel durumun da pek iç açıcı olmadığını ve fonların piyasayı zamanlayamadıklarını belirtmiştir. Genel olarak bakıldığında, yatırım fonlarının üstün bir performans gösteremediklerini sözlerine eklemiştir (Kılıç, 2002, s. 1-194).

Christensen (2003), Danimarka'daki yatırım fonlarının performansını ortaya koymayı amaç edinmiş ve 44 yatırım fonundan oluşan çalışmada, Ekim 1994 ile Ocak 2002 arasını esas almıştır. Jensen Oranı'na, sırasıyla, tekli ve çoklu endeks modeli olarak odaklanan Christensen, ayrıca zamanlama kabiliyetini ölçebilmek için de Kuadratik Regresyon ve Henriksson ve Merton tarafından öne sürülen performans değerlendirme

yöntemlerinden yararlanmıştır. Öte yandan fon yönetim ücretlerinin ve bazı diğer giderlerin de performans üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Çalışma sonucunda, bu fonların önemli kısmında zamanlama kabiliyetleri olduğuna dair herhangi bir kanıt bulamadığını, yalnızca çok az durumda zamanlama kabiliyetine dair emareler elde ettiğini, çoğu durumda fonların performansının nötr, bazı durumlarda ise negatif olduğunu, fon performanslarının gider kalemleriyle alakası olup olmadığına ilişkin hipotezi destekleyecek işaretlere rastlamadığını ifade etmiştir (Christensen, 2003, s. 1-27).

Pendaraki ve Zopounidis (2003), yatırım fonu performanslarını değerlendirmek üzere PROMETHEE II (Preference Ranking Organisation Method for Enrichment Evaluations) yöntemini kullanmışlardır. 1999 - 2000 dönemi verilerini kullanan araştırmacılar, 1999 yılı için 34, 2000 yılı için 51 fon verisinden yararlanmışlardır. 1999 yılında fonların çoğunun gösterge endekse (piyasaya) göre daha yüksek getiriler sağlayabildiğini ancak 2000 yılında pek azının başarılı olduğunu ortaya koymuşlardır. 1999 yılında bazı fon yöneticilerinin üstün getiriler sağladığını ancak 2000 yılında tam tersi bir durumun söz konusunu olduğunu bulmuşlardır. Genel olarak konuşulduğunda, pozitif ya da negatif olsun, fon yöneticilerinin üstün getiriler sağlama yeteneklerinin olduğuna ilişkin kanıt bulamadıklarını belirtmişlerdir. Ele alınan fonların 1999 yılı için gösterge endeksten daha riskli durumda bulunduğunu ancak 2000 yılında gösterge endeksten düşük riskli fonların yer aldığını da eklemişlerdir. Geniş çerçevede, yatırım fonlarına yatırım yapanların, çeşitlendirmeden gelen avantajlardan tam olarak faydalanamadığını saptamışlardır (Pendaraki ve Zopounidis, 2003, s. 69-90).

Engström (2003), aktif olarak yönetilen ve Asya ve Avrupa'da yatırım yapan Avrupa merkezli yatırım fonlarının performansını ve ayrıca fon ve piyasa arasındaki coğrafi uzaklığın etkisini araştırmıştır. 299 fonun yer aldığı çalışmada, Jensen Oranı'ndan faydalanarak ve Ferson ve Schadt Modeli'ni takip ederek tek endeks ve beş endeks modellerini kullanmak suretiyle şartlı alfa katsayıları hesaplamış ve analizler yapmıştır. Fonların 1993 - 1998 verilerden yararlanan Engström, yanı sıra fon yöneticilerinin zamanlama kabiliyetlerini de irdelemiştir. Fon yöneticilerinin zamanlama kabiliyetleri olmadığına ilişkin herhangi bir kanıtı ulaşamamıştır. Öte yandan fonların düşük performans sergilediğini söylemiştir. Avrupa merkezli bu fonların, Avrupa'da Asya'dakine nazaran daha üstün bir seçicilik kabiliyetleri olduğunu belirten araştırmacı, bu durumun lokal olarak yatırım yapıldığında bilgi avantajından faydalanılabileceğini

öne süren önceki çalışmalarla tutarlı olduğunu vurgulamıştır. Avrupa’da yatırım yapan fonların, yatırımcılarına çeşitlendirmenin faydalarını ve göreceli olarak pozitif bir performans sağladığını belirtmiş, Asya’daki fonların tersine çeşitlendirmenin avantajlarından faydalanamadığını ortaya koymuştur (Engström, 2003, s. 463-482).

Haslem ve Scheraga (2003), yatırım fonlarının verimli mi yoksa verimsiz mi olduklarını Veri Zarflama Analizi ile incelemişlerdir. Ayrıca verimli ve verimsiz olan fonlar arasında önemli ölçüde farklılaşan finansal değişkenleri saptamayı ve bu ilişkilerin doğasını belirlemeye çalışmışlardır. 80 yatırım fonunu ele almışlardır. Sonucunda, 27 fonun verimli olduğunu, 22 fonun biraz verimli olduğunu ve 31 fonun verimsiz olduğunu tespit etmişlerdir. Bu fon grupları arasında girdi-çıkı ve profil değişkenleri açısından önemli farklılıklar olduğunu, Sharpe Oranı’nın verimli olarak addedilen fonlar için verimsiz olarak addedilen fonlardan daha yüksek bulunduğunu fakat verimli ve biraz verimli olarak nitelendirilen fonlar arasında fazla farklılaşmadığını göstermişlerdir. Jensen Oranı’nın da, sadece verimli ve verimsiz fonlar arasında önemli derecede farklılaştığını, verimli fonların Jensen Oranları’nın verimsiz fonlarınkinden yüksek olarak bulunduğunu ifade etmişlerdir. Öte yandan beta katsayılarının da verimli ve verimsiz fonlar arasında farklılaştığını ve verimli fonların beta katsayılarının verimsiz fonlardan daha düşük olarak elde edildiğini eklemişlerdir. Bununla beraber, verimli fonların standart sapmalarının verimsiz fonlardan daha düşük olduğunu, fiyat/kazanç ve piyasa değeri/defter değeri oranları ile 3 yıllık kazanç büyümesinin de hem biraz verimli olan hem de verimsiz olan fonlardan yine daha düşük olarak gerçekleştiğini aktarmışlardır. Fonların portföy bileşimlerindeki devirin ise, verimsiz fonlar için verimli fonlardan daha yüksek şekilde meydana geldiğini, verimli fonların portföy bileşiminde verimsiz fonların portföy bileşimine göre hisse senetlerinin daha az, tahvil gibi daha az riskli menkul kıymetlerin ise daha fazla paya sahip bulunduğunu belirlemişlerdir (Haslem ve Scheraga, 2003, s. 41-48).

Jan ve Hung (2004), pek çok çalışmada bahsedilen hisse senedi yatırım fonlarında kısa vadede sürekliliğin olduğu şeklindeki görüşten hareketle, kısa vadede sürekliliğe sahip fonların, uzun vadede de istikrara sahip olması gerektiği biçiminde düz mantık bir hipotez ortaya koymuşlar ve bunu test etmeyi hedeflemişlerdir. Eğer mevcut yıldaki performans, sonraki yılda sürerse ve sonraki yıldaki performans da ondan sonraki yılda devam ederse, mevcut yılın kesinlikle, bahse konu ikinci yıl performansına etki etmesi gerektiğini söylemişlerdir. Ocak 1961 ve Haziran 2000 dönemini esas aldıkları

araştırmalarında, 3.316 fon kullanmışlardır. Carhart'ın Dört Faktör Modeli'nden sağlanan Jensen Alfası'ndan yararlanmışlar ve elde ettikleri sonuçların bahsi geçen hipotezi desteklediğini ve güçlü kısa ve uzun dönem performanslarına sahip fonların, müteakip yılda da güçlü performans gösterdiğini ve ayrıca zayıf kısa ve uzun dönem performansına sahip fonlara göre önemli ölçüde üstün olduklarını ifade etmişlerdir (Jan and Hung, 2004, s. 67-71).

Papadamou ve Siriopoulos (2004), alışmalarında Amerikan 'no-load' yani komisyon vb. Ücretler yüklemeyen hisse senedi yatırım fonlarından, Avrupa'daki hisse senetlerine yatırım yapan ve fon yöneticilerinin 3 yıldan fazladır görevde bulunduğu yatırım fonlarını, kısa vadeli performans devamlılığını ve yatırım tarzlarını yani her bir fonun varlıkları nasıl dağıttığını araştırmak maksadıyla incelemişlerdir. Temmuz 1996 - Ekim 2001 dönemini esas almışlar ve 19 fon ile çalışmışlardır. Fon performanslarını Sharpe Oranı ve Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne dayalı diğer iki yaklaşım ile değerlendirmişlerdir. Sonucunda, aktif fon yönetiminin, incelenen dönemde gösterge endeksten daha iyi performans sağlayamadığını, fonların bir çoğunun gösterge endeksin gerisinde kaldığını ve 'sıcak eller' fenomenine ilişkin yalnızca ufak birtakım kanıtlar bulduklarını ve bu fenomenin bazı istisnalar dışında devam etmediğini ifade etmişlerdir. Bu duruma örnek olarak, 5 aylık değerlendirme döneminde iyi performans gösteren fonların, takip eden 4 ayda da üstün performans sergilemelerini göstermişlerdir. İyi çeşitlendirilmiş fonların, 'mean-variance' açısından en verimli fonlar olduklarını söylemişlerdir (Papadamou ve Siriopoulos, 2004, s. 85-97).

Yıldız, 2005 yılında yapmış olduğu araştırmasında, ele aldığı 31 değişken, 13 karma ve 9 hisse senedi yatırım fonu olmak üzere toplam 53 yatırım fonunu, bu fonların 2001 - 2003 dönemi verilerini kullanarak incelemiştir. İMKB ve Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği tarafından oluşturulan Fon Endeksi bazında değerlendirmeler yapan Yıldız, Sharpe Oranı'na göre değişken fonlardan 6 tanesinin ve karma fonlardan 2 tanesinin İMKB Endeksi'ne göre başarılı olduğunu, hisse senedi yatırım fonlarının tümünün bahsedilen endeksten kötü performans sergilediğini söylemiştir. Sortino Oranı'na bakıldığındaysa, değişken fonlardan 7 tanesinin, karma fonlardan 2 tanesinin sözü geçen endekse göre daha başarılı durumda bulunduğunu ve hisse senedi yatırım fonlarının yine tamamının İMKB Endeksi'ne göre başarısız gözüktüğünü ifade etmiştir. Treynor Oranı'nda ise, değişken fonlardan 8 tanesinin ve karma fonlardan 2 tanesinin endekse göre iyi performans gösterdiğini belirterek, hisse senedi fonlarının yine başarı

sağlayamadığını beyan etmiştir. Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği tarafından geliştirilen endekse göre bir mukayese yapıldığıdaysa, Sharpe Oranı özelinde 14 değişken fonun, 7 karma fonun ve nihayet 5 hisse senedi fonunun bahse konu endeksten iyi durumda olduğunu vurgulamıştır. Sortino Oranı'na göre, değişken fonlardan 14 adedinin, karma fonlardan 8 adedinin ve hisse senedi yatırım fonlarından 5'inin, Treynor Oranı'na göre ise değişken fonlardan 8'inin, karma fonlardan ve hisse senedi yatırım fonlarından 5'er tanesinin endekse kıyasla yüksek performans sahibi olduğunu dile getirmiştir. Genel çerçevede düşünüldüğünde, İMKB Endeksi'ne göre karşılaştırma yapıldığında başarılı olan fon sayısı, Kurumsal Yatırım Yöneticileri Derneği'nce oluşturulan endekse göre karşılaştırma yapıldığında başarılı olan fon sayısından daha azdır (Yıldız, 2005, s. 185-202).

Kacperczyk, Sialm ve Zheng (2005), fon yöneticilerinin iyi çeşitlendirilmiş portföylerden vazgeçerek, portföy bileşimi açısından, bilgi anlamında avantajlı oldukları endüstrilere yoğunlaşmaya karar verebileceklerini vurgulamıştır. Bu bağlamda, bahsedilen endüstri yoğunlaşması ile aktif olarak yönetilen Amerikan Yatırım Fonları'nın performansı arasındaki ilişkiyi inceleme altına almışlardır. 1984 - 1999 dönemini analiz dönemi olarak belirlemişlerdir. 1.771 fon verisinden yararlandıkları araştırmada, sonuç olarak çeşitli performans değerlendirme yöntemlerini kullanarak tür farklılıklarını ve riski kontrol altına aldıktan sonra, daha fazla endüstri yoğunlaşmasına sahip fonların daha iyi performans gösterdikleri sonucuna varmışlardır. Öte yandan, fon yöneticileri arasından, endüstri yoğunlaşması biçiminde portföyleri oluşturan fon yöneticilerinin yatırım kabiliyetlerinin daha belirgin olduğunu öne sürmüşlerdir (Kacperczyk, Sialm ve Zheng, 2005, s. 1983-2011).

Arslan (2005), finansal literatürde yatırım fonu performanslarında, fon yöneticilerinin etkilerinin boyutu, yöneticilerin kişisel özellikleri, eğitim düzeyleri gibi çeşitli değişkenlerin beraberce ortaya çıkardıkları seçicilik yeteneğinin ölçülmesine yönelik pek çok çalışma bulunduğunu belirtmiş, benzer yöntemlerin Türk Sermaye Piyasaları'nda uygulanabilir olup olmadığını araştırmış ve istatistiksel olarak test etmiştir. Ocak 2002 ve Aralık 2005 periyodunu esas aldığı araştırmasında, 45 A tipi fonu konu etmiş ve Cronbach Alfa Modeli'ni uygulamış, Doğrusal ve Kuadratik Regresyon Analizleri'nden de faydalanmıştır. Neticede, fon betalarının piyasa betalarına yaklaşmadığını, beta katsayısının tahmin yeteneğinin yetersiz kaldığını, Kuadratik Regresyon Analizi'ne göre ise, 45 fondan sadece 3 fonun "c" katsayılarının pozitif

olduğunu yani sadece bu yöneticilerin zamanlama yeteneğine sahip bulunduklarının söylenebileceğini, fon performansının tespit edilmesinde kullanılan yöntemlerin birbirleri ile zıtlaşan sonuçlar ortaya koyduğunu, yapısal olarak Türk Sermaye Piyasaları'nın öngörülebilir bir ortam olmaktan uzak bulunduğunu tespit etmiştir (Arslan, 2005, s. 1-23).

Tonks (2005), Emeklilik Yatırım Fonları'nın dolayısıyla yöneticilerin performans devamlılığını ortaya koymayı gaye olarak belirlemiştir. Fon yöneticilerinin yönettikleri fonların performansına istikrarlı olarak değer katıp katamadıkları sorusuna da yanıt aramıştır. 1983 - 1997 arası verilerden faydalanan Tonks, 2.175 emeklilik yatırım fonunu çeyrek dönemlik veriler ışığında incelemiştir. Fon yöneticilerinin performansını, yönettikleri fonun ortalama aşırı (abnormal) getirileri olarak değerlendirmiş ve bu getirileri Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli, Fama-French Üç Faktör Modeli gibi modellerden faydalananak ortaya koymuştur. Sonuç olarak, bir çok farklı testlerden yararlanarak, fon yöneticilerinin 1 yıllık dönemde önemli ya da diğer deyişle istatistiki olarak anlamlı performans devamlılığı gösterdiklerini fakat daha uzun dönemler için bu devamlılığa dair daha zayıf kanıtlar bulabildiğini belirtmiştir. Öte yandan belirtilen 1 yıllık dönemdeki devamlılığı, fon yöneticilerinin ne şekilde avantaja dönüştüreceklerinin tam net olmadığını ifade etmiştir. Momentum faktörünün, gözlenen devamlılığın ufak bir kısmını açıklayabilmesine rağmen, bu faktör çıkarıldıktan sonra bile, Emeklilik Fonu yöneticilerinin performansına ilişkin hala önemli devamlılık bulunduğunu söylemiştir (Tonks, 2005, s. 1917-1942).

Yıldız (2006), incelemiş olduğu yatırım fonlarını Veri Zarflama Analizi Modelleri ile değerlendirmiştir. 2001 - 2003 periyodunu araştırma dönemi olarak belirleyen Yıldız, 31 değişken, 9 hisse senedi ve 13 karma yatırım fonunu ele almıştır. Sonuç olarak Veri Zarflama Analizi'nin oldukça etkin bir performans değerlendirme yöntemi olduğu saptanmıştır. Yatırım fonlarının bileşimlerini sürekli olarak değiştirdiklerinde, işlem maliyetlerinin sağlanan getirilerden yüksek olmasından dolayı, değişim ile fon performansı arasında negatif bir ilişkinin görüldüğünü ve yüksek yönetim ücretlerine sahip fonların her zaman yüksek performans sergilemediğini, düşük performans gösterme olasılıklarının da bulunduğunu ifade etmiştir. Ayrıca fon büyüklüğünün performans ile alakası bulunup bulunmadığını da araştıran Yıldız, performansın fon büyüklüğü ile doğru orantılı olduğunu göstermiştir. Diğer taraftan, uygulanan modeller ışığında en yüksek

performans sergileyen fon grubunun değişken fonlar olduğunu belirtmiştir (Yıldız, 2006, s. 211-234).

Meier ve Schaumburg (2006), fonların, ‘window dressing’ ya da Türkçeleştirilirse ‘bilançonun şişirilmesi, parlatılması’ veya ‘makyajlama’ yapıp yapmadıklarını incelemişlerdir. 4.025 yatırım fonunun 1997 - 2002 verilerini inceleyen araştırmacılar, çeyreğin son günleri boyunca devirin (turnover) arttığına dair güçlü kanıtlar bulduklarını söylemişlerdir. Gerçekleştirilen trading işlemlerinden dolayı meydana gelen bu devirin, raporlama günü geçtikten sonra, aşırı getiriler yaratmadığını ifade etmişlerdir. Bununla birlikte, raporlama zamanından kısa zaman önce makyajlama maksadıyla yapılan işlemlerin, herhangi bir artı değer sağlamadan işlem maliyetleri yaratacağını vurgulamışlardır. Bu durumun yatırımcıların çıkarlarına aykırı olduğunu ve fon yönetimine ilişkin sorulara sebebiyet vereceğini de eklemişlerdir. Bilhassa son günlerde kötü performans sergilemiş fonların, daha muhtemel yanıltıcı raporlamalar yaptıklarını belirtmişlerdir. Makyajlanan fonlar, Aralık ayında kümelenmemekle beraber, Aralık ayında yapılan raporlamaların daha fazla makyajlamaya uğradığını tespit etmişlerdir (Meier ve Schaumburg, 2006, s. 1-52).

Gottesman ve Morey (2006), fon yöneticilerinin eğitim seviyeleri ve fon performansları arasında bir bağlantı olup olmadığını araştırmışlardır. Ortalama GMAT (Graduate Management Admission Test) skoru ve Business Week dergisinin sıralamaları ile belirlenen MBA (Master of Business Administration) programının kalitesinin performans üzerinde herhangi bir tesirinin bulunup bulunmadığını test etmişlerdir. Bu bağlamda, 518 yatırım fonu, bu fonların büyüklükleri, giderleri ve yöneticilerinin eğitim seviyeleri (doktora dereceleri, lisans öğrenimleri vs.) gibi bir çok veri ele alınmıştır. Fon performanslarını ölçmek için, ortalama aylık aşırı getirileri, Ferson ve Schadt Modeli ve Carhart’ın Dört Faktör Modeli’ni kullanmışlardır. Öncelikli olarak, fon yöneticisinin mezun olduğu MBA programının ortalama GMAT skorunun 2000 - 2003 dönemi için fon performansı ile pozitif ve anlamlı olarak ilişkili olduğunu saptamışlardır. Daha prestijli MBA programlarından mezun olan yöneticilerin, diğer yöneticilere göre daha iyi performans sergilediğini söylemişlerdir. Öte yandan en üst dilimdeki MBA programlarından mezun olmuş yöneticilerin, MBA programı derecesi olmayan yöneticilerden daha üstün performansa sahip olduğunu ancak aynı yöneticiler ile en üst dilime yakın sıralardaki MBA programlarından mezun olan yöneticiler arasındaki performans farkının çok az olduğunu tespit etmişlerdir. En alt dilimdeki MBA

programlarından mezun olan yöneticilerin ise, MBA programı derecesi olmayan yöneticilerden daha kötü performansa sahip bulunduğunu ortaya koymuşlar ve bununla beraber en üst dilimdeki ve en üst dilime yakın yerlerdeki MBA programlarından mezun olmuş durumdaki yöneticilerin, en alt dilimdeki MBA programlarından mezun olmuş yöneticilere göre oldukça iyi performans gösterdiklerini vurgulamışlardır. Lisans derecesinin ise fon performansının üzerine herhangi bir etkisinin olmadığını yani fon yöneticilerinin lisans derecelerinin kalitesinin fark etmediğini işaret etmişlerdir. Yöneticilerin doktora derecelerinin ya da MBA programından başka bir yüksek lisans derecelerinin olup olmaması gibi hususların, fon performanslarıyla herhangi bir alakası olmadığını öne sürmüşlerdir. Yatırımcılara, yaptıkları analizler ışığında, yöneticileri yüksek prestijli MBA programlarından mezun olmuş fonları dikkate almaları gerektiğini söylemişlerdir (Gottesman ve Morey, 2006, s. 145-182).

Chen ve Lin (2006), Veri Zarflama Analizi'nin, fon performanslarının değerlendirilmesinde oldukça kullanışlı bir yöntem olduğunu belirtmiş, var olan Veri Zarflama Analizi Modelleri'ne yeni risk ölçüleri ekleyerek, Veri Zarflama Analizi ile yapılmış önceki çalışmaları geliştirmişlerdir. Ele aldıkları fonların göreceli verimliliklerini, ilk bölümde Ocak 2000 - Aralık 2002 dönemi (33 fon), ikinci bölümde ise Ocak 1999 - Ocak 2000 dönemi (14 fon) için incelemişlerdir. Çin Yatırım Fonu Piyasası'nın verileri kullanılarak yapılan detaylı ampirik analizlerin, riske maruz değer ve koşullu riske maruz değer ölçülerinin, bilhassa geleneksel performans değerlendirme yöntemleri ile olan kombinasyonlarının, fon karakteristikleri ve getiri dağılım özelliklerinin kapsamlı biçimde tanımlanması hususunda çok faydalı olduğunu ortaya koymuşlardır (Chen ve Lin, 2006, s. 375-398).

Korkmaz ve Uygurtürk (2007), Türk Emeklilik Fonları'nın performansını Regresyon Analizleri ile saptamaya çalıştıkları araştırmalarında, Ocak 2004 - Haziran 2006 dönemini baz almışlardır. 46 emeklilik fonunun 6 alt grup altında konu edildiği çalışmada, birim kök testi, tek değişkenli regresyon, iki değişkenli regresyon ve üç değişkenli regresyon analizlerini kullanmışlar ve Kamu Borçlanma Araçları Fonları hariç diğer tüm fon gruplarında gerek tek değişkenli gerek çok değişkenli regresyon analizlerinde benzer sonuçlar bulmuşlardır. Esnek, dengeli, likit, hisse senedi ve hisse senedi endeksi emeklilik fonlarının tamamını, tek ve iki değişkenli regresyon analizlerinin neticesi doğrultusunda, performans açısından başarılı olarak

nitelendirmişlerdir. Üç değişkenli regresyon analizinde, hiç bir fonu başarılı bulmamışlardır (Korkmaz ve Uygurtürk, 2007, s. 37-52).

Eling ve Schuhmacher (2007), hedge fonların değerlendirmesini yapmak için seçilen performans değerlendirme yönteminin, değerlendirmeye herhangi bir etkisi olup olmadığını saptamak istemiş, 1985 - 2004 arası 2.763 fonun verilerini kullanmışlar ve Sharpe Oranı ile 12 tane performans değerlendirme yöntemini kıyaslamışlardır. Hedge fonların getirileri, normal dağılımdan önemli ölçüde sapmasına rağmen, Sharpe Oranı ile diğer performans değerlendirme yöntemlerinin karşılaştırılması sonucu, esasen birbirine eş sıralamaları verdikleri görülmüştür. (Eling ve Schuhmacher, 2007, s. 2632-2647).

Akel (2007), Türkiye'deki 51 adet A tipi ve 51 adet B tipi yatırım fonunun performanslarını, Ocak 2000 - Aralık 2004 döneminin verilerini esas alarak değerlendirmiştir. Evvela Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları ile fonları inceleyen Akel, daha sonra Kuadratik Regresyon ve Kukla Değişkenli Regresyon Yöntemleri ile fonların zamanlama kabiliyetlerinin bulunup bulunmadığını bulmaya uğraşmıştır. Ayrıca fonların performans devamlılığını da analiz etmiştir. Sonuç olarak A tipi yatırım fonlarının gösterge endekse göre daha düşük bir getiri sağladığını ve ayrıca A tipi fonların hiç bir tanesinin zamanlama kabiliyetinin bulunmadığını belirtmiştir. B tipi fonlardan Kuadratik Regresyona göre 5, Kukla Değişkenli Regresyon'a göre ise 8 tanesinin zamanlama kabiliyetine dair pozitif sonuçlar sağladığını ortaya koymuştur. A tipi fonların kısa vade için performans devamlılığı gösterdiğini ancak uzun dönem için aynı ifadeyi kullanmanın mümkün olmadığını, B tipi fonların ise hem kısa vade hem uzun vade de sergilemiş oldukları performansları devam ettirme eğiliminde olduklarını çalışmasında göstermiştir. Geniş kapsamda değerlendirildiğinde, B tipi yatırım fonlarının A tipi yatırım fonlarına kıyasla gerek performans gerek devamlılık açısından daha başarılı olarak kabul edilebileceğini çalışmasının neticesinde ifade etmiştir (Akel, 2007, s. 147-177).

Jagric vd. (2007), yatırım fonlarının performansını ölçmeyi amaç edinmişlerdir. Ocak 1997 - Aralık 2003 verilerini kullanan araştırmacılar, 9 tane fonu analiz etmişlerdir. Fonların Sharpe, Treynor, Jensen, Değerleme Oranı ile verilerini hesaplamışlardır. Neticede, Sharpe ve Treynor Oranları'nın sağladığı sıralamaların neredeyse aynı ve ele alınan fonların iyi çeşitlendirilmiş olduğunu ifade etmişlerdir (Jagric vd., 2007, s. 233-244).

Karatepe ve Gökğöz (2007), Türk Sermaye Piyasaları'nda faaliyet gösteren A tipi karma hisse senedi fonlarını, zamanlama ve seçicilik kabiliyetleri açılarından ele alarak, fonların performans devamlılıklarını belirlemeye çalışmışlardır. 15 adet fondan oluşan araştırmada, 2001 - 2002 dönemi verilerini kullanmış, hem altışar aylık hem iki yıllık performans değerlendirmesi yapmışlardır. İki adet gösterge endeks belirlemiş, birinci olarak dönemin İMKB 100 Endeksi'ni ve ikinci olarak İMKB 100 Endeksi, Devlet İç Borçlanma Senetleri ve nakit Amerikan Dolarından oluşan karma bir endeksi esas almışlardır. İki yıllık performans neticelerine göre, fonların neredeyse tümünün performansının her iki gösterge endeksten de iyi olduğunu, altışar aylık performanslar dikkate alındığındaysa, ilk altı aylık dönemde fon performanslarının gösterge endekslerden çok iyi, ikinci ve dördüncü altı aylık dönemlerde orta seviyede, üçüncü dönemde ise en düşük seviyede bulunduğunu, fonların devamlılık sağlayamadığını ancak bu konuda o dönemde yaşanan finansal krizlerinin etkisinin olabileceğini söylemişlerdir (Karatepe ve Gökğöz, 2007, s. 75-109).

Güçlü (2007), Türkiye'de işlem görmekte olan A tipi ve B tipi yatırım fonlarının performansını, 2002 - 2006 arası beş yıllık dönemde, her yıl için ayrı ayrı olmak üzere ölçmüştür. 6 farklı fon grubundan toplam 138 fonu çalışmaya dahil etmiştir. Sharpe Oranı, M^2 Oranı, Treynor Oranı, T^2 Oranı, Jensen Oranı, Sortino Oranı ve Fama Ölçütü ile fon performanslarını belirlemeye gayret gösteren Güçlü, A tipi yatırım fonlarının B tipi yatırım fonlarına göre daha yüksek volatiliteye ve daha yüksek getiriye sahip olduğunu, Sharpe Oranı ve M^2 Oranı'nın fonlar için aynı ve Treynor ile T^2 Oranı'nın benzer sıralamayı sağladıklarını, genel olarak incelendiğinde B tipi yatırım fonlarının Sharpe Oranları'nın A tipi yatırım fonlarınınkinden daha yüksek çıktığını, fonların, gösterge endeks olarak addedilen dönemin İMKB 100 Endeksi'ne kıyasla bazı zamanlar daha iyi, bazı zamanlarsa daha kötü performans sergilediklerini ve yanı sıra beş yıl boyunca aynı performansı gösteren fon olmadığını çalışmasının sonuç bölümüne eklemiştir (Güçlü, 2007, s. 1-111).

Gökğöz (2007), Bireysel emeklilik fonlarının performanslarını ölçmeyi ve performanslarının devamlılığının olup olmadığını araştırmak istemiştir. Kasım 2003 ve Haziran 2006 verilerinden faydalanan Gökğöz, Sharpe Oranı'nı, Treynor Oranı'nı, Jensen Oranı'nı, Değerleme Oranı'nı, Sortino Oranı'nı, Treynor-Mazuy Kuadratik Regresyon Analizi'ni ve Goetzmann ile Ibbotson tarafından geliştirilen yaklaşımı çalışma kapsamına almıştır. 9 adet fonun yer aldığı araştırmada, Sharpe, Treynor, Jensen, Değerleme ve

Sortino Oranları'na göre fonların, piyasaya göre epey başarılı olduklarını ve sıralamalarının hayli benzer gerçekleştiğini, Kuadratik Regresyon Analizi çıktıları ele alındığında ise, fonların menkul kıymet tercihinde muvaffak durumda bulunduklarını ancak piyasa zamanlama kabiliyetleri yönünden istenilen seviyede gözükmediklerini, fonların dönemsel bazda performans devamlılığını sağladıklarını çalışmasında göstermiştir (Gökgöz, 2007, s. 259-291).

Teker, Karakurum ve Tav (2008), çalışmalarında, B tipi fonlardan likit, tahvil-bono ve değişken fonların, A tipi fonlardan ise değişken fonların her birinden 5 adet olmak üzere toplam 20 yatırım fonunu baz alarak, risk odaklı bir performans değerlendirmesi yapmaya çalışmışlardır. Fonları, 31.12.2005 tarihi itibarıyla kendi türünde en yüksek toplam piyasa değerine sahip olanlar şeklinde belirlemişlerdir. Veri seti olarak ise, 01.01.2003 ile 31.12.2005 tarihleri arasında fonların günlük kapanış fiyatlarını esas alarak üç yıllık verilerden yararlanmışlardır. Yöntem olarak, Sharpe Oranı, M^2 Oranı, Sortino Oranı, Ortalama Günlük Getiri Değerleri, Treynor Oranı, Jensen Oranı, T^2 Oranı, Değerleme Oranı, Sistemik VaR Oranı ve Fama Ölçütü değerlerini kullanmışlardır. Neticede, likit fon türünde en iyi performansı Yapı Kredi B Tipi Likit Fonun, en kötü performansı İş Bankası B Tipi Likit Fonun ortaya koyduğunu ifade etmişlerdir. Tahvil-Bono fonları kategorisinde ise, İş Bankası B Tipi Tahvil-Bono Fonu'nun en iyi performans gösteren fon olduğunu, diğer fonların ise birbirlerine yakın performanslara sahip olduğunu, B tipi değişken fon türünde en iyi getiri performansını Akbank B Tipi Değişken Fonun sergilediğini ve A tipi değişken fon türünde ise HSBC Bank A Tipi Değişken Fonun aynı kategorideki diğer fonlara göre üstün bir performans gösterdiğini belirtmişlerdir. Araştırma kapsamına alınan 20 fon, genel olarak incelendiğinde ise, en iyi performansa, İş Bankası B Tipi Tahvil-Bono Fonu'nun, en kötü performansa ise İş Bankası B Tipi Likit Fonun, yalnızca ham getirilere göre sıralama gerçekleştirildiğinde ise, en iyi getiriye Garanti A Tipi Değişken Fonun hakim konumda olduğunu belirtmişlerdir (Teker, Karakurum ve Tav, 2008, s. 89-105).

Şahin (2008), Türkiye'deki A tipi ve B tipi yatırım fonlarının performansını, Ocak 2005 - Haziran 2008 dönemini temel alarak ölçmeyi arzulamıştır. Bu amaçla, 10'ar adet A tipi değişken fon, A tipi karma fon, A tipi hisse senedi fonu, B tipi değişken fon, B tipi tahvil-bono fonu, B tipi likit fon olmak üzere toplam 60 adet yatırım fonunu incelemiştir. Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları'nı kullanan Şahin, çalışmaya konu olan fonların yıllara göre getirileri ve ortalama getirilerine göre de bir mukayesede bulunmuştur. Buna

göre A tipi fonlar, ortalama getirileri baz alındığında, 2007 yılı hariç sürekli dönemin İMKB 100 Endeksi'nin üzerinde bir performansa sahiptir. B tipi fonlar ise, 2006 yılı hariç sürekli İMKB 100 Endeksi'nin altında performans göstermiştir. Sharpe ve Treynor Oranı'na göre B tipi fonlar, A tipi fonlardan daha başarılı gözükmemektedir. Jensen Oranı'na bakıldığında A tipi fonların çoğunlukla negatif değerlere sahip olduğu görülmekte olup, en iyi performansı B tipi likit fonlar sergilemiştir. Genel kapsamda düşünüldüğünde, ortalama getirilere göre Denizbank A Tipi Karma Fon, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon, Finans Yatırım Menkul Değerler A Tipi Karma Fon en başarılı ilk üç fon olmuşlardır. Sharpe Oranı dikkate alındığında, ilk üç sırayı Halkbank, Denizbank ve Vakıfbank B Tipi Likit Fonlar almaktadır. Treynor Oranı incelendiğinde, ilk üç sırayı, T.C. Ziraat Bankası, Yapı Kredi Menkul Değerler ve Vakıfbank B Tipi Likit Fonlar almaktadır. Jensen Oranı'na göre durum ise, sırasıyla Yapı Kredi Menkul Değerler, T.C. Ziraat Bankası ve Vakıfbank B Tipi Likit Fon şeklinde olmaktadır (Şahin, 2008, s. 1-123).

Altıntaş (2008), Türkiye'de faal olan emeklilik yatırım fonlarının performansını, Jensen Oranı, Fama Ölçütü ve Değerleme Oranı ile ölçmek ve Kuadratik Regresyon ve Kukla Değişkenli Regresyon Analizleri ile de fonların zamanlama kabiliyetine haiz olup olmadıklarını belirlemek istemiştir. 01.01.2004 - 29.12.2006 dönemini kapsayan çalışmasında 9 emeklilik şirketinden toplam 36 emeklilik yatırım fonunu her bir yıl için ayrı ayrı incelemiştir. Jensen Oranı'na göre en iyi performans gösteren fon 2005 yılındaki performansıyla Ankara Gelir Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu, en kötü performans gösteren fon ise yine aynı yıldan Ak Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu olmuştur. Değerleme Oranı baz alındığında, Ak Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu 2005 yılında sergilediği performansla en başarılı fon olurken, en başarısız fon aynı yıl performansıyla Başak Likit Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu olarak belirlenmiştir. Fama Ölçütü, en başarılı fonu 2004 yılındaki performansla Koç Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu, en başarısız fonu 2005 yılından Ak Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu biçiminde ortaya koymuştur. Kuadratik Regresyon ve Kukla Değişkenli Regresyon sonuçlarına gelindiğinde ise, her iki analiz yönteminde de en yüksek performanslı fon 2005 performansıyla Ak Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu olurken, en düşük performanslı fonlar Kuadratik Regresyona göre 2005 yılı Ankara Gelir Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu,

Kukla Değişkenli Regresyona göre de aynı yıldan Oyak Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu olmuştur. Araştırma sonuçlarına genel olarak göz atıldığında, araştırmaya konu emeklilik şirketlerinden en başarılı olanlarının 2004 yılında genellikle Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonları'nı tercih ettiğini, 2005 yılında hisse senedi yoğun emeklilik yatırım fonlarının daha iyi sonuçlar elde ettiğini ve ayrıca çoğunlukla en başarılı performansların 2005 yılında ortaya konulduğunu söylemiştir. Yanı sıra değerlendirme oranı ve Fama Ölçütü'nün birbirine oldukça benzeyen sonuçlar sağladığını ve öte yandan genel olarak fon yöneticilerinin zamanlama kabiliyetlerinin bulunmadığını saptamıştır (Altıntaş, 2008, s. 85-110).

Korkmaz ve Uygurtürk (2008), Türkiye'de işlem görmekte olan emeklilik fonları ve yatırım fonlarının performanslarını kıyaslamayı ve fon yöneticilerinin zamanlama kabiliyetlerinin olup olmadığını saptamayı amaç edindikleri çalışmalarında, Ocak 2004 - Aralık 2006 dönemi verilerinden faydalanmışlardır. 17 adet emeklilik ve 17 adet yatırım fonunu inceledikleri araştırmalarında, emeklilik fonlarını, hisse senedi ve kamu borçlanma araçları emeklilik fon grupları ve yatırım fonlarını ise A tipi hisse senedi ve B tipi tahvil-bono fon grupları biçiminde 2'şer alt gruba ayırmışlardır. Birim Kök Testi, Sharpe Oranı, Treynor Oranı, M^2 Oranı, T^2 Oranı, Sortino Oranı, Jensen Oranı, Değerleme Oranı, Kuadratik Regresyon, Kukla Değişkenli Regresyon ve Fama Ölçütü gibi performans değerlendirme yöntemlerini kullanan Korkmaz ve Uygurtürk, değişik risk türlerini dikkate alan yöntemlerin, A tipi hisse yatırım fonlarının tamamında ve hisse emeklilik fonlarının çok büyük bir bölümünde aynı sıralamayı ortaya koyduklarını belirtmişlerdir. Fonlar, kendi karşılaştırma ölçütlerine göre performansları göz önünde bulundurularak sıralandığında ise, üstün bir performans sergilemediklerini ifade etmişlerdir. Öte yandan, emeklilik fonları için hesaplanmış olan performans değerlerinin, yatırım fonları için hesaplanmış olan performans değerlerinden daha yüksek olduğunu tespit ederek, emeklilik fonlarının yatırım fonlarından daha iyi performansa sahip olduklarını söylemişlerdir. Fon yöneticilerinin zamanlama kabiliyetlerini ortaya koyabilmek maksadıyla gerçekleştirdikleri Kuadratik Regresyon Analizi'nin neticesine dayanarak, 17 yatırım fonunun hiç bir tanesinin istatistiki olarak zamanlama kabiliyetine sahip bulunmadığını, 17 emeklilik fonunun ise yalnızca bir tanesinin istatistiki olarak zamanlama kabiliyetine sahip olduğunu saptamışlardır. Kukla Değişkenli Regresyon Analizinin sonuçlarına göz atıldığında ise, yine hiç bir yatırım fonu zamanlama kabiliyeti ortaya koyamazken, emeklilik fonlarından da yine sadece bir tanesinin zamanlama

kabiliyeti sergileyebildiğini bulmuşlar ve her iki Regresyon Analizi'nde de zamanlama kabiliyeti gösteren fonun, kamu borçlanma araçları emeklilik fonu grubunda yer aldığını belirlemişlerdir. Genel olarak değerlendirildiğindeyse, hem emeklilik fonlarının hem de yatırım fonlarının zamanlama kabiliyeti hususunda başarılı olmadıkları sonucuna varmışlardır (Korkmaz ve Uygurtürk, 2008, s. 114-147).

Atan, Atan ve Özdemir (2008), Türkiye'de faaliyet gösteren fonların, 16.01.2003 - 08.04.2008 arasındaki verilerini kullanarak performanslarını değerlendirmişlerdir. 96 adet A tipi, 108 adet B tipi ve 102 adet emeklilik yatırım fonu olmak üzere toplamda 306 adet yatırım fonunun dahil edildiği araştırmada, fonlar ilk önce Sharpe ve Treynor Oranları, sonrada Veri Zarflama Analizi ile değerlendirilmiştir. Son olarak ise, Sharpe ve Treynor Oranları ile Veri Zarflama Analizi Yöntemleri arasında Spearman Sıra Korelasyon Testi uygulamışlardır. Bütün Veri Zarflama Analizi Modelleri'nin neticeleri beraberce ele alındığında, A tipi fonlar içinde en başarılı türün değişken fon, B tipi fonlar içinde değişken fon, likit fon ve tahvil-bono fonu, emeklilik yatırım fonları arasından en başarılı fonun ise gelir amaçlı fon olduğu yargısına ulaşmıştır. Veri Zarflama Analizi Modelleri'nin sağladığı sonuçlar ile Treynor Oranı'nın sonuçlarının epey benzer olduğunu, Sharpe Oranı'nın sonuçları ile ise kısmen benzerlik bulunduğunu belirtmiştir (Atan, Atan ve Özdemir, 2008, s. 47-67)

Dağlı, Bank ve Er (2008), Türkiye'deki emeklilik yatırım fonlarının performansını araştırmışlardır. Kasım 2003 - Mart 2007 dönemini referans alarak çalışmalarını gerçekleştirmişlerdir. Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları'ndan faydalanan araştırmacılar, 10 adet emeklilik yatırım fonunu masaya yatırmışlardır. Yapılan kapsamlı incelemeler neticesinde, Sharpe Oranı'na göre ilk sırayı çalışmada 'Yapı Kredi Emeklilik' olarak nitelendirilen fon almıştır. İkinci ve üçüncü fonlar sırasıyla, 'Anadolu Hayat Emeklilik Beyaz' ve 'Koç Allianz Hayat Emeklilik' olmuştur. Treynor ve Jensen Oranları'na göre ise ilk sırayı her iki yöntemde de 'Anadolu Hayat Emeklilik Beyaz' almıştır. İkinci ve üçüncü sıraları ise yine her iki yöntemde de sırasıyla 'Koç Allianz Hayat Emeklilik' ve 'Anadolu Hayat Emeklilik Grup' almıştır. Bununla beraber genel olarak, haftalık veriler üzerinden yapılan analizlerde, fonların gösterge endekse göre daha düşük getiriler sağladıklarını ve piyasanın fon yöneticileri tarafından yeteri kadar iyi şekilde tahmin edilemediğini saptadıklarını belirtmişlerdir. Ek olarak bütün fonların beta katsayılarının 1'den küçük olduğunu eklemişlerdir (Dağlı, Bank ve Er, 2008, s. 84-95).

Eken ve Pehlivan (2009), fon performansı ölçüm yöntemlerini yatırım fonlarına uygulayarak, sonuçları birbirleriyle mukayese etmeyi gaye edinmişlerdir. 2000 - 2006 arasında faal olan 46 A tipi ve 49 adet B tipi yatırım fonunun performanslarını, Sharpe, Treynor, Jensen Oranları ve Veri Zarflama Analizi ile analiz etmişlerdir. Elde edilen verilere göre, Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları'nın ortaya koyduğu sonuçların, Veri Zarflama Analizi'nin sonuçları ile paralel olduğunu ve gösterge endeks olarak alınan dönemin İMKB 100 Endeksi'nin ortalama getirisi ile yatırım fonlarının ortalama getirilerinin yakın değerlerde bulunduğunu vurgulamışlardır (Eken ve Pehlivan, 2009, s. 85-114).

Alptekin ve Şıklar 2009 yılında gerçekleştirmiş oldukları araştırmalarında, Türkiye'deki Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonları'nı analiz etmişlerdir. Ocak 2007 - Aralık 2008 arasını performans dönemi olarak tespit eden araştırmacılar, 12 adet hisse senedi emeklilik yatırım fonunu, çok kriterli bir analiz olan Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution (TOPSIS) yöntemi ile çalışmışlardır. Öncelikle Sharpe, M^2 , Sortino, Treynor, T^2 , Jensen ve Değerleme Oranları ile Fonların performans verilerini ortaya koyup, devamında bu veriler ışığında fonların TOPSIS Yöntemi ile performans sıralamalarını gerçekleştirmişlerdir. Bu Yönteme göre gerçekleştirilen sıralamaya göre, Anadolu Hayat Emeklilik Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu ilk sırayı, Oyak Emeklilik Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu ise son sırayı almıştır (Alptekin ve Şıklar, 2009, s. 185-196).

Korkmaz ve Uygurtürk (2009), Türkiye'de bulunan hisse senedi yatırım fonlarının performanslarını mukayese etmeyi ve fon yöneticilerinin zamanlama kabiliyetlerini ölçmeyi hedeflemişlerdir. Kasım 2006 ve Kasım 2009 periyodu verileri üzerinden çalışmalarını gerçekleştiren araştırmacılar, 4 adet borsa yatırım fonu, 4 adet hisse senedi emeklilik yatırım fonu ve 4 adet A tipi hisse senedi yatırım fonu olmak üzere toplam 12 adet fonu analiz kapsamına almışlardır. Sharpe Oranı, M^2 Oranı, Treynor Oranı, Fama Ölçütü, Jensen Oranı, Kuadratik Regresyon ve Kukla Değişkenli Regresyon yöntemleri ile fonların performanslarını ele alan Korkmaz ve Uygurtürk, A tipi hisse senedi yatırım fonları ile hisse senedi emeklilik fonlarının performanslarının birbirine yakın olduğunu ve borsa yatırım fonlarının bu iki fon grubunun da altında bir performans gösterdiğini belirtmişlerdir. Emeklilik yatırım fonlarının en düşük volatiliteye sahip grup olarak bulunduğunu, zamanlama kabiliyetleri açısından düşünüldüğü zaman ise, hiç bir fonun istatistiki olarak zamanlama kabiliyetine sahip olmadığını ve fon yöneticilerinin bu

konuda başarısız olduklarını sonuç olarak ortaya koymuşlardır (Korkmaz ve Uygurtürk, 2009, s. 1-15).

Nitish ve diğ. (2009), Mauritius'daki yatırım fonlarının performansını hem birbirleriyle hem de gösterge endeksle kıyaslamayı hedeflemişlerdir. Ocak 2003 - Aralık 2007 dönemini inceledikleri çalışmalarında 7 tane fon kullanmışlardır. Fonları Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları'na göre sıralamışlardır. Sharpe ve Treynor Oranları'na göre elde edilen sıralamaların neredeyse aynı olduğunu ve bazı fonların göreceli olarak gerçekten de yüksek Sharpe Oranı'na sahip olduğunu söylemişlerdir. Ayrıca 7 fondan 6 tanesinin Jensen Oranı'na göre hesaplanan alfa değeri pozitif çıkmıştır (Nitish vd., 2009, s. 47-60).

Omağ (2010), Türkiye'de faaliyet gösteren A ve B tipi yatırım fonlarının 2000 - 2008 dönemi performanslarını Sharpe Oranı, Treynor Oranı ve Jensen Oranı ile inceleme altına almıştır. Sonuç olarak, fon performanslarının beklentilerin altında kaldığını, Sharpe ve Treynor Oranları'na göre sağlanan negatif performans değerlerinin, dönemin İMKB 100 Endeksi ve risksiz menkul kıymetlerin ele alınan dönem için daha yüksek getiri sağladığının bir ifadesi şeklinde yorumlandığını, Jensen Oranı'nın negatif olmasının ise, fonların piyasaya göre daha düşük performans sergilediğinin yansıması olduğunu belirtmiştir (Omağ, 2010, s. 235-250).

Kurtaran ve Kurtaran (2010), gerçekleştirmiş oldukları çalışmada, Türkiye'deki emeklilik yatırım fonlarının performansını, gösterge olarak belirlenen endeks yani dönemin İMKB Ulusal 100 Endeksi ile mukayese etmeyi amaçlamışlardır. İnceleme kapsamına emeklilik yatırım fonları arasından yalnızca büyüme amaçlı hisse senedi fonlarını almışlardır ve 6 adet fon ile araştırmayı yapmışlardır. İnceleme dönemini ise Aralık 2003 - Aralık 2006 arası olarak belirlemişlerdir. Fonların Sharpe Oranı, M^2 Oranı, Treynor Oranı, Jensen Oranı, Değerleme Oranı ve T-testi gibi yöntemlerle performanslarını ortaya koymaya çalışmışlardır. Çalışmalarının neticesinde ise, toplam riski baz alan Sharpe Oranı ve M^2 Oranı'na göre, fonların birebir aynı sıralamaya sahip olduklarını, sistematik riski baz alan Treynor Oranı'na göre ise farklı bir sıralama meydana geldiğini ifade etmişler ve bu farklılığın sebebinin, sistematik olmayan riskin toplam risk içindeki payı ile ilintili olduğunu söylemişlerdir. Öte yandan, hem toplam riski baz alan Sharpe Oranı ve M^2 Oranı'na göre hem de sistematik riski baz alan Treynor Oranı'na göre, çalışma kapsamında bulunan tüm fonların İMKB Ulusal 100 Endeksi'ne kıyasla daha iyi performans gösterdiklerini ancak temelde gösterge endekse göre

performansı ölçmek maksadıyla kullanılan Jensen Oranı ve Değerleme Oranı'na göre yapılan analizde, fonların, İMKB Ulusal 100 Endeksi'ne göre istatistiksel olarak anlamlı nitelendirilebilecek kadar üstün ya da düşük performans sergilemedikleri sonucuna ulaşmışlardır. Özetle, Türkiye'deki emeklilik yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi için hesaplanan sistematik risklerin, genelde toplam risk içinde çok az paya sahip olması ve Treynor Oranı'nın gösterge endekse daha duyarlı olmasından dolayı, bu fonların performanslarının ölçümünde Sharpe Oranı ve M^2 Oranı gibi toplam riski esas alan yöntemlerin kullanılmasının daha makul olduğu ve Türkiye'deki emeklilik yatırım fonlarının istatistiksel olarak anlamlı kabul edilebilecek derecede üstün veya düşük performans göstermedikleri neticesine varmışlardır (Kurtaran ve Kurtaran, 2010, s. 248-259).

Arslan ve Arslan (2010), yaptıkları araştırmada, 4 farklı gruptan yatırım fonlarının risk-getiri ilişkisini ve göreceli performans düzeylerini ortaya koymak istemişlerdir. 02.01.2006 - 05.02.2010 döneminden A tipi değişken fon, B tipi değişken fon, A tipi hisse senedi fonu ve A tipi borsa yatırım fonlarından 3'er adet fonu incelemişlerdir. Risksiz faiz oranı olarak, 180 gün vadeli Devlet İç Borçlanma Senetleri günlük getirilerinden ve piyasa endeksi olarak dönemin İMKB 100 Endeksi günlük verilerinden faydalanmışlardır. Performans ölçümlemlerini gerçekleştirmek için, Sharpe Oranı, M^2 Oranı, Treynor Oranı, Jensen Oranı, Sortino Oranı, T^2 Oranı ve Değerleme Oranı'nı kullanmışlardır ve bahsedilen performans göstergelerinin yatırım fonlarını sıralama konusunda birbirleri ile uyum içerisinde olmadıklarını saptamışlardır. Devamında ise, Tekli Regresyon ve Kuadratik Regresyon Yöntemleri'ni esas almışlar ve fon yöneticilerinin hepsinin pozitif alfa katsayısı gösterirken, yalnızca bir fon yöneticisinin pozitif zamanlama kabiliyetinin olduğunu belirtmişlerdir. Öte yandan yatırım fonlarının, İMKB 100 Endeksi'nin ve Devlet İç Borçlanma Senetleri'nin getirilerinin birbirinden anlamlı seviyede farklılaşıp farklılaşmadığını saptamak maksadıyla çok değişkenli varyans analizi testi uygulamışlardır. Getirilerin ortalamaları arasında anlamlı farklılık tespit etmişlerdir (Arslan ve Arslan, 2010, s. 3-20).

Huang, Sialm ve Zhang (2011), yatırım fonunun sahip olduğu risk seviyesinin değiştirilmesinin sonuçlarını ve böylesi bir davranışın ardındaki ekonomik motivasyona ışık tutmak istemişlerdir. 1980 - 2006 arasında performans göstermiş olan toplamda 2.335 yatırım fonunu inceleyen çalışmacılar, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli, Fama-French (1993) Üç Faktör Modeli, Carhart (1997) Dört Faktör Modeli, Ferson ve Schadt

(1996) Modeli ve Pastor ve Stambaugh (2003) Modellerini kullanmışlardır. Neticede, risk seviyesinde değişiklik yapan fonların, sahip olduğu risk seviyesini koruyan fonlara göre zamanla daha kötü performans gösterdiklerini ve risk seviyesini değiştirme eğilimde olan ve büyük olasılıkla riski artıran fonların, bilhassa riski artırdıktan sonra zayıf performans ortaya koyduğunu ifade etmişlerdir (Huang, Sialm ve Zhang, 2011, s. 2575-2616).

Ege, Topaloğlu ve Coşkun (2011), Eylül 2008 - Ekim 2010 döneminde Türkiye’de işlem gören 80 tane emeklilik yatırım fonunu, Sharpe Oranı ve M^2 Oranı ile analiz etmişlerdir. Bu iki yöntemin birbirine benzeyen sonuçlar ortaya koyduğunu söyleyen çalışmacı grubu, hiç bir fonun gösterge endeksten daha yüksek performans sergilemediğini bulguları arasına eklemişlerdir (Ege, Topaloğlu ve Coşkun, 2011, s. 79-89).

Samırkaş ve Düzakın (2012), Türkiye’de 2000 - 2010 arasında faal olan yatırım fonlarının performansını, bu fonların yıllık getiri verilerini dikkate alarak, Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları ile ölçmeyi amaç edinmişlerdir. 2000 yılında 37 A tipi, 45 B tipi toplam 82 adet fon, 2001 yılında 59 A tipi, 79 B tipi toplam 138 adet fon, 2002 yılında 68 A ti, 87 B tipi toplam 155 adet fon, 2003 yılında 75 A tipi, 99 B tipi toplam 174 adet fon, 2004 yılında 81 A tipi, 112 B tipi toplam 193 adet fon, 2005 yılında 84 A tipi, 119 B Ttipi toplam 203 adet fon, 2006 yılında 91 A tipi, 143 B tipi toplam 234 adet fon, 2007 yılında 95 A tipi, 152 B tipi toplam 247 adet fon, 2008 yılında 97 A tipi, 156 B tipi toplam 253 adet fon, 2009 yılında 99 A tipi, 165 B tipi toplam 264 adet fon ve son olarak 2010 yılında, 107 A tipi, 175 B tipi toplam 282 adet fonu inceleme altına almışlardır. Piyasa endeksini, dönemin İMKB 100 Endeksi olarak belirlemişlerdir. Araştırmanın netice kısmında, A tipi yatırım fonlarının her üç yöntemde de daha fazla yılda başarılı olduğu, B tipi yatırım fonlarının performansının yalnızca 2001 ve 2009 yılları için başarılı olarak sayılabileceği, sektörün A tipi yatırım fonlarından meydana gelen kısmının, B tipi yatırım fonlarından meydana gelen kısma nazaran daha rekabetçi bir yapıda olduğunu irdelemişlerdir (Samırkaş ve Düzakın, 2012, s. 391-410).

Yolsal (2012), aracı kurum ve banka fonlarından oluşan 20 adet A tipi yatırım fonunu analiz etmiştir. 02.01.2009 ile 15.02.2012 arasını kapsayan çalışmada, Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları’nı ve ayrıca fonların zamanlama kabiliyetini ölçebilmek gayesiyle de Kuadratik Regresyon ve Kukla Değişkenli Regresyon yöntemlerini kullanmıştır. Neticede, aracı kurum fonlarının, bankalarca yönetilen fonlara göre daha düşük ortalama getiriye sahip olduğu fakat yine de en yüksek ortalama getiriye sahip

fonun bir aracı kurum fonu olarak bulunduğunu söylemiştir. Sharpe ve Treynor Oranları bağlamında fon performansları irdelendiğinde, bankalar tarafından yönetilen fonların aracı kurum fonlarına nazaran daha başarılı performans sergilediğini vurgulamıştır. Araştırmacı, Jensen Oranı'na göre başarılı olan sadece 4 fon bulabilmiştir. Aracı kurum fonlarının, zamanlama kabiliyetleri açısından başarısız durumda, banka fonlarının aracı kurum fonlarına kıyasla daha başarılı olduğunu ifade etmiştir. Genel olarak incelendiğinde, aracı kurum fonlarının, bankalar tarafından yönetilen fonlar kadar başarılı olmadığını, banka fonlarının daha yüksek riske ancak aynı zamanda bu riske karşın daha yüksek getiriye de sahip olduğunu ve fakat yine de bahsedilen durumun tek istisnasının bir aracı kurum fonu olan ve kullanılan yöntemlerde en iyi sonuçları veren Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (STH) olarak gözüktüğünü çalışmasının sonuç kısmına eklemiştir (Yolsal, 2012, 343-364).

Gökgöz ve Günel (2012), gerçekleştirmiş oldukları çalışmanın amacını, Türkiye'deki sermaye piyasalarında işlem görmekte olan yatırım araçlarının performansının değerlendirilmesi olarak belirlemişlerdir. A tipi, B tipi ve değişken fonların yer aldığı araştırmada, her bir fon grubundan onar adet olmak üzere toplamda 30 fon kullanmış ve 2008 - 2009 dönemi verilerinden faydalanmışlardır. İki yıllık bu dönemi altışar aylık dört alt döneme ayıran araştırmacılar, her bir altı ay için performans değerlerini hesaplamıştır. Sharpe, Treynor, Jensen ve Sortino Oranları ile yaptıkları performans ölçümlerine göre, Sharpe ve Sortino Oranları'nın ortaya koyduğu neticelerin, bazı istisnalar dışında aynı olduğunu, değişken fonlar incelenirken ikinci ve dördüncü dönemlerde ilk sırada bulunan fonların aynı fakat birinci ve üçüncü dönemlerde ise en başarılı olmuş fonların farklı çıktığını, Treynor ve Jensen Oranları'nın da Sharpe ve Sortino Oranları'nın birbirine benzer sıralamaları sağladığı gibi, benzer sıralamaları verdiğini ifade etmişlerdir (Gökgöz ve Günel, 2012, s. 3-25).

Ferreira ve diğ. (2013), yatırım fonu performanslarının belirleyici faktörleri üzerinde durmuş ve fon özellikleri ile ülke özelliklerinin fon performansı üzerinde nasıl etkili olduğunu araştırmışlardır. 27 ülkeden 16.316 fonu ele almışlardır. Çalışma dönemi olarak ise 1997 - 2007 periyodunu belirlemişlerdir. Carhart'ın Dört Faktör Modeli ve Fama-French Üç Faktör Modeli'nin yanı sıra diğer bazı alternatifleri de dikkate almışlardır. Sonuç olarak yatırım fonu performanslarının belirleyici faktörlerinde, Amerika ve Dünya'nın diğer ülkeleri arasında önemli farklılıklar bulunduğunu tespit etmişlerdir. Amerikan fonlarının daha büyük ve Amerikan yatırım fonu endüstrisinin

daha eski ve gelişmiş olduğunu belirtmişlerdir. Dünya genelindeki hisse senedi yatırım fonlarının çeyrek başına ortalama 20 baz puan düşük performans sergilediklerini ve küçük Amerikan yatırım fonlarının büyük Amerikan yatırım fonlarından daha iyi performansa sahip olduğunu, fakat Amerikan olmayan yatırım fonları için büyük fonların küçük fonlardan daha başarılı olduğunu saptamışlardır. Büyüklük etkisi ele alındığında ise, Amerikan fonlarında ters yönlü bir etkileşim bulunduğunu yani fon büyüklüğündeki bir standart sapmalık artışın, bir sonraki çeyrekte fon getirisinde 15 baz puanlık düşüşe sebep olduğunu söylemişlerdir. Amerika dışında ise, bunun tersine pozitif büyüklük etkisi var olduğunu ve fon büyüklüğünde meydana gelen bir standart sapmalık artışın, bir sonraki çeyrekte fonun net getirisinde 11 baz puanlık artış sağladığını kaydetmişlerdir. Ayrıca tek olarak yönetilen fonların, bir ekip tarafından yönetilen fonlardan daha üstün performans sağladıklarını vurgulamışlardır. Fon yaşının, fon performansı ile Amerikan olmayan fonlar için negatif ilişkili olduğunu fakat Amerikan fonları için böylesi bir durumun geçerli olmadığını öne sürmüşlerdir. Bu durumun, Amerikan dışındaki genç fonların, iyi yatırım fırsatlarını daha iyi fark edebildiklerini ortaya koyduğunu ifade etmişlerdir. Amerikan fonlarında kısa vadeli performans devamlılığı olduğuna dair kanıtlar bulduklarını, yanı sıra, yatırımcının korunmasına ilişkin düzenlemelerin ve bu anlamdaki kurumların ve hukuki yapının ve yatırım fonu endüstrisi yapısının, fon performansları üzerinde önemli belirleyiciler olduğunu keşfetmişlerdir. Bununla birlikte ekonomik ve finansal kalkınma ve büyümenin de potansiyel performans belirleyicileri konumunda olduklarını eklemişlerdir (Ferreira vd., 2013, s. 483-525).

Ayaydın (2013), 4 Ocak 2010 ile 7 Ocak 2013 arasını kapsayan dönemi araştırma kapsamına alarak, 34 adet esnek ve dengeli emeklilik yatırım fonunun performansını, Sharpe, M^2 , Sortino, Treynor, T^2 ve Jensen Oranları ile değerlendirmiştir. Fonların performans sıralamasını bulmayı hedeflemiştir. Fonların, gösterge endekse göre daha düşük performans gösterdiğini, Sharpe, M^2 ve Sortino Oranları dikkate alındığında 34 fondan sadece 9 tanesinin, Treynor, Jensen ve T^2 Oranları'na göre ise, 34 fonun 12 tanesinin gösterge endeksten daha iyi performansa sahip olduğunu belirtmiştir. Jensen Oranı tek başına değerlendirildiğinde, fonlardan yalnızca 5 tanesinin gösterge endeksin üzerinde başarıya sahip bulunduğunu ve fonların düşük performanslarının, fon yöneticilerinin piyasayı iyi tahmin edememesi ve değişimleri okuyamamasından kaynaklandığını sonuç olarak saptamıştır. Toplam riski esas alan yöntemlere göre en başarılı fonun Yapı Kredi Emeklilik Alternatif Esnek Emeklilik Yatırım Fonu, sistematik

riski esas alan yöntemler irdelendiğinde ise en başarılı fonun Anadolu Hayat Emeklilik Büyüme Amaçlı Esnek Turuncu Emeklilik Yatırım Fonu olarak bulunduğunu belirtmiştir (Ayaydın, 2013, s. 59-80).

Uygurtürk (2013), çalışmasında Türkiye’deki kamu borçlanma araçları emeklilik yatırım fonlarının portföy performansını Elimination and Choice Translating Reality (ELECTRE) metodu ile araştırmıştır. Ocak 2010 - Aralık 2012 periyodunun baz alındığı incelemede, Sharpe, Treynor, Jensen, Değerleme Oranları ve Fama Ölçütü’nden faydalanmış, daha sonra bu yöntemlerden elde edilen sonuçları, ELECTRE metodunda girdi olarak kullanmış ve fonların performans sıralamalarını yapmıştır. Hesaplanan ‘‘C’’ ve ‘‘D’’ değerlerine göre, fonların sahip oldukları performansların değişken olduğu kanaatine varmıştır. Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş. Birinci Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu ve Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu’nun sıralamalarda genellikle üst sıralarda yer aldığı ve bu pozisyonlarının pek değişmediğini, FIBA Emeklilik ve Hayat A.Ş. Oyak Portföy Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu ile Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu’nun, analiz dönemi süresince performanslarının düşük olduğunu belirtmiştir (Uygurtürk, 2013, s. 100-107).

Vysniauskas ve Rutkauskas, 2014 yılında yaptıkları araştırmalarında, Litvanya’daki yatırım fonlarının performansını değerlendirmeyi ve performans değerlendirme yöntemlerinin nasıl çalıştığını ortaya koymak istemişlerdir. 10 yatırım fonunun performansını, 02.01.2012 - 15.10.2013 dönemi için değerlendirmişlerdir. Fonların beta katsayılarını, standart sapmalarını, getirilerini ve bu verilerden yola çıkarak da Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları’nı hesaplayan ve yorumlayan araştırmacılar, bazı fonların gösterge olarak alınan endeksten daha kötü performans gösterdiğini ve bu sebepten ötürü endekse yatırım yapmanın veya yatırım portföyleri oluşturarak bireysel olarak yönetmenin bazen daha iyi olabileceğini ifade etmişlerdir. Ayrıca Jensen Oranı’nın en iyi sonuçları sağladığını, diğer oranların gösterdiği değerler ile fon performansının bir alakası bulunmadığını tespit etmişlerdir. Fonların performansı ile işlem maliyetleri ve ücretlerin arasında bir ilişkinin olduğuna dair hipotezin ise, yaptıkları araştırmaya göre reddedildiğini söylemişlerdir. Sharpe Oranı’na göre en başarılı fon OMX Baltic Benchmark Fund olurken, Treynor Oranı’nda SEB Actively Managed 100 Fund olmuştur. Jensen Oranı baz alındığında en yüksek performans gösteren fon Finasta New Europe TOP-20 Sub-fund’dur. Ayrıca gösterge endekle kıyasladığında, ücretlere göre

düzeltilmiş en yüksek getiriye de bu fon sahiptir. En başarısız fon ise her üç yöntemde de, Finasta Baltic Fund olmuştur (Vysniauskas ve Rutkauskas, 2014, s. 398-407).

Gümüş ve İngir (2014), temel amaç olarak Türkiye'deki yatırım fonlarının performansını ölçmeyi belirlemişlerdir. Bu minvalde, 13 adet A tipi yatırım fonundan A tipi yatırım portföyü, 13 adet B tipi yatırım fonundan B tipi yatırım portföyü ve 13 adet değişken yatırım fonundan da değişken yatırım portföyü oluşturarak, fonları Sharpe Oranı, Sortino Oranı, T^2 Oranı, Treynor Oranı, Jensen Oranı ve M^2 Oranı yöntemlerine göre değerlendirmişlerdir. 2008 - 2012 arasındaki beş yıllık periyodu esas alan araştırmacılar, çalışmalarının sonucunda toplam riski esas alan yöntemlerin ya da diğer deyişle ölçütlerin benzer sonuçlar verdiğini söylemişlerdir. Sharpe Oranı'na göre en iyi performansı, beş yılın üç yılında B tipi fonların sergilediğini belirtmişlerdir. Sistematiik riski esas alan yöntemlerde ise, sonuçların birbirleriyle pek tutarlı olmadığını ancak bununla birlikte Treynor Oranı, Jensen Oranı ve T^2 Oranları'nın tamamında ilk yıl için B tipi fonların en iyi performansı ve piyasanın Treynor Oranı ile B tipi fonların T^2 Oranı'nın fazlaca uç değerler gösterdiğini çalışmalarının sonuç kısmına eklemişlerdir (Gümüş ve İngir, 2014, s. 139-163).

Özek (2014), belirli bazı endüstrilere ve hisse senetlerine odaklanma stratejilerinin, daha iyi bir fon performansı getirip getirmediğini tespit etmeyi hedeflemiştir. Çalışma, Haziran 2012 ile Aralık 2013 tarihleri arasındaki periyotta faal olan 23 adet hisse senedi yatırım fonundan meydana gelmiştir. Araştırmacı, Jensen Oranı, aylık getiri ve aşırı getiri yöntemlerini tercih etmiştir. Yatırım fonu yöneticilerinin endüstri ve menkul kıymet yoğunlaşma düzeylerinin fon performansını açıklama gücünü test eden analizler neticesinde, istatistiki olarak anlamlı bir sonuç bulamamıştır. Başka bir deyişle, az sayıda endüstriye odaklanan yatırım fonlarının ve menkul kıymet yoğunlaşma düzeyi düşük olan yatırım fonlarının performanslarının daha iyi olduğu biçimindeki araştırma argümanlarını destekleyecek bulgulara ulaşamamıştır (Özek, 2014, s. 42-55).

Kök ve Erikçi (2015), Türkiye'de işlem görmekte olan A tipi fonların performansını saptayarak, hangi cins yatırım fonunun daha iyi getiri sağlayan bir yapıda olduğunu belirlemeye çalışmışlardır. 22 tane değişken fon, 7 tane endeks fon, 7 tane hisse senedi fonu ve 8 tane karma fon olmak üzere toplam 44 tane A tipi fonun ve bu fonların 2004 - 2013 periyodu verilerinin analiz edildiği çalışmada, ortalama getiri, Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Oranı, M^2 ve T^2 Oranları'nı esas almışlardır. Uygulama kısmında ilk olarak yatırım fonlarının göstermiş oldukları performanslar açısından farklılık olup

olmadığı araştırılmıştır. Bahsi geçen yöntemler ile gerçekleştirilen analizler sonucunda, fon türüne göre yapılan kıyaslamalarda yalnızca beta katsayılarının önemli ölçüde farklılaştığını, piyasa getiri performansındaki değişimlerden en fazla etkilenen fonların en yüksek beta katsayısına sahip olan endeks fonlar, en az etkilenenin ise karma fonlar olduğunu, en yüksek ortalama getiriye sahip fonların hisse senedi fonları olarak ortaya çıktığını ve bu fonları sırasıyla endeks fonlar, karma fonlar ve değişken fonların takip ettiğini, Sharpe Oranı'na göre endeks fonların, Treynor Oranı'na göre ise karma fonların daha iyi performansa sahip bulunduğunu, Jensen Oranı'na bakıldığında ise, fon yöneticilerinin piyasa tahminleri hususunda başarısız olduklarını tespit etmişlerdir (Kök ve Erikçi, 2015, s. 15-26).

Ege, Topaloğlu ve Erdoğan, 2015 yılındaki çalışmalarında, Türkiye'de Eylül 2008 ile Ekim 2010 arasında aktif olan 77 emeklilik fonunu Sharpe Oranı, M^2 Oranı ve Sortino Oranı ile, en yüksek ve en düşük performanslara sahip olanlarını bulmak maksadıyla incelemişlerdir. Her üç yöntemde benzer sıralamaların gerçekleştiğini ancak hiç bir fonun gösterge endeksten daha iyi performansa sahip olmadığını ifade etmişlerdir (Ege, Topaloğlu ve Erdoğan, 2015, s. 1-15).

Ünal ve Tan (2015), Türkiye'deki A Tipi yatırım fonlarının göstermiş oldukları performansı, Ocak 2009 - Kasım 2014 dönemi için analiz etmek istemişlerdir. 15 A tipi hisse senedi yatırım fonu ve 18 A tipi değişken fonu ele almışlardır. Sharpe, Treynor, Jensen Oranları ile Kuadratik Regresyon yöntemlerini kullanmışlardır. Sharpe Oranı'na göre en başarılı ilk beş fon, Strateji A Tipi hisse senedi fonu, Alternatif Bank A Tipi hisse senedi fonu, Alternatif Bank A Tipi değişken fon, Gedik A Tipi hisse senedi fonu ve Finans Yatırım A Tipi değişken fon şeklinde olmuştur. Treynor Oranı'na gelindiğindeyse, Strateji A Tipi hisse senedi fonu, Alternatif Bank A Tipi değişken fon, Alternatif Bank A Tipi hisse senedi fonu, Garanti Bankası A Tipi değişken fon ve Gedik A Tipi hisse senedi fonu, sırasıyla en iyi performansa sahip fonlar olmuşlardır. Araştırmacılar, Jensen Oranı'nı incelediklerinde fon yöneticilerinin seçicilik kabiliyeti olmadığını belirtmişlerdir. 33 fondan yalnızca 5 tanesinin hem pozitif hem de istatistikli olarak anlamlı alfa değerlerine sahip olduklarını ifade etmişlerdir. Kuadratik Regresyon sonuçlarına göre ise, 33 fondan 8 tanesinin zamanlama kabiliyeti olduğunun söylenebileceğini fakat bunlardan yalnızca 3 tanesinin istatistiki olarak anlamlı olduğunu vurgulamışlardır. Yaptıkları araştırma neticesinde, ele alınan fonların yöneticilerinin hem

seçicilik hem de zamanlama kabiliyetleri açısından düşük performans gösterdiklerini saptamışlardır (nal ve Tan, 2015, s. 35-46).

Pirgaip (2016), Türkiye’de herhangi bir altın yatırımcısının, doğrudan altın piyasasında yatırım yapabileceği gibi, dolaylı olarak sermaye piyasalarından da altın yatırım, altın borsa yatırım ve altın emeklilik yatırım fonlarına sahip olmak suretiyle yatırım yapabileceğini belirtmiş ve bu seçeneklerden hangisinin, yatırımcı açısından daha iyi performansa sahip olduğunu, dolayısıyla yatırımcı tarafından seçilmesi gerektiğini saptamaya gayret göstermiştir. Veri seti olarak, 18.09.2013 ile 31.05.2016 arasında, 11 adet altın yatırım fonu, 10 adet altın emeklilik yatırım fonu ve 2 adet altın borsa yatırım fonu belirlenmiştir. Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları’ndan faydalandığı çalışmasında, genel olarak doğrudan altın yatırımla daha başarılı neticeler sağlandığını, dolaylı altın yatırımlarındaysa, altın borsa yatırım fonlarının diğer alternatiflerden daha iyi performans sergilediğini gözlemlediğini söylemiştir. Lakin, ekonomik durumdaki değişkenlikler göz önüne alındığında, düşüş dönemlerinde altın borsa yatırım fonlarının performans açısından daha başarılı bulunduğunu, yükseliş dönemlerinde altınla birlikte en alt sıralarda yer aldığını, bu bağlamda uzun vadede, altın ve altın borsa yatırım fonlarının, ekonomik şartların olumlu olarak gözüktüğü dönemlerde ise, altın yatırım fonu ve altın emeklilik yatırım fonunun, bir altın yatırımcısı için daha makul yatırım seçeneklerini teşkil ettiği neticesine eriştiğini ifade etmiştir (Pirgaip, 2016, s. 9-24).

Ege, Karakozak ve Topaloğlu, 2016 yılında yaptıkları çalışmada, Ocak 2012 - Aralık 2014 dönemini esas alarak 11 adet gelir amaçlı kamu borçlanma araçları emeklilik yatırım fonunu, Sharpe, Treynor, Jensen ve M² Oranları’nı kullanarak analiz edip, çok kriterli bir karar verme yöntemi olan Elimination and Choice Translating Reality (ELECTRE) ile sıralamışlardır Fonlar bu yönteme göre sıralandığında, 2012 ve 2013 yılları için Allianz Emeklilik ve Hayat A.ř. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu, 2014 yılında ise Aegon Emeklilik ve Hayat A.ř. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Standart Emeklilik Yatırım Fonu en yüksek ‘‘C’’ değerine sahip fonlar olmuşlardır. En küçük ‘‘C’’ değerine sahip bulunan fonlar, 2012’de Vakıf Emeklilik A.ř. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Standart Emeklilik Yatırım Fonu, 2013’de Groupama Emeklilik A.ř. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu ve 2014’de ING Emeklilik A.ř. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu olmuştur. En düşük ‘‘D’’ değerine sahip olan fonlar, 2012’de Garanti Emeklilik ve Hayat A.ř. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik

Yatırım Fonu, 2013’de Vakıf Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Standart Emeklilik Yatırım Fonu ve 2014 yılında ise Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Standart Emeklilik Yatırım Fonu biçiminde meydana gelmiştir. En yüksek ‘D’ değeri göz önünde bulundurularak bir kıyas yapıldığında, 2012’de Vakıf Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Standart Emeklilik Yatırım Fonu, 2013 ve 2014 yılında ING Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu göze çarpmaktadır (Ege, Karakozak ve Topaloğlu, 2016, s. 59-68).

Fon performansının ölçülmesinde son derece kritik bir noktaya sahip olan riske değişik açılardan bakılarak, literatürdeki çalışmalardan da görülebileceği üzere birtakım performans ölçüm indeksleri geliştirilmiştir. Bu indekslere, esasında, riske göre düzeltilmiş ölçüm yöntemleri demek de yanlış olmayacaktır. İki parametrelili performans ölçütlerini, ölçütlerin doğal kullanımlarına ve riskin tanımlanmasına bağlı olarak üç sınıfa ayırmak mümkündür. İlk sınıf, getirinin toplam riskine dayalı performans ölçütlerini, ikinci sınıf getirinin sistematik riskine dayalı performans ölçütlerini içermektedir. Üçüncü sınıf ise herhangi bir risk fiyatlandırma modeli gerektirmemektedir (Jobson ve Korkie, 1981, s. 890). Ölçüm yöntemleri arasında en sık kullanılanları Sharpe Oranı, Treynor Oranı ve Jensen Oranı olarak karşımıza çıkmaktadır. Teorik olarak bu ölçütler, farklı risk ve getirilere sahip fonların direk olarak karşılaştırılmasını sağlamaktadır (Klemkosky, 1973, s. 505). Ancak konuya ilişkin literatür incelediğinde, bu yöntemlerden başka Sortino Oranı, M^2 Oranı, T^2 Oranı, Değerleme Oranı, Fama Ölçütü, Treynor & Mazuy Kuadratik Regresyon Modeli, Henriksson & Merton Kukla Değişkenli Regresyon Modeli, Veri Zarflama Analizi’ne ya da diğer bir takım regresyon analizlerine ve modellere rastlamak da mümkün bulunmaktadır.

2.1. Toplam Riski Esas Alan Yöntemler

2.1.1. Sharpe oranı

Portföy performansının ölçülmesinde toplam riski baz alan Sharpe Oranı, 1966 yılında William Forsyth Sharpe tarafından geliştirilmiştir. Bu model, portföy performansının ölçülmesi hususunda en çok kullanılan ve en basit yöntemlerden biridir. Sharpe modelinde öngörülen sistematik olmayan riskten kaçınmanın yolu olarak,

yatırımcının piyasa portföyüne dolayısıyla endeks fona yatırım yapması gerektiği düşüncesi, etkin piyasalardaki hisse senetlerinin fiyatları doğruyu yansıttığından piyasadan daha fazla bir getiri elde etmeye çalışmanın hatalı olacağı varsayımından kaynaklanmaktadır (Uyar ve Gökçe, 2015, s. 216).

Sharpe gerçekleştirmiş olduğu çalışmada, Treynor'ın öne sürdüğü ölçütü ampirik bir teste tabi tutmak suretiyle, ölçütün tahmin gücünü değerlendirerek, Treynor'ın çalışmasını geliştirmeye ve aynı zamanda sermaye teorisindeki son gelişmeler ile yatırım fonu performansının alternatif modelleri arasındaki ilişkiyi daha açık hale getirmeye ve bu alternatif modelleri ampirik yani deneysel testlere tabi tutmaya çalışmıştır. 1954 ile 1963 yılları arasındaki 34 açık uçlu yatırım fonunun yıllık getiri oranlarını analiz etmiştir. Çalışmasında, 23 yatırım fonunun performansının, gösterge olarak ele alınan DJIA (Dow Jones Industrial Average)'dan daha düşük olduğunu ifade etmiştir. Öte yandan görece olarak iyi çeşitlendirilememiş portföyler düşünüldüğünde, Treynor Oranı, çeşitlendirme zayıflığı (eksikliği) nedeniyle oluşan değişkenliğin bir kısmını ele almadığı için sonuçların önemli derecede farklılaşabileceğini, bu sebeple geçmiş performansı ölçmek için kalitesiz bir ölçüt olduğunu fakat aynı sebepten dolayı gelecek performansını tahmin etmek için de çok iyi bir ölçüt olabileceğini söylemiştir (Sharpe, 1966, s. 119-138).

Sharpe'ın ortaya koymuş olduğu model, yatırımcının üstlenmiş olduğu toplam riske karşılık, risksiz faiz oranı üzerinden sağlamayı amaçladığı fazla getiriyi yani, alınan her bir birim toplam riske karşılık elde edilecek ek getiriyi göstermektedir. Sharpe Oranı, Sermaye Piyasası Doğrusu'na (Capital Market Line-CML) dayanmakta olup, yatırım fonu portföyünün etkin olduğunu varsaymaktadır (Yolsal, 2012, s. 347). Buradan hareketle gösterge olarak Sermaye Piyasası Doğrusu'nu esas aldığı söylenilebilmektedir. Yatırımcının sahip olduğu portföy için hesaplanan Sharpe Oranı, piyasa portföyünün Sharpe Oranı karşılaştırıldığında, portföy için bulunan değer piyasa portföyünün değerinden büyük olursa, portföyün piyasaya oranla daha yüksek bir performansa sahip olduğu sonucuna varılabilir (Bayramoğlu ve Yayalar, 2017, s. 5).

Toplam portföy riskini temel alan Sharpe Oranı'nın hesaplanması şu şekilde gösterilebilmektedir (Uyar ve Gökçe, 2015, s.216):

$$S = (R_p - R_f) / \sigma_p \quad (2.1)$$

S = Sharpe Oranı,

R_p = Fonun getirisi

R_f = Risksiz faiz oranı

σ_p = Fonun standart sapması (fonun toplam riski)

Formül 2.1’de portföyün getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki fark, yani eşitliğin pay kısmı, risk primi olarak ifade edilmektedir. Bu prim, yatırımcının üstlenmiş bulunduğu risk karşısında, elde edeceği ödülü ya da diğer söyleyişle artık getiri (excess return, risksiz faiz oranı üzerinde sağlanan getiri) göstermektedir. Payda kısmıysa, hem sistematik hem sistematik olmayan riski barındıran toplam riski belirtmektedir.

Hesaplanan Sharpe Oranı’nın tek başına fazlaca bir anlamı olmadığını, diğer fonlarla ya da piyasa portföyü (gösterge endeks) ile karşılaştırılması gerektiğini söylemek mümkün olabilecektir de, artan getiri veya düşen risk yani standart sapma ile yükselen bir Sharpe Oranı’nın, artan fon performansına işaret ettiği de belirtilebilmektedir. Düşen getiri ya da artan risk neticesinde düşüş eğilimi gösteren Sharpe Oranı ise, azalan bir fon performansının göstergesi olmaktadır.

2.1.2. M^2 oranı

Bu Oran, Franco Modigliani ve Leah Modigliani (1997) tarafından önerilmiştir. M^2 Oranı hesaplanırken, öncelikle performans değerlendirmesinin yapılacağı fona, Hazine Bonosu ilave edilmekte ve böylelikle ‘düzeltilmiş yatırım fonu’ elde edilerek, fon, piyasaya göre mukayese edilmektedir (Arslan, 2005, s. 8). Toplam riski esas yöntemlerden biri olan M^2 Oranı, şu şekilde gösterilebilmektedir:

$$M^2 = [R_f + ((R_p - R_f) / \sigma_p) * \sigma_m] \text{ ya da; } \quad (2.2)$$

$$M^2 = R_f + (\text{Sharpe Oranı} * \sigma_m) \quad (2.3)$$

R_p = Fonun getirisi

R_f = Risksiz faiz oranı

σ_p = Fonun standart sapması

σ_m = Gösterge endeksin (piyasanın) standart sapması

Elde edilen sonuçlara göre, kıyasa tabi tutulan fonlar arasından en yüksek M^2 Oranı’na sahip bulunan fon, en başarılı fon şeklinde nitelendirilmektedir.

M² Oranı'nı, Sharpe Oranı'ndan farklılaştıran en büyük özelliği, tüm fonları gösterge endeksin risk düzeyine göre ayarlayabilmek maksadıyla, piyasa fırsat maliyetini veya risk-getiri arasındaki dengeyi kullanmasıdır (Ayaydın, 2013, s. 65). Bu sayede, fonun riski ile gösterge endeksin risk seviyelerini eşleştirerek, bu seviyede fonun risk ölçümünü gerçekleştirmektedir. Bulunan sonuçlara göre, M² Oranı ne kadar büyük bir rakam çıkmışsa, fonun performansı da o kadar yüksek anlamına gelmektedir.

2.1.3. Sortino oranı

Sharpe tarafından ortaya konulmuş olan Sharpe Oranı'na bir hayli benzemekte olan Sortino Oranı'nda, payda kısmında standart sapmanın yerine “minimum kabul edilebilir getiri düzeyinin altında kalan portföy getirilerinin standart sapması” bulunmaktadır. Payda kısmında yer almakta olan bu ifade, garanti edilmiş riski olmayan, yatırımcının elde etmeyi beklediği getiri oranıdır (Alptekin ve Şıklar, 2009, s. 187-188). Esasen burada, minimum kabul edilebilir getiri düzeyinin altında kalmasından kasıt, risksiz faiz oranının altında kalma durumu olarak ortaya çıkabilmektedir. Gerçekte doğrudan risksiz faiz oranı şeklinde yer almıyor olsa bile, yatırımcıların yatırım yaparlarken en az risksiz faiz oranı kadar getiri beklentisinde oldukları, aksi takdirde yani en az risksiz faiz oranı kadar getiri sağlayamayacak olduklarında, başka araçlara yatırım yapmak yerine risksiz faiz oranına yatırım yapmayı tercih edecekleri düşüncesinden yola çıkarak, minimum kabul edilebilir getiri düzeyi ile risksiz faiz oranı eşleştirilebilmektedir. Bu noktada, kısmi bir standart sapma ölçümünden de bahsetmek yanlış olmamakla beraber, ‘kayıp riski’ olarak nitelendirilebilecek bir olgudan söz edilebilmektedir. Kayıp riski, risksiz varlığa yatırım yapılmamasından dolayı ortaya çıkan kayıpların riskidir. Buradan hareketle, Sortino Oranı'nın, üstlenilen her bir birimlik kayıp riskine (downside risk) karşılık elde edilen artı getiri (excess return) biçiminde tanımlaması mümkündür. Sortino Oranı'nın gösterimi şöyledir (Gökgöz ve Günel, 2012, s. 9):

$$\text{Sortino Oranı} = (R_p - \text{MAR}) / \sigma_{\text{MAR}} \quad (2.4)$$

R_p = Fonun getirisi,

MAR = Minimum kabul edilebilir getiri oranı (Minimum acceptable return),

σ_{MAR} = MAR'ın altında kalan fon getirilerinin standart sapmasıdır.

Sortino Oranı'nın yorumu da Sharpe Oranı'na benzemektedir. Artan Sortino Oranı performansın da arttığına işaret etmektedir. Diğer yandan daha yüksek Sortino Oranı'na sahip fonların, daha iyi performanslar sergilediği de ifade edilebilmektedir.

2.1.4. Fama ölçütü

Literatürde, seçicilik kabiliyeti, belirli risk seviyeleri düzeyinde en uygun menkul kıymetlerin fon bileşimine dahil edilmesi olarak kısaca ifade edilebilmektedir. Zamanlama kabiliyeti ise, fon yöneticilerinin piyasanın gidişatını, fiyat hareketlerini ve trendleri zamanlayarak ya da tahmin ederek, gereken hamleleri gerçekleştirebilmesidir. Fama 1972 yılında gerçekleştirdiği çalışmasında performans değerlendirmesine yönelik olarak yeni bir yöntem öne sürmüştür. Bu konunun yeni bir konu olmadığını ve öncesinde Sharpe, Treynor ve Jensen'in yapmış olduğu çalışmalara atıfta bulunarak, halihazırda önemli çalışmaların gerçekleştirildiğini belirtmiştir. Fama, genel olarak fon performanslarının belirlenmesinde, toplam risk priminin dikkate alınması ve bu ekseninde değerlendirmeler yapılmasının daha sağlıklı olacağını ifade etmiştir (Fama, 1972, s. 551-567). Dolayısıyla Fama'nın öne sürmüş olduğu bu ölçüt, Sermaye Piyasası Doğrusu'nu (CML) merkez edinmiştir. Fama Ölçütü Formül 2.5'de gösterilebilmektedir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2008, s. 121):

$$F_p = (R_p - R_f) - (\sigma_p / \sigma_m) * (R_m - R_f) \quad (2.5)$$

F_p = Fama Ölçütü

R_p = Fonun getirisi

R_f = Risksiz faiz oranı

σ_p = Fonun standart sapması

σ_m = Gösterge endeksin (piyasanın) standart sapması

R_m = Gösterge endeksin (piyasanın) getirisi

Yapılan hesaplamalardan sağlanan sonuçlar ışığında, pozitif olarak bulunan Fama Ölçütü'nün, fonun Sermaye Piyasası Doğrusu'nun üzerinde yer aldığını ve beklenenden daha fazla getiri sağlandığını, negatif Fama Ölçütü'nün ise, fonun Sermaye Piyasası Doğrusu'nun altında yer aldığını ve beklenenden az getiri sağlandığını gösterdiğini söylemek mümkündür.

2.2. Sistematik Riski Esas Alan Yöntemler

2.2.1. Treynor oranı

1965 yılında Jack Treynor tarafından ortaya konulan Treynor Oranı (endeksi), portföy performansını ölçme konusunda toplam riski ifade eden standart sapma yerine, sistematik riskin ölçüsü olan beta katsayısını kullanmaktadır. Beta katsayısı, menkul değerlerin ya da portföyün piyasaya karşı olan duyarlılığını belirtmektedir. Treynor, sistematik olmayan riskin portföy çeşitlendirmesi yoluyla elimine edilebileceğini ancak sistematik riskin hiçbir şekilde ortadan kaldırılamayacağını savunmuştur (Gökgöz ve Günel, 2012, s. 10). Treynor, çeşitlendirilebilen bir portföyün yatırım riskini, genel pazar dalgalanmaları ve portföyde tutulan belirli menkul kıymetlerde görülen dalgalanmalar şeklinde iki kısma ayırmıştır. Treynor, birinci riskin tüm hisse senetleri için geçerli olduğunu ve ortadan kaldırılamayacağını, ikinci riskin portföyün uygun şekilde çeşitlendirilebilmesiyle ortadan kaldırılabileceğini ileri sürmüştür. Burada da tıpkı Sharpe Oranı'nda olduğu gibi risk priminin hesaplanması söz konusudur. Ancak Sharpe Oranı'ndan farklı olarak hesaplanan bu prim, standart sapmaya değil beta katsayısına oranlanmaktadır. Bu şekilde, üstlenilen her bir birim sistematik riske karşılık, elde edilen artık getiri yani risksiz faiz oranı üzerindeki kazanç bulunmaktadır. Treynor Oranı'nın şu şekilde ifade edilmesi mümkündür (Kök ve Eriği, 2015, s. 20):

$$T_p = (R_p - R_f) / \beta_p \quad (2.6)$$

T_p = Treynor Oranı

R_f = Risksiz faiz oranı

R_p = Fonun getirisi

B_p = Fonun beta katsayısıdır.

Treynor, portföy performansını Sharpe'tan farklı olarak CML'e göre değil, Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu'na (Security market line - SML) dayandırarak açıklamıştır (Yıldız, 2005, s. 190). Değerlendirilen portföy, bu doğrunun üzerinde ise, piyasa portföyüne göre daha iyi bir performans sergilemiş, altındaysa daha kötü bir performans sergilemiş anlamına gelmektedir.

Sharpe, 1966 yılındaki çalışmasında Treynor oranının sistematik olmayan riski göz ardı etmesinden dolayı, iyi çeşitlendirilememiş portföylerde çok farklı ve yanıltıcı

sonuçlar vereceğini ifade etmiştir. Portföyün betasının, portföydeki menkul kıymetlerin betalarının ağırlıklı ortalaması olduğu düşünüldüğünde, betası yüksek menkul kıymetler portföyde yer aldığında, portföyün betası da yüksek olacaktır. Yüksek ya da artan beta katsayısı, Treynor Oranı'nın düşmesine sebebiyet verecektir. Burada, hesaplanan Treynor Oranı'nın, aynı Sharpe Oranı'nda olduğu gibi, piyasa portföyü ya da diğer portföylerin Treynor Oranları ile kıyaslanması sonucu, portföyün performansına dair daha sağlıklı bir değerlendirme yapılabilecektir. Ancak tek başına da, artan Treynor Oranı'nın iyiye giden bir performans, düşen Treynor Oranı'nın azalan bir performans durumunu göstereceğini söylemek yanlış olmayacaktır.

2.2.2. Jensen oranı

Michael Cole Jensen tarafından 1968 yılında geliştirilmiş bir oran olup portföy performansını ölçme konusunda tek bir değerden faydalanmaktadır. Jensen Oranı, herhangi bir portföyün Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu'ndan sapmasını ölçmektedir (Seçme, Aksoy ve Uysal, 2016, s.118). Temeli Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM)'ne dayanan oran, portföyün gerçekleşmiş olan getirisi ile Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu üzerinde yer almış olması varsayımıyla beraber beklenen getirisinin arasındaki farktır. Portföy yöneticisinin portföy oluşturma becerisinin de incelendiğini söylemek olasıdır. Jensen, bahsedilen farkı Alfa katsayısı ile ifade etmiş olduğundan bahse konu oran Jensen Alfası olarak da bilinmektedir. Bu oran, SVFM'ye göre beklenen getiriden ölçülen normal üstü getiri olarak da tanımlanabilmektedir.

Jensen, gerçekleştirmiş olduğu çalışmasında, portföy yöneticilerinin tahmin yeteneklerinin, fon getirileri üzerine ne derece bir katkısı olduğunu ölçmeye yarayan ve Jensen Alfası olarak bilinen bir yöntem (ölçüt) ortaya koyduğunu belirtmiştir. 1945 ile 1964 yılları arasındaki 115 yatırım fonu yöneticisinin tahmin yeteneğini ölçmeyi amaçlamıştır. Yatırım fonu performansları göz önüne alındığında, 115 yatırım fonunun performansının dolayısıyla yöneticilerinin hisse senedi fiyatlarını doğru tahmin etme konusunda ortalamayla pek aşamadığını ifade etmiştir (Jensen, 1968, s. 389-416).

Jensen oranı şu şekilde ifade edilmektedir (Altıntaş, 2008, s. 94):

$$\alpha_p = R_p - [R_f + \beta_p (R_m - R_f)] \quad (2.7)$$

α_p = Fonun Jensen (Alfa) Oranı

R_p = Fonun getirisi

R_m = Gösterge endeksin (piyasanın) getirisi

R_f = Risksiz faiz oranı

β_p = Fonun beta katsayısıdır.

Gerçekleştirilen hesaplama sonrasında pozitif olarak bulunan Alfa katsayısı, portföy yöneticisinin başarısını ortaya koymaktadır. Çünkü portföy, SVFM'ne göre sağlaması gereken getiriden daha yüksek bir getiri sağlamış, piyasa portföyüne göre daha yüksek performans ortaya koymuştur. Negatif Alfa katsayısı ise, olması gerekenden düşük getiri sağlandığını, portföy yöneticisinin başarısız performans gösterdiğini ve tahmin yeteneklerinin düşük olduğunu belirtmektedir. Diğer bir deyişle, pozitif Alfa katsayısı riske göre düzeltilmiş üstün bir performansa, negatif Alfa katsayısı ise riske göre düzeltilmiş düşük bir performansa işaret etmektedir (Cesari and Panetta, 2002, s. 106). Jensen'e göre portföy Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu'nun ne kadar üstündeyse, portföy o derece başarılı demektir. Alfa katsayısının 0'a eşit olması ise, portföy yönetiminin profesyonel olarak yönetilmeyen portföyler kadar başarılı olduğuna işaretir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2009, s. 5).

Başlıca portföy performansını ölçme endekslerinden olan Sharpe ve Treynor Oranları'nın tek başlarına fazlaca bir anlamları olmadığı ve piyasa portföyü ya da diğer portföylerle karşılaştırılması suretiyle daha sağlıklı yorumlar yapılabileceği ancak Jensen Oranı'nın kendi başına bir performans ölçütü sunabileceği söylenebilmektedir. Sharpe ve Treynor Oranları bir portföyün diğerlerine ya da piyasaya göre performans durumunu ortaya koyma eğilimindeyken, Jensen Oranıysa mutlak bir ölçüte göre performansı gözler önüne sermektedir.

Jensen Oranı, portföy performansı ölçülürken analiz edilen periyot süresince her bir seri için ayrı getiri ve risksiz faiz oranı kullanmasıyla Sharpe ve Treynor Oranları'ndan farklılaşmaktadır. Sharpe ve Treynor Oranları dönemin ortalama getiri ve ortalama risksiz faiz oranlarını kullanmaktadır (Şahin, 2008, s.72).

2.2.3. T^2 oranı

Bu oran, temelde Treynor Oranı'na dayanmakta olup, Treynor Oranı'na göre elde edilmiş olan sonucu yüzde getiri haline dönüştürmektedir. M^2 performans değerlendirme yönteminde olduğu gibi, fonun bileşimine Hazine Bonosu veya bir nevi risksiz varlığı

ekleyerek risk düzeltilmesi yapmaktadır. T^2 Oranı'nın gösterimi şu şekildedir (Teker, Karakurum ve Tav, 2008, s. 95):

$$T^2 = \text{Treynor} - (R_m - R_f) \quad (2.8)$$

$T^2 = T^2$ Oranı,

Treynor = Treynor Oranı,

R_m = Gösterge endeks (piyasa) getirisi

R_f = Risksiz faiz oranıdır.

Bu noktada, gösterge endeksin yani piyasanın beta katsayısının 1 olacağı düşünülürse, $(R_m - R_f)$ ifadesini gösterge endeksin Treynor Oranı şeklinde isimlendirmek mümkün olacaktır. T^2 Oranı formül 2.9'da görülmektedir.

$$T^2 = \text{Treynor}_p - \text{Treynor}_m \quad (2.9)$$

Treynor_p = Fonun Treynor Oranı

Treynor_m = Gösterge endeksin (piyasanın) Treynor Oranı

2.2.4. Değerleme oranı

Bir anlamda sistematik olmayan riski dikkate almayan yöntemlerden biri olan Jensen Oranı'nın düzeltilmiş versiyonu olarak da nitelendirilebilen Değerleme Oranı (Appraisal Ratio), Smith ve Tito (1969) tarafından, Jensen Oranı'na dayanarak geliştirilmiştir. Bu oran, Jensen Oranı'na göre hesaplanmış olan Alfa katsayısının, ilgili fonun sistematik olmayan riskinin kareköküne bölünmesiyle bulunabilmektedir. Bu şekilde, bir nevi Jensen Oranı'nın düzeltilmesini yapmaktadır. Yorumlanması ise Jensen Oranı ile aynı biçimdedir. Yapılan hesaplamalar neticesinde, pozitif olarak bulunan sonuç, başarıya, negatif olarak bulunan sonuç ise başarısızlığa işaret etmektedir. Formülizasyonu ise şu şekildedir (Altıntaş, 2008, s. 94):

$$AR = \alpha_p / \sqrt{UR} \quad (2.10)$$

AR = Değerleme Oranı,

α_p = Jensen Oranı (Alfası),

$\sqrt{UR}$ = Fonun sistematik olmayan riskinin karekökü (standart sapması) dır.

2.3. Diğer Yöntemler

2.3.1. Kuadratik regresyon modeli

Treynor-Mazuy (1966) tarafından öne sürülen bu model ya da analiz, fon yöneticilerinin, boğa piyasasının hakim olduğu dönemlerde piyasayla birlikte ve hatta piyasadan daha fazla yükselen, ayı piyasasının hakim olduğu dönemlerde ise piyasadan daha az düşen ya da risksiz varlıklara yatırım yaparak fon bileşimini meydana getirebiliyorsa başarılı olduklarını ve zamanlama kabiliyeti gösterebildiklerini ifade etmektedir. Esasen ‘piyasa zamanlaması’ da denilen, fon yöneticilerinin bu yöndeki başarı ya da başarısızlıklarını ortaya koyan bir modeldir. Fon performansının değerlendirilmesinde kullanılan model, fonun sistematik riskinin zamanla değişebileceği varsayımını temel almaktadır (Karatepe ve Gökgez, 2007, s.80). Burada kastedilen şey, fon yöneticisinin, piyasanın geleceğine dair tahminleri doğrultusunda fon bileşiminde meydana getirebileceği değişiklikler dolayısıyla, fonun sistematik riskinde yapacağı oynamadır. Çünkü, bir fonun sistematik riskini ifade eden beta katsayısı, fon bileşiminde bulunan varlıkların beta katsayılarının ağırlıklı ortalamasıdır. Fona, yüksek beta katsayısına sahip varlıkları dahil eden yönetici, fonun sistematik riskini de artırmış olacaktır. Düşük beta katsayısına sahip varlıklar dahil edilmesi durumunda ise, fonun sistematik riski azalacaktır. Piyasadaki trendleri ve önemli dönüşleri, fiyat hareketlerini algılayıp buna göre aksiyon alabilme yetenekleri, modelin temel odak noktalarındandır. Diğer yandan fon yöneticileri, boğa piyasasının hakim olacağını tahmin ediyorsa, gösterge endeksten daha fazla oranda varlığı fon bileşiminde bulundurabileceklerdir. Aksi durumdaysa, yani ayı piyasasının hakim olacağını beklemekteyseler, gösterge endeks bileşiminden (piyasa portföyü) daha az oranda varlığı fon bileşimine dahil edebileceklerdir. Bu model, formül 2.11’de görülmektedir (Yolsal, 2012, s.348):

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i (R_m - R_f) + c (R_m - R_f)^2 + \varepsilon \quad (2.11)$$

R_i = Fonun getirisi,

R_f = Risksiz faiz oranı,

α_i = Fonun alfa katsayısı,

β_i = Fonun beta katsayısı,

R_m = Gösterge endeksin (piyasanın) getirisi,

ε = Hata terimi,

c = Piyasa zamanlaması faktörü katsayısı

Bulunan sonuçlara göre, eğer ‘‘c’’ katsayısı sıfırdan büyük ise, fon yöneticisinin zamanlama kabiliyetine haiz olduğu ve piyasa zamanlaması gösterebildiği, ‘‘c’’ katsayısı sıfırdan küçük olduğunda ise, piyasayı zamanlayamadığı söylenebilmektedir.

2.3.2. Kukla değişkenli regresyon modeli

Fon yöneticilerinin zamanlama ve aynı zamanda seçicilik kabiliyetlerini tespit etmeye yönelik geliştirilen bir diğer model Kukla Değişkenli Regresyon Modeli’dir. Gerek bu model, gerekse Kuadratik Regresyon Modeli esasen Jensen Oranı çerçevesinde geliştirilmişlerdir. Henriksson ve Merton, 1981 yılındaki çalışmalarında bu modeli ortaya koymuş, geçmişte performans değerlendirmesi ile ilgili yapılmış olan pek çok ampirik çalışmanın, hisse senetlerinin fiyat hareketlerinin, diğer hisse senetlerinin fiyat hareketlerine göre göreceli tahminlerinin yapılmasına odaklandığını ve Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli’ni esas aldığını belirtmişlerdir. Ayrıca, üstün tahmin yeteneklerini test edebilmek amacıyla, hem parametrik hem parametrik olmayan birtakım istatistiksel prosedürler geliştirmek için böylesi bir model türettiklerini ifade etmişlerdir (Henriksson ve Merton, 1981, s. 513-533).

Kukla Değişkenli Regresyon Modeli, fonların, piyasanın yükeliş ve düşüş gösterdiği dönemlerde farklı beta katsayılarına sahip olduğu olgusuna dayanmaktadır. Bakıldığında model, bu yönüyle Kuadratik Regresyon Modeli ile benzerlik göstermektedir. Bununla beraber, Henriksson ve Merton tarafından gerçekleştirilen testler, Merton’un 1981 yılında ortaya koyduğu, fon yöneticisinin piyasanın yalnızca yönünü tahmin edebildiği, göreceli getirilerin büyüklüğüne dair ise herhangi bir öngöründe bulunamadığı görüşüne dayanan basit piyasa zamanlaması modelinden türetilmiştir (Henriksson, 1984, s. 73). Model, formül 2.12’de görülmektedir (Altıntaş, 2008, s. 95).

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f) + c [(R_m - R_f)D] + \varepsilon \quad (2.12)$$

R_p = Fonun getirisi,

R_f = Risksiz faiz oranı,

α_p = Fonun alfa katsayısı,

β_p = Fonun beta katsayısı,

R_m = Gösterge endeksin (piyasanın) getirisi,

c = Piyasa zamanlaması faktörü katsayısı,

D = Kukla değişken,

ε = Hata terimidir.

Burada belirtilmesi gereken husus ise, 'D' kukla değişkeninin, piyasanın yükselişte bulunduğu dönemlerde yani $R_m > R_f$ iken '1' değerini, piyasanın düşüşte olduğu dönemlerde yani $R_m < R_f$ iken ise '0' değerini alması durumudur.

2.3.3. Veri zarflama analizi

Fon performanslarının belirlenmesinde kullanılabilecek yöntemlerden bir diğeri de parametrik olmayan ve matematik programlama tabanlı bir yöntem olan Veri Zarflama Analizi'dir. Bu analiz, çoklu hedefler ve/veya çoklu girdi yapıları tarafından nitelenen (karakterize edilen) karar verme birimlerinin göreceli performansının ölçülmesini sağlayan optimizasyona dayalı bir tekniktir (Basso ve Funari, 2001, s. 478).

Veri Zarflama Analizi, esasında ağırlıklandırılmış çıktıların, ağırlıklandırılmış girdilere oranı biçiminde tanımlanan bir verimlilik ölçütü sağlamaktadır. En iyi fona ya da fonlara göre, fonun nasıl performans sergilediğini ortaya koymaktadır. İlk olarak Charnes, Cooper ve Rhodes (1978) tarafından öne sürülmüştür. Başlangıçta, banka ve sigorta şirketleri gibi birimlerin performansının değerlendirilmesinde yararlanılmış, sonrasında fon performanslarının ölçülmesi maksadıyla da kullanılmaya başlanmıştır (Eken ve Pehlivan, 2009, s. 89). Öte yandan bu yöntem vasıtasıyla, girdi düzeyleri azaltılıp ya da çıktı düzeyleri artırılmak suretiyle, fonların performansları yükseltilebilmektedir (Atan, Atan ve Özdemir, 2008, s. 51-52). Veri Zarflama Analizi kullanılarak, herhangi bir gösterge endekse ihtiyaç duymadan fon performanslarının değerlendirilmesi mümkün olabilmektedir. Yalnızca fonların düşük ya yüksek performans gösteriyor olmalarını değil, aynı zamanda düşük performansa sahip fonların, bu performanslarının ardında yatan sebeplere dair de yardımcı bir el görevi görebilmektedir. Yanı sıra, düşük performans sergileyen ya da diğer bir deyişle etkin olmayan fonlarla alakalı olarak, fon yöneticilerine söz konusu fonların performansını ne şekilde artıracabileceklerine ilişkin bir fikir sağlayabilmektedir (Atan, Atan ve Özdemir, 2008, s. 53).

Veri Zarflama Analizi'nin değişik modelleri bulunmaktadır. Bunlardan ilki, daha önce belirtildiği gibi, 1978'de analize dair çalışmalar gerçekleştiren Charles – Cooper -

Rhodes tarafından ortaya konulan ve CCR olarak bilinen modeldir (Charles, Cooper ve Rhodes, 1978, s. 429-444). Bu model, ölçeğe göre sabit gelir metodundan faydalanma esasına dayanmakta olup toplam etkinliği irdelemektedir. Diğer bir Veri Zarflama Analizi modeli ise, Banker – Charnes - Cooper’ca 1984 yılında geliştirilmiş olan BCC şeklinde nitelenen modeldir. CCR Modeli’nin aksine, toplam etkinliği değil teknik etkinliği ele almaktadır. Ayrıca, ölçeğe göre değişken gelir metodundan yararlanma temeline dayanmaktadır.

Bakıldığında, yatırım fonlarının sağlamış olduğu getiriler, ücretler, komisyonlar, standart sapmalar, beta katsayıları gibi pek çok farklı girdi ve çıktı faktörünce etki altında kalmaktadır. Veri Zarflama Analizi gerçekleştirilmek istenildiğinde, hangi girdi ve çıktılar ve kaç adet faktör kullanılacağına seçimi kritik önem arz etmektedir. Fazla miktarda girdi ve çıktı kullanmak, çokça bir yarar sağlamayacaktır çünkü kullanılan girdi ve çıktı sayısı artış gösterdikçe, bir etkinlik skoru elde edebilmek gayesiyle daha fazla karar birimi gündeme gelecektir (Eken ve Pehlivan, 2009, s. 95). Bu bağlamda, aslında girdi ve çıktılar tespit edilmesinde herhangi bir kural yer almamakla beraber, sayısal olarak birtakım üst sınırların bulunması analizin selameti açısından daha faydalı olabilecektir. Diğer bir model ise, CCR ve BCC modellerine ek olarak 1986 yılında Sexton, Silkman ve Hogan tarafından önerilen ‘Çapraz Etkinlik’ modelidir (Sexton, Silkman ve Hogan, 1986, s. 73-105). Bahse konu model, ele alınan her bir yatırım fonunun performansı ve etkinliğine dair ek birtakım bilgiler sağlamakla birlikte, analiz kapsamında ele alınan girdi ve çıktılara göre de, yatırım fonunun bütün alakalı alanlarda üstün bir performans ortaya koyup koyamadığını belirlemektedir (Atan, Atan ve Özdemir, 2008, s. 54). Andersen ve Petersen’in ileri sürdüğü başka bir Veri Zarflama Analizi modeli ise, Süper Etkinlik Modeli’dir. İkili, çalışmalarında, etkin karar verme birimlerinin sıralanması için bir yöntem sunduklarını ve etkin birimlerin işleyişi hakkında daha fazla bilgi sağladıklarını belirtmişlerdir. Temel düşüncenin ise, değerlendirme altındaki birimi, örneklemdaki bütün diğer birimlerin doğrusal bir kombinasyonu (bileşim) ile karşılaştırmak olduğunu söylemişlerdir. (Andersen ve Petersen, 1993, s. 1261-1264).

Eling, Veri Zarflama Analizi ile hedge fonların performans değerlendirmesini yaptığı çalışmada, yöntemi, hedge fonların performans değerlendirmesine yönelik bir alternatif olarak sunmuştur. Veri Zarflama Analizi’nin optimizasyon sonucunda, performans ölçütü olarak yorumlanabilecek bir etkinlik skoru saptadığını ifade etmiştir.

Ayrıca, hedge fonları değerlendirmek için, Veri Zarflama Analizi'ni kullanırken, girdi ve çıktıların seçimi ile ilgili olarak herhangi bir kural veya standart olmadığını da vurgulamıştır. Yöntemin, birden fazla faktörün girdi ve çıktı olarak dahil edilmesine izin vermekte, böylece klasik iki boyutlu performans değerlendirme yöntemleri ile mukayese edildiğinde, çok boyutlu bir performans analizi sunmakta olduğunu belirtmiştir. CCR, BCC ve Andersen ve Petersen tarafından geliştirilmiş Süper Etkinlik Model'lerini ve bu modellerin hedge fonların performans değerlendirmesinde kullanımı için uygunluklarını analiz etmiştir. 14 girdi ve 8 çıktıyı sistematikleştirmiş ve bunların da uygunluklarını incelemiştir. Yanı sıra, girdi ve çıktıların seçilmesi için kullanılabilen iki kural geliştirmiştir. Sonuç olarak, çalışmada bahsettiği yeni Veri Zarflama Analizi uygulamalarını kullanarak, klasik performans değerlendirme yöntemleri ve daha önce önerilen Veri Zarflama Analizi uygulamalarıyla kıyaslandığında, hedge fonların sıralamalarına ilişkin olarak önemli farklılıklar ya da diğer deyişle tamamen yeni bir sıralama bulmuştur. Ancak bu çalışmada öne sürülen kurallara dayalı olarak yapılan Veri Zarflama Analizi'nin, farklı performans değerlendirme yöntemlerinin kalitesini ölçebilmek için herhangi bir kriter bulunmadığından, klasik performans değerlendirme yöntemleri veya daha önce önerilmiş olan Veri Zarflama Analizi uygulamalarından daha iyi bir değerlendirme sağladığı yönünde bir sonuç çıkarılamayacağını vurgulamıştır. Bununla beraber, klasik performans değerlendirme yöntemlerinin, öne sürülen kurallara dayalı olan Veri Zarflama Analizi ile tamamlanması gerektiğini önerebileceğini de eklemiştir (Eling, 2006, s. 442-471).

2.3.4. Morningstar yıldız derecelendirme sistemi

Amerika Birleşik Devletleri merkezli Morningstar Şirketi tarafından geliştirilen bu yöntem, doğrudan toplam riski ya da sistematik riski baz alan bir yöntem olmadığından diğer yöntemler arasında sınıflandırılabilmektedir. Türkiye'de yapılan çalışmalara bakıldığında adı geçen yöntem ile alakalı son derece kısıtlı sayıda çalışma bulunduğu görülmektedir. Bu duruma istinaden, Türkçe literatüre katkı sağlayabilmek, yöntemin tanınmasına ve tanıtılmasına yardımcı olabilmek ve ileride yapılacak çalışmalar için bir referans noktası oluşturabilmek gayesiyle, bu çalışmada, fon performanslarının değerlendirilmesi için Morningstar'ın ortaya koyduğu yöntemden faydalanılmıştır. Yöntem, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde detaylı olarak ele alınmıştır.

2.4. Performans Değerlendirme Yöntemlerine Getirilen Eleştiriler

Sharpe, 1966 yılında yaptığı çalışmasında, Treynor tarafından geliştirilen Treynor Oranı'nın tahmin gücünü test etmek istemiş ve bazı iyi çeşitlendirilememiş fonlar, örneklem içine alındığında, Treynor Oranı çeşitlendirme eksikliğinden kaynaklanan değişkenlik kısmını ele almadığı için, sonuçların anlamlı ölçüde farklılaşabileceğini söylemiş ve bu sebepten sözü geçen oranın geçmiş performansı değerlendirmek için kalitesiz olduğunu belirtmiştir (Sharpe, 1966, s. 119-138).

Genel olarak bakıldığında, Sharpe, Treynor ve Jensen Oranı gibi 'klasik' ya da 'geleneksel' performans değerlendirme yöntemleri olarak nitelendirilebilecek yöntemlerin, gösterge endeks ya da diğer deyişle piyasa portföyü ile kıyaslamalar ortaya koyduğunu söylemek mümkündür. Bu aşamada, seçilen gösterge endeksin, incelenen fonların yapılarına, risk ve getiri özelliklerine göre uygun olup olmadığı ya da bu fonların yapısını yansıtıp yansıtmadığı ve fonları temsil konusunda yetersizlik bulunup bulunmadığı gibi durumlar meydana gelebilmektedir. Farklı farklı gösterge endeksler kullanıldığında fonların sıralamaları ve derecelendirmeleri değişebilmektedir. Örneğin, kullanılan gösterge endekse göre elde edilen beta katsayıları, farklı bir gösterge endeks ele alındığında farklılaşabilecektir. Bu durum da, performans değerlendirmelerine ilişkin sıralamaları değiştirebilecektir. Nitekim, Lehmann ve Modest (1987) araştırmalarında, yatırım fonu performans değenlendirme yöntemlerinin, seçilen gösterge endekse duyarlı olduğunu saptadıklarını söylemişlerdir (Lehmann ve Modest, 1987, s. 233-265).

Friend ve Blume (1970), Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'nden türetilen, Sharpe, Treynor ve Jensen Oranları'nın, performans değerlendirmelerine ilişkin ciddi yanlış sonuçlar ürettiğini söylemiş, fon (portföy) riskinin yanlışlığının büyüklüğüyle etkileşiminin olduğunu, bu durumun muhtemelen Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli'nin aynı oranlardan (risksiz faiz oranı) borç alabilme ve verebilme varsayımından kaynaklandığını saptamışlardır (Friend ve Blume, 1970, s. 561-575). Genel anlamda Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli'nin kabul ettiği varsayımların geçerli olmadığı durumlarda, bu yöntem ekseninde ortaya konulan modellerin ürettiği performans değerlendirme sonuçları da tartışmalı bir durum alabilmektedir.

Sharpe ve Treynor Oranları'na getirilen eleştirilerden bir tanesi de, piyasa risk primi ($R_m - R_f$) negatif ve incelenen fon, gösterge endeksten (piyasa portföyünden) daha yüksek riske, daha düşük ortalama getiriye ve daha yüksek performans değerine sahip

olduğunda problemin meydana gelmesidir (Jobson ve Korkie, 1981, s. 891). Diğer yandan gösterge endeks (piyasa portföyü) ile fon arasındaki korelasyon sıfır olma eğilimi gösterdiğinde, Treynor Oranı da sonsuz (infinity) olma eğilimi göstermektedir.

Eling ve Schuhmacher, Jensen Oranı'nın, kaldıraç vasıtasıyla fon getirileri üzerinden manipüle edilebileceğinden dolayı, sıklıkla eleştiriye maruz kaldığını söylemişlerdir (Eling ve Schuhmacher, 2007, s. 2632-2647). Ferson ve Schadt ise, fon yöneticileri, değişen ekonomik koşullara ve piyasa koşullarına göre fon bileşimlerini ve dolayısıyla, fonun standart sapmasını, beta katsayısını, zamanlama kabiliyetine dair katsayılarını değiştirdiği ve revize ettiği durumlarda ya da piyasa ve risksiz faiz oranı getirileri değişkenlik gösterdiğinde, bunu hesaba katmayan ve bu katsayılar hep sabitmiş gibi hareket eden yöntemlerin (örneğin Jensen Oranı) yanlışlık gösterebileceğini belirtmişlerdir. Bu bağlamda 'şartsız (unconditional) alfa' üreten bu gibi yöntemlerin aksine, değişkenlik gösterebilen ve 'şartlı (conditional) alfa' olarak adlandırdıkları bir şartlı performans değerlendirme yaklaşımı sunmuşlardır. (Ferson ve Schadt, 1996, s. 425-461).

Fon getirilerinin normal dağılım gösterdiği şeklindeki bir kabulden hareket eden geleneksel yöntemlerin (Sharpe Oranı gibi), getiriler normal olmayan dağılım gösterdiğinde manipülasyona uğratılabilmesi mümkün hale gelmektedir.

Engström, Jensen Oranı'nın, fon yöneticileri zamanlama kabiliyetine sahip olduklarında yani zamanlama kabiliyeti sergilediklerinde, istatistiksel bir yanlışlıktan muzdarip olduğu şeklinde bilindiğini söylemiştir. Başarılı olarak piyasayı zamanlayan ya da zamanlamaya çalışan fon yöneticilerinin, farklı piyasa koşullarına göre fonun sahip olduğu risk seviyelerini değiştirme çabaları nedeniyle, Jensen Oranı'na göre negatif performans gösterebilecekleri, diğer deyişle negatif alfa katsayısına sahip olabileceklerini belirtmiştir (Engström, 2003, s. 463-482). Bununla beraber, 'geleneksel' yöntemlerin (Sharpe Oranı gibi) ele alınan döneme (periyoda) duyarlı olduğu, ayrıca genel olarak farklı ya da daha uzun (daha kısa) dönemler üzerinden çalışmalar gerçekleştirildiğinde, fon performanslarının ve sıralamalarının değişebileceği de belirtilmesi gereken hususlardan bir diğeridir. Yanı sıra, kısa vadede şans faktörü ile beraber bir performans devamlılığı sağlanabilmesi mümkün olabilmektedir ancak uzun vadede bunun sürmesi pek olası olmayıp, yetenek daha ön plana çıkabilmektedir.

Fonların performansını belirlenen gösterge endekse göre kıyaslayarak mutlak bir başarı değerlendirmesi ortaya koyan Jensen Oranı, brüt getiriler üzerinden değerlendirme yaparak, komisyonlar, yönetim ücretleri vb. giderleri göz ardı ettiği için eleştiri almıştır. Belirtilen giderler çıkarılmak suretiyle net getiriler üzerinden yapılan analizler, fonların başarı durumlarını etkileyebilecektir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. MORNİNGSTAR YILDIZ DERECELENDİRME SİSTEMİ

Yatırım yapılabilecek pek çok yatırım fonunun bulunuyor olması nedeniyle, yatırımcılar, karar verebilmek için yardımcı araçlara ihtiyaç duymaktadırlar. Bu konuda yardımcı bir el bulamadıklarında, kolayca anlayabilecekleri bir konsept olan getiriye odaklanmaktadırlar ancak bu durum, risk ve giderler gibi diğer önemli faktörleri gözden kaçırmalarına sebebiyet vermektedir. Morningstar yıldız derecelendirmeleri (reytingleri), fon kalitesine dair, getiriler kadar anlaması kolay sinyaller sağlayarak, yatırımcıların yatırım kararlarını vermelerini kolaylaştırma potansiyeline sahiptir. Profesyonel yatırımcılar da, riske göre düzeltilmiş göreceli getirileri dikkate almaları gerektiğini biliyor olsalar bile, bütün fonlar (portföyler) üzerinde tek tek bu hesaplamaları gerçekleştirmek maliyetlidir. Bu noktada da, profesyonel yatırımcılar, bu yıldız derecelendirmelerini kullanabilmektedirler. Yapılan pek çok araştırma, riske göre düzeltilmiş değerlendirme yapan yöntemlerin, yatırım fonu endüstrisinde en çok kullanılan performans değerlendirme yöntemleri olduğunu göstermektedir.

Derece, temelde, derecelendirme yapan bir performans değerlendirme yönteminin, bir kişinin, bir aracın vs. verdiği bir skordur. Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi, 1984 yılında, o zamanlar bir analist olarak çalışan Joe Mansueto tarafından Chicago merkezli olarak kurulmuş olan Morningstar Şirketi tarafından geliştirilmiştir. Morningstar Şirketi, dünya çapındaki yatırımcılara hizmet sağlayan, yatırım yönetimi ve araştırması, fon, hisse senedi derecelendirme gibi hizmetler sunan, piyasalara, piyasalarda işlem gören şirketlere dair veriler sağlayan ve yatırımcılara doğru ve sağlıklı bir şekilde yatırım kararlarını verebilmeleri için rehberlik eden bir finansal kuruluş konumundadır. Bireysel yatırımcılar, finansal danışmanlar, portföy yöneticileri, emeklilik planları sağlayanlar ve ayrıca kurumsal yatırımcılar için geniş bir yelpazede ürünler ve hizmetler sunmaktadır. Bireysel yatırımcılar mantıklı yatırım kararları verebilmek, finansal danışmanlar ve diğer profesyonellerse verdikleri yatırım kararlarını desteklemek ve analiz etmek ve zamandan tasarruf sağlamak gibi pek çok sebepten Morningstar'dan faydalanmaktadırlar. Günümüzde Morningstar, 27 ülkede toplam 4.820 çalışanıyla faaliyet göstermekte ve 550.000'in üzerinde yatırımcı kapsamaktadır (<http://www.morningstar.com>). 2016 yılında 798.6 milyon dolar konsolide gelir sağlamıştır. Ayrıca 30.06.2017 tarihi itibarıyla

yönettiği varlıkların değeri 200 milyar Doların üzerindedir (http-8). Şirket misyonu, yatırımcıların finansal hedeflerine ulaşmaları için onlara yardımcı olan mükemmel ürünler meydana getirmek olarak açıklanmaktadır. Şirket, 03.05.2005 tarihinde National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ)'ta işlem görmeye başlamıştır (http-9). Şirketin ortaya koyduğu ilk ürün, yaklaşık 400 yatırım fonuyla ilgili performans verilerini, portföy değerlerini ve diğer bilgileri içeren The Mutual Fund Sourcebook'tur (Bolster, Trahan ve Wang, 2016, s. 12). Orijinal Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi, 1985 yılında sunulmuştur (http-10). Morningstar, yatırımcılara, geçmiş performans açısından en iyi fonları saptayabilmek için yardım eden bu yıldız derecelendirmelerini geliştirmiştir. Bu sistem, ortalama bir yatırımcıya, risk ve maliyete göre düzeltilmiş getiri konsepti sunmak amacıyla ortaya konulmuş olup yatırımcılara, yatırım kararlarını vermeleri konusunda yardımcı olmaya çalışan bir gösterge olarak nitelendirilebilmektedir. Kimilerince en yaygın olarak kullanılan ve en etkili performans değerlendirme yöntemlerinden biri olarak addedilebilmektedir. Yatırım fonlarının da, elde ettikleri Morningstar derecelendirmelerini tanıtımlarında kullanıyor olmaları, bu yöneme ek bir görülebilirlik sağlamaktadır. Literatürde bulunan pek çok çalışmada, yatırımcıların Morningstar yıldız derecelerine göre yatırımlarını yönlendirebildiği ortaya konulmuştur. Bu bağlamda, fonlara gerçekleşen nakit girişlerini ve fonlardan nakit çıkışlarını etkileyebilen bir sistem olabilmesinden hareketle, Morningstar ile fon derecelerine (performansına) karşılık yatırımcıların tepkilerini direk olarak gözlemleyebilmek mümkün hale gelebilmektedir.

Morningstar'ın ortaya koyduğu derecelendirme sisteminin basitliği ve tüketicilerin satın almış olduğu diğer bir çok ürünün derecelendirmelerini taklit eden şekli nedeni ile, Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi gerçekten de yatırım fonlarında kabul edilen dilin bir parçası haline gelmiştir (Morey, 2002, s. 56). Sistemde, riski ölçmek için 90 günlük Hazine Bonosunun getirisine göre fonun ortalama performansı değerlendirilmiştir. Eğer fonun getirisi, Hazine Bonosunun getirisini aşıyorsa, fon, riskiz olarak varsayılmıştır. Bu durum, getirilerinde yüksek değişkenlik bulunan fonların, Hazine Bonosundan daha fazla getiri sağladığı sürece Morningstar tarafından düşük riskli ya da risksiz olarak nitelendirilmesine sebebiyet vermiştir. Öte yandan bahse konu sistem, fonları 4 temel varlık sınıfına (yerel hisse senedi fonları, yabancı hisse senedi fonları, vergilendirilebilir bono fonları ve mahalli idareler bono fonları) ayırmaktadır (Simons, 1998, s. 40). Bununla birlikte, fonların yalnızca 4 temel varlık sınıfına ayrılarak

sınıflandırılıyor olması, yatırım stratejileri farklı olan pek çok fonun aynı klasman içerisinde yer almasına yol açmış, en fazla yükselen sektörlerle yatırım yapmış durumda bulunan fonların, genellikle yüksek Morningstar dereceleri almasına neden olmuş yani diğer bir deyişle derecelendirmeler, piyasadaki sektörlerin performansından yoğun bir şekilde etkilenmiştir. Kräussl'a göre, orijinal yıldız derecelendirmesi fon yöneticilerinin üstün yöneticilik yeteneklerine sahip olup olmadığındansa piyasa hareketlerine son derece duyarlı bir konumda bulunmaktadır. (Kräussl, 2007, s. 122).

Morningstar, 1996 yılında, yatırımcıların yatırım fonları arasında ve temel varlık sınıfları içindeki bütün fonlar yerine daha spesifik bir kategori içindeki fonlarla anlamlı kıyaslamalar yapabilmesine yardım eden Morningstar Kategori Sınıflandırmaları (Morningstar Category Classifications)'nı sunmuştur. Bu sınıflandırmalar, en iyi performans gösteren fonların belirlenmesi, potansiyel risklerin değerlendirilmesi ve iyi çeşitlendirilmiş portföylerin oluşturulabilmesi hususlarında yatırımcılara yardımcı olabilmek amaçları doğrultusunda geliştirilmiştir. 4 temel varlık sınıfına dayanan sistem, 1996'daki metodolojiye geliştirmelerin yapıldığı ve esas olarak yatırım fonlarını analiz etmek ve sınıflandırabilmek için bu varlık sınıflarının 48 kategoriyle değiştirildiği Temmuz 2002'ye kadar yürürlükte kalmıştır (Del Guercio ve Tkac, 2008, s. 927). Morningstar, aslında bu kategori sınıflandırmalarını 1996 yılında ortaya koymuştur fakat sınıflandırmalar 2002 yılının ortalarına kadar yıldız derecelendirme metodolojisine entegre edilmemiştir. (Kräussl, 2007, s. 124). Morningstar, 2002'de ayrıca, metodolojisinde kullandığı kayıp riskini (downside risk) daha doğru ölçebilmek için, risk ölçümünü değiştirmiştir. Daha önce belirtilen, 'eğer fonun getirisi risksiz faiz oranını aşıyorsa fon risksizdir' şeklindeki düşünce, fon çok yüksek riske sahip olsa bile fonun risksiz olarak addedilmesine sebebiyet verdiğinden dolayı revizyona uğramış, istikrarlı performansa sahip olanı ödüllendiren ve daha yüksek getirinin iyi olduğunu, daha yüksek riskin bütün koşullar altında kötü olduğunu düşünen bir anlayış getirilmiştir (Kräussl, 2007, s. 125). 2002 yılında getirilen bu anlayış, temelde Beklenen Fayda Teorisi'ne (Expected Utility Theory) dayanmaktadır. Bu bağlamda, yatırımcıların en büyük kaygısı kayıp yaşamaktır lakin yatırımcılar, beklemedikleri ufak bir kazanç bile sağlarsa çok sevinmektedirler yani beklenmeyen bir kazançtan çok, muhtemel kötü sonuçlar (getiriler) ile daha fazla ilgilidirler. Ayrıca, yatırımcılar, beklenen getirilerinin bir kısmını, getirilerdeki daha yüksek kesinliğe karşılık feda etmeye gönüllüdürler. Risk ölçümüne dair revizyonla beraber güçlü kısa dönem performansının fonun doğal riskini maskeleye

olasılığını düşürülmüş ve yüksek riske sahip fonların yüksek dereceler alması daha zor hale gelmiştir (Kräussl, 2007, s. 128). Ağustos 2009 tarihi itibarıyla ise kategori sayısı 48'den 81'e ulaşmıştır (Haslem, 2014, s. 27)

Morningstar'ın Yıldız Derecelendirme Sistemi'nin doğası gereği ve derecelendirmelerin düşük maliyetlerle kolay ulaşılabilirliği, derece değişikliğinin, yatırımcılar tarafından kolayca gözlemlenebilir bir kalite sinyali olduğunu göstermektedir. Belirtildiği gibi Morningstar derecelendirmeleri, kolayca ulaşılabilir ve tıpkı otellere ya da restoranlara verilen yıldızlar gibi bir anlayışa sahip olduğundan anlaşılması kolay bir yapıdadır. Etkili ve verimli bir araç olabilmesi için sık sık güncellenmektedir. Yıldız derecelendirmeleri, aylık olarak tekrar hesaplanmakta ve ay bittikten sonraki üç iş günü içerisinde Morningstar'ın internet sitesinden derecelendirmelere ulaşılabilir (Del Guercio ve Tkac, 2008, s. 912).

Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi ile alakalı olarak belirtilmesi gereken hususlardan bir tanesi, sistemin geleceğe dair performansı garanti etmemekle beraber, kesin bir çözüm de olmadığı fakat başarı şansını artıran yardımcı bir araç olarak nitelendirilebileceğinin unutulmaması gerekliliğidir. Daha ziyade yatırımcılar tarafından yapılacak fon seçiminde bir başlangıç noktası olarak kullanılması daha sağlıklı olabilecektir. Sonrasında da alternatifleri elimine etmek, fonları birbirinden ayırmak adına kullanılması mümkün olabilecektir. Yıldız dereceleri alım ya da satım sinyalleri olarak düşünülmemelidir. Morningstar'ın ortaya koymuş olduğu yıldız derecelendirmelerini, geleceğin bir göstergesiymiş gibi ya da yatırım yapılması gereken fonları gösteren bir yöntemmiş gibi değerlendirmektense, geçmişin bir özeti ya da raporu şeklinde düşünmek daha makul bir durum olarak karşılanabilecektir. Lakin Franecki, yine de yüksek yıldız dereceleri almış fonların yatırımcılardan en fazla nakit akışı sağlayan fonlar olduğunu, Boston Finansal Araştırma Şirketi (Financial Research Corporation of Boston)'ne göre son yıl 4 ve 5 yıldız almış olan fonlara 223.6 milyar dolarlık net nakit girişi olduğunu, 3 ya da daha az yıldız fonlardan ise 132 milyar dolarlık net nakit çıkışı olduğunu belirtmiştir (Franecki, 2000).

Herhangi bir fonun Morningstar yıldız derecesi alabilmesi için, en az 3 yıl boyunca kesintisiz veriye sahip olması gerekmektedir. 3 yıldan daha az veriye sahip olan fonların derecelendirilmesi söz konusu olmamaktadır. Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi, esasında fonun emsal (peer) kategorisine göre hem getiri hem riske ilişkin geçmiş performansına dayalı bir sistem olup tam anlamıyla nicel bir

değerlendirme sistemidir. Fon yöneticileri, fonun yatırım stratejisi, kullanılan yatırım süreçleri gibi nitel faktörleri kapsamı içine almamaktadır.

Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'nin kolay ulaşılabilirlik, kolay anlaşılabilirlik ve uygulanabilirlik gibi pek çok avantajının olmasının yanı sıra, yapılan ve yapılmaya da devam eden revizyonlara rağmen halen defoları ya da diğer deyişle eksiklikleri bulunmaktadır. Yapılan pek çok çalışmada ortaya konulduğu gibi, sistem, gerek kullanılan metodolojideki ağırlıklandırma ve yuvarlama sistemi, gerek fon kategorilerinin doğru ve sağlam bir şekilde tespit edilememesi, gerekse fon büyüklüklerin farklılığı vb. gibi bazı durumlardan ötürü yaş yanlılığı, hayatta kalma yanlılığı gibi problemlerle karşılaşabilmektedir. Bu noktada fonların kategorizasyonu önemli noktalardan biri durumunda bulunmaktadır. Fonların nasıl kategorize edildiğine göre fon performanslarının değişmesi söz konusu olabilmektedir. Bununla beraber yaşlı fonları genç fonlara göre daha uzun bir zaman dilimi için değerlendiriyor ve bir anlamda elma ile armutu mukayese ediyor olması nedeniyle belirtildiği üzere yaş yanlılığı gibi durumlar meydana gelebilmektedir. Öte yandan sistem, yönetici değişikliklerini dikkate almaması nedeniyle de eleştirilmektedir. İyi ve istikrarlı bir performansa sahip yönetici şirketten ayrılırsa yahut emekli olursa, sonrasında fona yeni bir yönetici atanmış olmasına rağmen, fon yıldız derecesini korumayı sürdürmektedir. Bu çerçevede, daha az yetenekli yeni yönetici potansiyel olarak önceki yöneticinin performansının arkasına yıllarca saklanabilmektedir ([http-11](http://11)). Bir diğer eleştiri ise, fonları yalnızca emsal (peer) yani kendilerine eş fonlarla karşılaştırdığı için, bir fonun diğer kategoriler karşısında nasıl performans gösterdiğini belirtmemesidir. Örneğin, bir kategorideki yüksek dereceli fon diğer kategorideki düşük dereceli fondan daha kötü performans gösterebilmektedir. Ek olarak, yıldız dereceleri belirlenirken, son yıllara fazlasıyla önem veriliyor olması, yüksek dereceler alan fonların sonuç olarak ateşi düştüğünde derecelerinin düşmesine de yol açabilecektir ancak bahse konu yıldız derecelendirme sistemi olmasaydı da yatırımcıların yine aslan payını en son dönemde en yüksek performans gösterenlere vermesi muhtemel olabilecektir çünkü genel olarak yakın geçmişteki performansı takip etme durumundan söz edilebilmektedir. Diğer bir husus ise, fonların türünün zaman içerisinde stabil olmama ihtimalidir. Fonların yönetim yapıları, yatırım stratejileri değişiklik gösterebilir fakat yıldız dereceleri önceden belli olan bir metodolojiye göre belirlendiği için, düşük kaliteli bir fonun bile sırf diğerlerinden daha az kötü olduğu için 5 yıldız alabilme durumu meydana gelebilecektir. Bu noktada, yıldız derecelerinin nasıl verileceğinin önceden

belirlenmemesi bir çözüm önerisi olarak ortaya atılabilmektedir. Yanı sıra hiç bir fon geçmiş performansı gelecekte de tekrar edeceğini temin edemediğinden yüksek giderlere sahip fonlar cezalandırılıp düşük giderlere sahip fonlar ödüllendirilirse daha doğru bir değerlendirme yapılabilmesi olasılığının var olması söz konusu olabilmektedir.

Morningstar'ın, Yıldız Derecelendirme Sistemi'nden başka, Morningstar Analistleri tarafından gerçekleştirilen, analistlerin fonları beş anahtar özelliklerine göre değerlendirip sonrasında dereceler verdiği ve fonların ileriye dönük özet ifadeleri biçiminde tanımlanabilecek Analist Derecelendirmesi (Analyst Rating) ve yine beş belirleyici faktöre göre fonları derecelendiren Yöneticilik Derecelendirmesi (Stewardship Grade) ile Sürdürülebilirlik Derecelendirmesi (Sustainability Rating) gibi, fonları değerlendiren sistemleri de bulunmaktadır ([http-12](http://12)).

Morningstar tarafından öne sürülen yıldız derecelendirmelerine ilişkin literatüre bakıldığında, Blume 1998 yılında gerçekleştirmiş olduğu çalışmasında, Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemini ele almış ve derecelendirmelerin nasıl yapıldığını, nasıl hesaplandığını ve hesaplama yönteminin fon derecesine nasıl etki edebildiğini araştırmıştır. Genç fonların, 1 ya da 5 yıldız alma ihtimallerinin yaşlı fonlara göre daha fazla olduğunu ve genç fonların daha kolayca 1 yıldız veya 5 yıldız alabildiğini belirtmiştir. Diğer taraftan, komisyon vb. ücretler yüklemeyen 'no-load' fonların, bu ücretleri barındıran 'load' fonlara göre, daha yüksek derece alma eğiliminde olduklarını gözlemlemiştir. Ayrıca Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'nin, değerlendirme yapılırken belirlenen fon kategorilerine (gruplarına) fazlasıyla duyarlı olduğunu saptamıştır (Blume, 1998, s. 19-27).

Simons (1998), araştırmasında 3.308 fonun performansını Sharpe Oranı ve Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'ne göre değerlendirmiş ve bu iki yönteme göre elde ettiği sonuçları karşılaştırmıştır. 1995 - 1997 periyodunu esas alan Simons, hem hisse senedi hem de tahvil fonları için bu iki yöntem arasında sürpriz bir şekilde iyi bir uyum olduğunu yani yöntemlerin sağladığı sonuçların birbirine yakın çıktığını söylemiştir (Simons, 1998, s. 33-48).

Loviscek ve Jordan (2000), bireysel yatırımcıların, Morningstar tarafından 5 yıldız verilmiş hisse senedi fonlarının bileşiminde bulunan hisse senetlerinden seçim yaparak, piyasaya göre üstün performans sergileyen portföyler oluşturup oluşturamayacaklarını test etmişlerdir. Portföyleri oluşturmak için Modern Portföy

Teorisi'ni kullanmışlardır. Sonuç olarak, meydana getirilen portföylerin 1990'lar için gösterge endekse göre daha iyi performans gösterme eğiliminde olmalarına rağmen, elde edilen kanıtların bahsedilen hisse senedi seçme stratejisini bireysel yatırımcılara tavsiye edebilmek için yeterince güçlü olmadığını ifade etmişlerdir (Loviscek ve Jordan, 2000, s. 145-157).

Blake ve Morey, 2000 yılındaki çalışmalarında, yatırım fonlarının performansını tahmin etme yönünden Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'ni incelemişlerdir. Aynı zamanda sistemin tahmin yeteneğini diğer tahminleyicilerle mukayese etmişlerdir. Sonuçların, elde ettikleri bulguların farklı örneklemeler, performans değerlendirme yöntemleri, yaş grupları ve fon türleri için güçlü olduğunu işaret ettiğini ifade etmişlerdir. Morningstar'dan alınan düşük yıldız derecesinin, genellikle göreceli olarak düşük gelecek performansı gösterdiğini ve Morningstar'ın en yüksek yıldız derecesini (5 yıldız) verdiği fonların yükseğe yakın (4 yıldız) ve orta dereceli (3 yıldız) olarak derecelendirilmiş fonlardan daha iyi performans ortaya koyduğuna dair ufak istatistiksel kanıt bulduklarını bildirmişlerdir. Morningstar'ın genellikle üstün fon performansını tahmin edemediğini ancak düşük performans gösteren fonlar için ufak bir tahmin gücüne sahip olduğunu vurgulamışlardır. Mamafih, Morningstar Yıldız Derecelerinin fonların gelecekteki performansı tahmin etme hususunda, alternatif tahminleyicilerden taş çatlasa çok ufak bir miktar iyi olabildiğini nakletmişlerdir (Blake ve Morey, 2000, s. 451-483).

Morey ve Vinod (2002), Morningstar'ın sunduğu derecelendirme sistemindeki tahmin riskini (estimation risk) incelemişlerdir. 1.281 adet fonu araştırmışlardır. Neticesinde, Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'nin fonları yaş farklılıklarına rağmen derecelendirdiği için, genç fonların derecelerinin dayandığı tahminlerin, yaşlı fonların derecelerinin dayandığı tahminlerden önemli ölçüde daha yüksek tahmin riskine sahip olduğu bir durum yarattığını bulmuşlardır. Bunun sonucunda, yatırımcıların, genç fonların derecelerinin gerçekten tahmin edildiğine biraz daha az güvenebildiğini ifade etmişlerdir (Morey ve Vinod, 2002, s. 67-75).

Morey (2002), Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'ndeki yaş yanlılığını (age bias) ve son derece ilgi gören bu yöntemin yatırımcılara berrak ve sağlıklı bir tablo sunup sunmadığını incelemiştir. Bir anlamda, 'farklı yaşlardaki fonlar benzer performanslar sergilemelerine rağmen farklı Morningstar dereceleri alabilir mi?' sorusuna yanıt aramıştır. Sonuç olarak yaşlı fonların ortalama yıldız derecelerinin, istikrarlı olarak ve bazı durumlarda önemli ölçüde, orta yaşlı ve genç fonların ortalama

yıldız derecelerinden yüksek olduğunu bulmuştur. Bu durumun Morningstar'ın yıldız derecelerini hesaplamak için kullandığı metodolojiden kaynaklandığını söylemiştir. Yaşlı (10 yıl ve üstü) ve orta yaşlı (5-10 yıl arası) fonların 3 yıllık yıldız derecelerindeki artış ya da düşüşün nihai yıldız derecesi üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını fakat genç (5 yıldan az) fonların nihai yıldız derecelerinin arttığını ya düşüğünü yani genç fonların nihai yıldız derecelerine etki ettiğini tespit etmiştir. Yanı sıra, yaşlı fonların 3 yıllık ve 5 yıllık yıldız derecelerindeki artış ya da düşüşün nihai yıldız derecelerini arttığını ya da değiştirmedini lakin orta yaşlı fonlar için 3 yıllık ve 5 yıllık yıldız derecelerindeki artış ya da düşüşün nihai yıldız derecelerini arttığını ya da düşürdüğünü belirtmiştir. Yaşlı fonların Morningstar'ın ağırlıklandırma ve yuvarlama (ondalık değer 0.5 ve üstünde ise yukarı, 0.4 ve altında ise aşağı) sisteminden dolayı sistematik olarak daha yüksek yıldız dereceleri aldıklarını saptamıştır. Eğer yıldız dereceleri fon akışlarını etkiliyorsa, o zaman bu yaş yanlılığının yatırım fonu endüstrisi ve yatırımcılar için önem arz ettiğini vurgulamıştır (Morey, 2002, s. 56-63).

Adkisson ve Fraser, yıldız derecelendirmelerinde potansiyel yaş yanlılığının bulunduğunu ve bunun sonuçlara etki ettiğini söylemişlerdir. Bu yaş yanlılığının üç kaynağı ya da unsurunun mevcut olduğunu belirtmişlerdir. Bunlardan birincisinin, Morningstar'ın ağırlıklandırma sistemi olduğunu, esasen fonların son 3 yıllık aylık bazdaki getirilerinin, fonların toplam derecelendirmesini belirlemek için çok önemli durumda bulunduğunu fakat bu getiri setinin fon yaşına bağlı olarak belirli bir ağırlık alabildiğini vurgulamışlardır. Yaşlı fonların, hem 1 yıldız alma, hem de 5 yıldız alma ihtimallerinin diğer fonlardan daha az olduğunu da belirtmişlerdir. İkinci unsurun, değerlendirme periyodu boyunca hakim olan piyasa şartları ile alakalı olduğunu ve boğa piyasasının en zayıf fonları bile cazip hale getirebileceğini ve ayı piyasasının en güçlü fonları bile çekici olmayan bir hale büründürebileceğini ifade etmişlerdir. Dolayısıyla, bir fonun toplam yıldız derecelendirmesi çoğunlukla boğa piyasasının getirilerini yansıtırken, bir diğer fonun toplam derecelendirmesi hem boğa hem ayı piyasasının getirilerini yansıtıyorsa, fonları karşılaştırmanın zor olduğunu, bu yüzden Morningstar'ın fon performanslarını, bir örnek piyasa koşulları altında karşılaştırması gerektiğini dile getirmişlerdir. Üçüncü unsurun ise, fon yaşı ve fon büyüklüğü arasındaki ilişkiden meydana geldiğini, genç fonların yaşlı fonlardan daha küçük olma eğiliminde bulunduğunu ve bu hususun genç fonların getiri ve derecelendirmelerini manipülasyona karşı daha elverişli duruma getirdiğini işaret etmişlerdir. Küçük fonların daha şanslı hisse

senedi seçimleri ile tüm fon performansını artırabileceğini, bu gibi durumların fonun daha yüksek yıldız derecelendirmesi elde etmesini sağlayabileceğini nakletmişlerdir. Yaşlı fonların zaman ilerledikçe büyüme eğilime gösterdiklerini ve bu sebepten yaşlı fonların yapılarında genç fonlardan daha fazla hisse senedi barındırma ve daha zor manipüle edilme durumlarının söz konusu olduğunu ifade etmişlerdir (Adkisson ve Fraser, 2003, s. 24-27).

Chiang, Kozhevnikov ve Wisen, 2005 yılında ortaya koymuş oldukları çalışmalarında, Morningstar'ın ortaya koyduğu derecelendirme sistemi ile diğer yöntemlerden elde edilen sıralamaları karşılaştırmayı hedeflemişlerdir. 1.730 fonun Ocak 1992 - Aralık 2001 verilerini kullanmışlardır. Nihayetinde, 5 yıllık bir dönem için yöntemler arasında sıralama özellikleri bakımından belirli derecede bir benzerlik bulunduğunu fakat 10 yıllık dönem esas alındığında seçilen performans değerlendirme yönteminin kritik bir konuma geldiğini söylemişlerdir. Fon büyüklüğü ya da gider oranlarının, yöntemlere göre sıralamalarda meydana gelen farklılıkların önemli derecede belirleyici faktörleri olduklarına dair herhangi bir kanıt elde etmediklerini belirtmişlerdir. Bununla birlikte, yaptıkları çalışmanın Morningstar'ın uyarısının önemini vurguladığını ve Morningstar derecelerinin, fon seçimi için tek kriter olarak kullanılmaması gerektiğini aktarmışlardır (Chiang, Kozhevnikov ve Wisen, 2005, s. 90-98).

Casarin ve diğ. (2005), Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'nin kapsamlı bir analizini gerçekleştirmişlerdir. Ayrıca sözü geçen sistem ile Sharpe, Sortino, Değerleme ve Treynor Oranları'nı İtalya'da bulunan hisse senedi yatırım fonları üzerinden Spearman Sıra Korelasyon Testi vasıtası ile karşılaştırmış, yanı sıra devamlılık analizi de yapmışlardır. 1997 - 2000 periyodunun verilerini ele almışlardır. 71 fonu çalışma kapsamına dahil etmişlerdir. Morningstar'ın ortaya koyduğu sistemin, Sharpe, Sortino ve Treynor Oranları ile yüksek korelasyona sahip olduğunu fakat Değerleme Oranı ile zayıf bir korelasyon ilişkisi gösterdiğini bulmuşlardır. Gerçekleştirmiş bulundukları çalışmanın, Avrupa'da yapılmış olan ve İtalyan yatırım fonlarının zayıf performans devamlılığı gösterdiğini öne süren diğer çalışmalardan farklılaştığını ve Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'nin güçlü bir devamlılığı işaret ettiğini aktarmışlardır (Casarin vd., 2005, s. 297-308).

Morey (2005), Morningtar tarafından verilen 5 yıldız derecesinin, fonun gelecek performansı, stratejisi, giderleri vb. üzerindeki etkilerini araştırmıştır. 273 fonun Temmuz 1993 - 2001 dönemi verilerini baz almıştır. Nihayetinde, fonun ilk 5 yıldız derecesini

aldıktan sonraki üç yıl boyunca fon performansının ciddi biçimde düştüğünü ortaya koymuştur. Ayrıca ilk 5 yıldız derecesini aldıktan sonra fonların risk seviyelerinin (hem standart sapma hem beta katsayıları) yükseldiğini söylemiştir. Giderlerin ise ilk 5 yıldız derecesinin alınmasının ardından hafifçe azaldığını ve fonların 5 yıldız aldıktan sonra fon bileşimini bir dereceye kadar değiştirdiklerini, yatırımcıların söz edilen 5 yıldız derecesinin gelecek üç yıl performansı için bir sinyal olarak kullanılması konusunda dikkatli olmaları gerektiğini aktarmıştır (Morey, 2005, s. 1-17).

Gerrans (2006), Morningstar Şirketi yaptıkları derecelendirmelerde her ne kadar geleceği tahmin etme gibi bir iddia da bulunmuyor olsa da, Morningstar yıldız derecelendirmeleri ile Avustralya'daki yatırım fonlarının gelecek performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Morningstar derecelendirmelerinin, tıpkı Amerika'da olduğu gibi, Avustralya'da da gazetelerde, internet sayfalarında yüksek ilgi gördüğünü belirtmiştir. 5.200 fonun verilerini, 1996 - 2001 dönemi için analiz etmiştir. Neticele bakıldığında, Morningstar dereceleri ile diğer dört performans değerlendirme yöntemi (ham getiriler, Sharpe Oranı, Jensen Oranı ve Fama-French Üç Faktör Modeli'nden yola çıkarak türetilen dört faktörlü model) arasında pozitif bir ilişki bulamamıştır. İki yıldız alan fonların, devamındaki performanslarının beş yıldız alan fonlarınkinden daha düşük olduğunu, genel olarak ifade edilirse beş yıldız alan fonların, devamında, daha düşük yıldız alan fonlardan daha kötü performans sergileyeceği yönündeki görüşü destekleyecek kanıt bulamadığını ortaya koymuştur. Eğer göreceli performans kalitenin bir unsuruysa bile, derecelendirmelerin bunlarla pozitif ilişkili olduğuna dair bir kanıt sağlamadığını belirtmiştir. Sonuçların, derecelendirmelerdeki tahmin gücünü desteklemediğini ifade etmiştir (Gerrans, 2006, s. 605-628).

Morey ve Gottesman (2006), Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'nin gelecekteki fon performansını ne derece başarılı bir şekilde tahmin edebildiğini irdelemişlerdir. 3.886 fonu ele almışlardır. Sonucunda, 2002 yılında revizyona uğramış Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'nin gelecekteki fon performansını en azından ilk 3 yıl için doğru bir şekilde tahmin edebildiğini belirlemişlerdir. 30.06.2002 tarihi itibarı ile 5 yıldızla sahip olan fonların sonraki üç yıl süresince diğer fonlardan daha iyi performans gösterdiğini belirtmişlerdir. 4 yıldız almış olan fonların, 3, 2 ve 1 yıldız almış olan fonlardan önemli ölçüde yüksek ortalama performansa sahip bulunduklarını, bununla birlikte 3 yıldız alan fonların, 2 ve 1 yıldız alan, 2 yıldız alan fonların da 1 yıldız alan fonlardan daha üstün performans değerlerine sahip olduklarını tespit etmişlerdir.

Genel olarak konuşulursa, daha yüksek derecelenmiş fonların, çoğunlukla, daha düşük derecelenmiş fonlardan önemli ölçüde daha üstün performans sahibi olduklarını ortaya çıkarmışlardır (Morey ve Gottesman, 2006, s. 1-25).

Knuutila, Puttonen ve Smythe (2007), verilen yıldız derecelendirmelerinin Amerika dışındaki bir piyasada nasıl bir etkiye sahip olduğunu araştırmışlardır. Bunun için Finlandiya'daki yatırım fonları (111 adet) üzerine çalışmışlardır. Sonuç olarak bankalar tarafından yönetilen Finlandiya'daki fonların nakit akış yapılarının, Amerika piyasasındaki nakit akış yapılarından önemli ölçüde farklılaştığını belirlemişlerdir. Diğer taraftan bankalar tarafından yönetilmeyen fonların, nakit akışlarını, Amerika piyasasındakine benzer bir tarzda olduğunu ve pozitif bir performans - nakit akışı ilişkisinin var olduğunu söylemişlerdir. Bankalarca yönetilen fonların ise yıldız derecelendirmeleri ve nakit akışları arasında aynı ilişkiyi sergilemediğini ifade etmişlerdir. Bankalar tarafından yönetilmeyen fonların, bankalar tarafından yönetilen fonlara göre en iyi performans gösterenler göz önüne alındığında daha iyi bir performansa sahip durumda bulunduğunu aktarmışlardır. Bununla birlikte, Finlandiya'daki 5 yıldız almış fonların, Amerika'dakilere kıyasla daha az nakit akışı çektiğini ve Finlandiya'da 5 yıldız derecelendirmesinin Amerika'daki kadar fazla bir şekilde dikkate alınmadığını vurgulamışlardır (Knuutila, Puttonen ve Smythe, 2007, s. 88-96).

Faff, Parwada ve Poh (2007), Avustralya'daki yatırım fonlarının Morningstar tarafından sağlanan derecelerinin bilgi içeriğini açığa çıkarmak istemişlerdir. Hipotezlerini, fonların, yatırımcılara fon seçim kararlarını vermeleri için faydalı ve fon derecelerine cevap olarak gözlemlenebilir nakit akışını tetikleyen bilgiler içerdiği düşüncesine dayandırmışlardır. Ocak 1998 - Mayıs 2004 döneminde 71 yatırım fonunu dikkate almışlardır. Nihayetinde, derece değişikliklerinin önemi olduğunu, yatırımcıların dereceleri yükseltile fonlara akın ettiğini fakat dereceleri düşürülen fonları yatırımlarını bu fonlardan çekmek suretiyle cezalandırdıklarını belirtmişlerdir. Ayrıca derece değişikliklerinin bilhassa derece düşürümlerinin yatırımcılar tarafından önceden tahmin edildiğini (sezildiğini), yatırımcı reaksiyonlarının, derece değişikliğinin olduğu ay yaklaştıkça daha odaklanmış olduğunu, bu durumun derece artırımları için derece düşürümlerinden daha yoğun gerçekleştiğini ve önemli derecedeki nakit akışlarının derece düşürümleri için daha uzun süre devam ettiğini söylemişlerdir. Öte yandan fon derecelerinin nakit akışlarını etkilediğini, yanı sıra nakit akışlarının da fonun

performansını, sonrasında ise fon derecesini etkilediğini belirtmişlerdir (Faff, Parwada ve Poh, 2007, s. 1528-1547).

Del Guercio ve Tkac (2008), Morningstar yıldız derecelerinin, fonlara gerçekleşen nakit akışları üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Fon akışları üzerindeki Morningstar yıldız derecelerinin etkilerini, diğer etkilere izole edebilmek için, 3.388 yatırım fonu üzerinde Kasım 1996 - Ekim 1999 dönemini baz alarak ‘Event-Study’ yöntemlerini uygulamışlardır. İkili, zaman serileri yaklaşımının, yatırımcıların karar verme davranışlarına ilişkin yeni bakış açıları sağladığını çünkü fon kalitesinde (derecesinde) meydana gelen bir değişime, yatırımcının nasıl ve ne çabuklukta cevap vereceğinin daha iyi gözlemlenebildiğini söylemişlerdir. Elde ettikleri sonuçların, iyi bir Morningstar derecesi almanın, bazı fonların ömürleri için önemli bir olay olduğunu gösterdiğini ifade etmişlerdir. Daha önce derecelenmemiş fonlara, 5 yıldız aldıktan sonraki altı ay boyunca, beklenenden %53 daha fazla nakit akışı gerçekleştiğini ancak bu güçlü pozitif nakit akışının 5 yıldız alan fonlara has bir durum olduğunu tespit etmişlerdir. 1,2,3 ve 4 yıldız derecelendirmelerinin pozitif nakit akışı yaratmadığını eklemişlerdir. Yatırımcıların, fon derecesindeki değişiklikleri, fon kalitesine ilişkin değerli yeni bir bilgi olarak algıladıklarını ve meydana gelen derece arttırmalarına pozitif, derece düşürümlerine ise negatif tepkiler verdiklerini saptamışlardır. 4 yıldızdan 5 yıldız yükseltimlenin, yükseltmeyi takip eden altı ay içinde nakit akışı üzerinde en yüksek etkiye sahip olduğunu ancak 5 yıldızdan 4 yıldız düşürülmenin nakit akışı üzerinde kıyasla daha düşük bir tepkiye sebep olduğunu vurgulamışlardır. Bu durumun, yatırımcıların 5 yıldız ulaşan fonları cömertçe ödüllendirdiklerini, fakat yalnızca performans 3 yıldız düştüğünde cezalandırdıklarını öne sürdüğünü belirtmişlerdir. Morningstar’ın, yatırımcıları nakitlerini tahsis etme hususunda etki altında bıraktığını ve yatırımcıların yıldız derecelerini kullanmak suretiyle Morningstar’ın tavsiyelerine göre yatırımlarını yönlendirebildiğini vurgulamışlardır. Morningstar, fon derecesinde değişiklik yaptıktan sonra, aynı aylık zaman diliminde yatırımcı tepkilerinin gözlemlenebilir olduğunu aktarmışlardır (Del Guercio ve Tkac, 2008, s. 907-936).

Antypas ve diğ. (2009), Morningstar Derecelendirme Sistemi’ni değerlendirmişlerdir. Yüksek Morningstar dereceli fonları alarak oluşturulan portföylerin, düşük Morningstar dereceli fonlardan oluşturulan portföylere göre sürekli olarak daha iyi performans sergileyip sergilemediğini irdelemişlerdir. 1.511 fonu değerlendirme kapsamına almışlardır. Daha iyi performans gösteren 3, 4, ve 5 yıldız almış

fonların, piyasa zamanlaması kabiliyetinden üstün seçicilik kabiliyeti gösterdiklerini ve Morningstar Derecelendirme Sistemi'nin iyi performans gösteren fonları belirlemek yerine, kötü performans gösteren fonları tespit etmek konusunda en efektif yöntem olduğunu ortaya koymuşlardır. 1 yıldız ve 2 yıldız alan fonların, gerçekten de gelecekte kötü bir performans gösterdiğini ancak yüksek dereceler alan fonların, düşük ya da orta dereceler alan fonlara kıyasla gelecekte daha iyi performans göstermeleri durumunun net olmadığını belirtmişlerdir. Bu sebeptendir ki, sistemin 1 yıldız ve 2 yıldız alan fonlardan kaçınmak için bir rehber olarak kullanılabileceğini lakin 3, 4 ve 5 yıldız almış fonlar arasında bir ayırım yapabilmenin gerçekten zor olduğunu aktarmışlardır. Ayrıca daha yüksek Morningstar derecesinin, daha yüksek getirilere sahip olma durumuyla bağlantılı bulunduğunu da vurgulamışlardır (Antypas vd., 2009, s. 1-25).

Apak ve Taşçıyan (2009), Türkiye'deki emeklilik yatırım fonlarının performansını Ocak 2004 - Aralık 2008 dönemi için ele almışlardır. 60 adet fonu, Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi ile incelemişlerdir. Sonuç olarak, değerlendirilen fonların pek de etkin bir yönetime sahip olmadığını, çoğunun negatif Morningstar puanları elde ettiklerini bulmuşlardır. Fon grupları bazında en iyi performansı Kamu Borçlanma Fonları'nın, en kötü performansı ise uluslararası ve dövizde endeksli fonların gösterdiğini tespit etmişlerdir. Tüm fonlara bakıldığında, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu'nun en iyi dereceye, Avivasa Emeklilik ve Hayat Gelir Amaçlı Uluslararası Karma Emeklilik Yatırım Fonu'nu ise en kötü dereceye sahip olduğunu söylemişlerdir (Apak ve Taşçıyan, 2009, s. 80-91).

Kaur ve Liu (2010), Kanada'daki hisse senedi yatırım fonlarının gelecek performansı için Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'nin tahmin edebilirliğini, Sharpe Oranı, Jensen Oranı ve öne sürdükleri Fama-French Üç Faktör Modeli'ne benzer bir modele Kukla Değişkenli Regresyon Modeli'ni uygulayarak analiz etmişlerdir. Mayıs 2004 - Nisan 2009 arasını analiz dönemi olarak belirlemişlerdir. Sonuçların, Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'nin, Kanadalı yatırım fonlarının gelecek performansını tahmin edebildiğini gösterdiğini vurgulamışlardır. Özellikle yüksek derecelenmiş fonların, düşük derecelenmiş fonlardan önemli derecede daha iyi performans sergilediğini belirtmişlerdir. Sharpe Oranı kullanılarak gerçekleştirilen Kukla Değişkenli Regresyon Modeli Analizi'nin, yüksek derecelenmiş fonların her zaman düşük derecelenmiş fonlardan daha iyi performans gösterebildiğine dair zayıf kanıtlar sunabildiğini

belirtmişlerdir. Ancak 3 yıldızdan daha düşük derece almış fonların, 4 ve 5 yıldız almış fonlardan daha kötü performans sergilediğini öne sürebilecek daha fazla kanıt bulunduğunu ifade etmişlerdir. Bu sonucun, farklı zaman periyotları için görece daha sağlam olduğunu vurgulamışlardır. Jensen Oranı ile yapılan Kukla Değişkenli Regresyon Modeli analizi neticelerinin, 5 yıldız almış fonların daha düşük yıldız almış fonlardan daha iyi performans sergileyebildiğini ancak bunun stabil olmadığını ortaya çıkardığını söylemişlerdir. Ayrıca, düşük dereceli fonların daha da kötü performans göstermeye eğilimli olduklarını ve öne sürdükleri Fama-French Üç Faktör Modeli'ne benzeyen modelin de benzer sonuçları sağladığını aktarmışlardır. Yıldız derecelendirmelerinin, gelecekte muhtemelen kötü performans göstermeye devam edecek olan kalitesiz fonları saptamak için yatırımcılara yardımcı olabileceğini çünkü yıldız derecelendirmelerinin özellikle kötü performans gösteren ya da düşük derecelenmiş fonlar için gelecek performansa dair belirli seviyede bir tahmin gücü olduğunu fakat gelecekte istikrarlı olarak üstün performans gösterebilecek fonları tespit edebilecek gibi görünmediğini nakletmişlerdir (Kaur ve Liu, 2010, s. 1-29).

Füss ve diğ. (2010), Alman yatırımcıların, derecelendirmeleri, fonların gelecekteki kalitesini değerlendirebilmek için kullanıp kullanmadıklarını ve bundan dolayı yüksek meblağları yüksek derece almış fonlara aktarıp aktarmadıklarını incelemişlerdir. Ayrıca, Alman fonların derecelerinin, fonlar arasındaki kalite farklılıklarını ne derecede saptayabildiğini araştırmışlardır. Mayıs 2004 - Nisan 2009 dönemini çalışma dönemi şeklinde belirlemişler ve 2.253 fonu incelemişlerdir. Morningstar yıldız derecelerinin, yüksek performans gösteren fonlar ile orta seviyede performans gösteren fonları pek ayırt edemediğini ancak çok düşük performans sergileyen fonları belirleyebilmek için sınırlı bir kabiliyetinin olduğunu vurgulamışlardır. Yanı sıra, 1, 2 ve 4 yıldız almış olan fonların aylık ortalama net nakit girişlerine ulaştığını fakat 3 ve 5 yıldız almış olan fonlardan aylık bazda nakit çıkışlarının yaşandığını tespit etmişlerdir. Piyasanın ayı piyasası ve boğa piyasası konumunda bulunmasına göre yatırımcı davranışlarının değiştiğini ve ayı piyasası hakimken bütün fonlardan nakit çıkışı yaşandığını ve boğa piyasası hakimken nakit girişlerinin meydana geldiğini ortaya koymuşlardır. Genel olarak derece düşürümlerine çok önemli derecede olmasa da fondan nakit çıkışları ile cevap verildiğini lakin 5 yıldızdan 4 yıldıza düşürülen fonlara nakit girişi olduğunu belirtmişlerdir. 3 yıldızdan 4 yıldıza ve 4 yıldızdan 5 yıldıza yükseltilen fonlara önemli derecede nakit akışı var olduğunu, Alman yatırımcıların yüksek dereceleri

yeni bir bilgi olarak algıladıklarını ve 5 yıldız aldıktan sonra bu fonlara daha fazla meblağ aktararak ona göre hareket ettiklerini öne sürmüşlerdir. Yatırımcıların derece artırımlarına anında, derece düşürümlerine ise gecikmeli olarak tepki verdiklerini bulmuşlardır. Geniş çerçevede bakıldığında Alman yatırımcıların, esasen geçmiş performans değerlendirmesi olan derecelendirmeleri, gelecek performansın tahminleyicileri olarak algılamayabildiklerini ve yatırım kararlarını verirken derecelendirmeleri daha az dikkate alabildiklerini nakletmişlerdir (Füss vd., 2010, s. 75-90).

Sah, Tidwell ve Ziobrowski (2011), gayrimenkul yatırım fonlarının gelecek göreceli performansına ilişkin Morningstar derecelerinin tahmin kabiliyetini ve aynı zamanda derecelendirme sisteminin devamlılığını araştırmışlardır. 119 fon için, 2003 - 2007 periyodunu araştırma dönemi olarak belirlemişlerdir. Morningstar'ın, değerlendirme aylık ortalama ham getiriler üzerinden yapıldığında, gayrimenkul yatırım fonlarının göreceli performansını tahmin ettiğine dair bazı zayıf kanıtlar elde ettiklerini ancak getirilerin Fama-French Üç Faktör Modeli kullanılarak düzeltilindiğinde Morningstar derecelendirmelerinin gayrimenkul yatırım fonlarının gelecek performansına ilişkin güvenilir bir rehberlik sağlayabildiğine dair herhangi bir kanıt bulamadıklarını aktarmışlardır. 1 yıldız ve 2 yıldız alan fonların kısa vadede düşük performans gösterdikleri fakat uzun vadede tersine dönen bir performans durumu olduğu ile ilgili küçük kanıtlar ortaya koyabilmışlardır. Şüphesiz, pek çok yatırımcının ve finansal danışmanın, gelecekte fon seçme konusunda yıldız derecelerine güvenmeye devam edeceklerini lakin 4 ve 5 yıldız almış olan gayrimenkul yatırım fonlarına önemli derecede artarak gerçekleşen nakit akışlarının performans perspektifinden rasyonel olmayabileceğini ve sadece başka bir tür getiri takip etme davranışı olabileceğini söylemişlerdir (Sah, Tidwell ve Ziobrowski, 2011, s. 249-267).

Lisi ve Caporin, 2012 yılında gerçekleştirmiş oldukları araştırmalarında, Morningstar derecelendirmelerinde riskin rolünü çalışmışlardır. Bunun için, risk unsuruna farklı ağırlıklar vererek ürettikleri derecelendirmeleri karşılaştırmışlardır. Riskin yeterince hesaba katılıp katılmadığını belirlemeye çalışmışlardır. Ocak 2003 - Aralık 2007 dönemini incelemişlerdir. Nihayetinde, Morningstar derecelendirmesinin esas olarak kârlılıktan etkilendiğini, risklilikten ise az bir etkilene durumu olduğunu bulmuşlardır. Riske muhtemelen az değer biçildiğini ve eğer riskin gerçekten önem arz

etmesi isteniyorsa, risk parametresinin artırılması gerektiğini belirtmişlerdir (Lisi ve Caporin, 2012, s. 1477-1486).

Barron ve Ni (2013), yatırım fonu yöneticilerinin değiştirilmesinde Morningstar yıldız derecelendirmesinin etkisini araştırmışlardır. Ayrıca, kötü performansı nedeniyle değiştirilen fon yöneticileri bağlamında yapılan, fon yönetim yapısındaki değişiklikleri de incelemiştir. 1994 - 2010 arası verilerden faydalanarak fonları analiz etmişlerdir. Sonuç olarak, fon yöneticilerinin değiştirilme ihtimalini sadece Morningstar yıldız derecelendirmesinin etkilemediğini fakat Morningstar derecelendirmelerinin, fon performansının değerlendirilmesine yönelik alternatif yöntemlere göre daha iyi tahminleyici (predictor) olduklarını ve fon yöneticisinin değiştirilmesinde önemli bir belirleyici faktör olduğunu saptamışlardır. Bu bulgunun, yatırım fonu yatırımcılarının Morningstar yıldız derecelendirmelerini dikkate aldığını gösteren bulgular ile tutarlı bulunduğunu da eklemiştir. Öte yandan, Morningstar yıldız derecelendirmesinin, fon yönetim yapısındaki değişiklikleri etkilediğine dair net bir kanıt elde edememişlerdir. Bununla birlikte, yüksek Morningstar yıldız derecelendirmesi alan fonlara doğru pozitif bir nakit akışı olduğunu da belirtmişlerdir (Barron ve Ni, 2013, s. 95-110).

Chotivetthamrong (2015), Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'ni ve akış-performans duyarlılığını incelemiştir. 2003 - 2007 dönemini ele almış ve her bir yıldaki her bir fonun trendini belirleyebilmek gayesiyle, yatırım fonlarının yıl yıl performansını değerlendirmiştir. Ayrıca, Fama-French Üç Faktör Modeli'nin bir parçası olarak fonların duyarlılığının trendini, fonların Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi açısından performansları ile karşılaştırarak irdelemiştir. Yatırımcıların karar verme davranışlarını anlayabilmek için fonların performans sonuçları ile risklerinin üzerinde durmuş, öte yandan fonların performansı ile büyüklükleri arasındaki korelasyonu analiz etmiştir. Tayland'daki 36 fonu çalışma kapsamına almıştır. Sonucunda, fonların performansı ile Morningstar derecelerinin arasında pozitif bir ilişki vuku bulduğunu ve bir fonun en yüksek derece olan 5 yıldızı aldıktan sonra performansının düştüğünü (temelde fon büyüklüğünden dolayı) ifade etmiştir. Fonların performansı ile fon büyüklüğünün arasında negatif ilişki var olduğunu ve bu durumun daha küçük fonların daha kolay yönetilebileceğini öne süren önceki çalışmalarla uyuştuğunu da eklemiştir (Chotivetthamrong, 2015, s. 104-110).

Bolster, Trahan ve Wang (2016), Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'ni kullanarak oluşturdukları portföylerin performansını değerlendirmişlerdir.

Yatırımcıların, Morningstar tarafından hisse senetlerine verilen derecelerden yola çıkarak, üstün performans gösteren bir performans oluşturup oluşturamayacağını test etmişlerdir. 5 adet portföy meydana getirmişlerdir. Verileri 26.06.2001 - 01.10.2012 aralığından almışlardır. Derecelenen hisse senedi sayıları zaman içerisinde değişkenlik göstermekle beraber, bu sayı analiz döneminin sonunda 1.897 olarak ortaya çıkmıştır. Aldıkları neticeler ışığında, Morningstar'ın 1 yıldız ve 5 yıldız alan hisse senetlerini efektif olarak birbirinden ayırt edebildiğini vurgulamışlardır. 5 yıldız almış hisse senetlerinden oluşan portföyün, 1 yıldız almış hisse senetlerinden oluşan portföyden daha iyi performansa sahip bulunduğunu tespit etmişlerdir. Böylesi bir hususun, Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'nin, yatırımcılara, piyasa ortalamasından daha üstün bir portföy oluşturma konusunda bir imkan verdiğini gösterdiğini vurgulamışlardır (Bolster, Trahan ve Wang, 2016, s. 11-22).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE’DE FAALİYET GÖSTEREN HİSSE SENEDİ FONLARININ MORNİNGSTAR YILDIZ DERECELENDİRME SİSTEMİ İLE PERFORMANSLARININ ÖLÇÜLMESİ

Gerçekleştirilen bu çalışmada, Ocak 2012 - Aralık 2016 tarihleri arasındaki beş yıllık dönemde kesintisiz olarak faaliyet göstermiş, herhangi başka bir fonla birleşmemiş yatırım fonları araştırılmış ve söylenilen kriterlere uyan toplam 58 adet ‘hisse senedi şemsiye fonu’ çatısı altında toplanabilecek hisse senedi fonu tespit edilmiştir. Bu fonların belirlenmesinde ve ayrıştırılmasında Sermaye Piyasası Kurulu’nun internet sitesindeki ilgili sayfada bulunan verilerden faydalanılmıştır ([http-13](http://www.sermaye.gov.tr)). Sözü geçen fonlardan ‘Alkhair Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon)’nun 31.07.2013’deki birim pay fiyatı ve dolayısıyla toplam portföy değeri sıfır gözüktüğünden ve bu durum fonun getiri ve risk değerlerine etki edeceğinden dolayı, fon daha sonra çalışma kapsamından çıkartılmıştır. Böylelikle analiz 57 adet yatırım fonu ile gerçekleştirilmiştir.

4.1. Çalışmanın Amacı

57 tane fonun eksene oturtulduğu bu çalışmada, öncelikle yatırım fonları hakkında genel bilgi verilerek fonların performansını değerlendirmek için öne sürülmüş olan farklı performans değerlendirme yöntemleri incelenmiştir. Bu yöntemlerden Türkiye’de çok kısıtlı uygulaması bulunan ve kendisine pek fazla yer edinememiş olan Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi’nden faydalanarak, ele alınan fonların birbirlerine göre performanslarını ortaya koymak, başarılı ve başarısız fonları tespit ederek fonların göreceli sıralamasını yapmak ve ortaya çıkan sonuca göre bileşiminde ne tarz hisse senetlerini bulunduran fonların başarılı olduğunu belirlemek ve bu durumu yorumlamak mevcut çalışmanın temel amaçlarını teşkil etmektedir.

4.2. Veri Seti

Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi’nin özü, fonların aylık getirilerinden fona yüklenen giderleri çıkararak, bir anlamda ‘giderlere göre düzeltilmiş getiri’ değerinin elde edilmesi olsa da, fonların incelenen yönetim ücretleri, komisyonlar vb.

giderlerinin birbirine yakını seyretmesinden dolayı ve ulaşılan sonuçlara fazlaca bir etkisi olmayacağı düşünüldüğünden, ayrıca fonların geçmişe yönelik gider rakamlarının her bir yıl için ayrı ayrı elde edilmesi hayli zor olduğundan ötürü, bu çalışmada, fonlara yüklenen giderler ihmal edilmiştir. Tespit edilen ve daha önce belirtilmiş olan 58 adet yatırım fonu Tablo 4.1’de görülmektedir.

Tablo 4.1. Çalışma kapsamına alınan yatırım fonları

Ak Portföy Amerika Yabancı Hisse Senedi Fonu	Finans Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Ak Portföy Avrupa Yabancı Hisse Senedi Fonu	Finans Portföy Dow Jones İstanbul 20 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu
Ak Portföy Asya Yabancı Hisse Senedi Fonu	Finans Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Ak Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Finans Portföy Türkiye Yüksek Piyasa Değerli Bankalar Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu
Ak Portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Fokus Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Ak Portföy BRIC Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu	Garanti Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Ak Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Garanti Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Ak Portföy Yabancı Hisse Senedi Fonu	Gedik Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Alkhair Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Gedik Portföy G-20 Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Ata Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Gedik Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Azimet PYŞ Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Global MD Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Bizim Portföy Enerji Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Global MD Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Bizim Portföy İnşaat Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Halk Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Deniz Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	HSBC Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Deniz Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	HSBC Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Finans Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu	ING Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
İstanbul Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
İş Portföy Temettü Ödeyen Şirketler Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Şeker Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
İş Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
İş Portföy BIST 30 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu	TEB Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
İş Portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Vakıf Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
İş Portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlı Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Yapı Kredi Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)

Tablo 4.1. (Devam) *Çalışma kapsamına alınan yatırım fonları*

İş Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Yapı Kredi Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
İş Portföy İş Bankası İştirakleri Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Yapı Kredi Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
İş Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Yapı Kredi Portföy Koç Holding İştirak Ve Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
İş Portföy Privia Bankacılık Hisse Senedi Özel Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu
Kare Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Ziraat Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Qinvest Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Yoğun Fon)	Ziraat Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Strateji Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Ziraat Portföy Temettü Ödeyen Şirketler Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)

Fonların beta katsayıları hesaplanırken gösterge endeks (piyasa portföyü, karşılaştırma ölçütü) olarak BIST 100 Endeksi dikkate alınmıştır.

4.3. Metodoloji

Fonlar belirlendikten sonra, fonların performans değerlendirmelerini gerçekleştirmek üzere Morningstar Şirketi tarafından ortaya konulmuş bulunan ‘Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi’ uygulanmıştır. Bu sistemin uygulanış aşamaları şöyledir:

4.3.1. Morningstar getirisinin hesaplanması

Morningstar’ın ortaya koyduğu sistem temelde iki kısımdan meydana gelmektedir. İlk kısımda ‘Morningstar Getirisi’ ortaya konulurken, ikinci kısımdaysa ‘Morningstar Riski’ belirlenmektedir. Morningstar Getirisi bulunurken ilk aşamada, ele alınan fonların birim paylarının ay sonu kapanış fiyatlarından hareketle aylık getiri hesaplamaları yapılmalıdır. Bu basit getiri hesaplaması formül 4.1’de ifade edilebilmektedir:

$$R_p = (V_t - V_{t-1}) / (V_{t-1}) \quad (4.1)$$

Burada; R_p fonun aylık getirisi, V_t fonun birim payının ay sonu kapanış fiyatı, V_{t-1} fonun birim payının bir önceki ay sonu kapanış fiyatıdır.

Fonların aylık getirilerinin hesaplanmasının akabinde, Morningstar, fona yüklenen komisyonlar, giderler, yönetim ücretleri vb. maliyetlerin aylık bazdaki değerlerini, fonun

aylık getirisinden çıkarmak suretiyle her ay için ‘düzeltilmiş fon getirisi’ değerini elde etmektedir. Devamında düzeltilmiş fon getirilerinin ışığında her bir fonun aylık artık getirisi (excess return) hesaplanmaktadır. Yani fonun risksiz faiz oranı üzerinde sağlamış olduğu ek getiri bulunmaktadır. Morningstar, yatırımcıların her zaman için risksiz varlığa yatırım yapabilme alternatiflerinin bulunması nedeniyle, fonun artık getirisini risksiz faiz oranının altında ve üstünde olmasına göre ele almaktadır. Bunun için fonun hesaplanan düzeltilmiş aylık getirisinden risksiz faiz oranının o ay için bulunan getirisi çıkarılmaktadır.

$$ER_p = \text{Düzeltilmiş fon getirisi} - R_f \quad (4.2)$$

Burada; ER_p fonun aylık artık getirisi, R_f risksiz faiz oranıdır.

Hazine bonolarının aylık faiz oranları kullanılmıştır. Aylık faiz oranları belirlenirken öncelikle ihalelerde gerçekleşen 3 aylık Hazine bonusu faizleri yine ihalelerde satılan miktarlarla ağırlıklandırılmıştır. Bu miktar ağırlıklı oranlar bileşik faiz esasına göre aylık faiz oranlarına dönüştürülmüştür (Altınırnak, 2003, s.74).

$$r_a = (1 + r_{3a})^{1/3} - 1 \quad (4.3)$$

r_a = 1 aylık faiz oranı

r_{3a} = 3 aylık faiz oranı

Morningstar, sonraki etapta ise fonları kategorilere ayırmaktadır. Aslında Morningstar bu sistemi ilk öne sürdüğünde fonları, daha önce de belirtildiği gibi 4 temel varlık sınıfına ayırmakta ve fonları yapılarına, yatırım stratejilerine göre bu varlık sınıflarından birine atamaktaydı. Ancak sonrasında bu temel varlık sınıfları, daha sağlıklı değerlendirmeler yapabilmek ve bir anlamda elma ile armutları kıyaslamamak maksadıyla revize edilmiş ve Morningstar 1996’da fonları daha dar sınıflara ayıran kategorileri öne sürmüştür. Ancak bu kategoriler 2002 yılının ortalarına değin Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi’ne entegre edilememiştir. İlk olarak 48 kategori bulunmakta iken, bu sayı devamında 64’e, 2009 yılının Ağustos ayında 81’e, Nisan 2016’da ise 122’ye yükselmiştir (http-14). Fon kategorileri tanımlandıktan ve belirlendikten sonra her bir fon kategorisi için ay ay ‘ortalama grup getirisi’ hesaplanmaktadır. Bunu yapabilmek için fon kategorisinde yer alan fonların, düzeltilmiş

aylık getirileri toplanarak kategorideki toplam fon sayısına bölünmekte ve böylelikle o fon grubunun o ay için sağladığı ortalama getiri belirlenmektedir. Bu kısımdan sonra Morningstar, ortalama grup getirisi ile risksiz faiz oranını karşılaştırmakta ve Morningstar Getirisi (Morningstar Return) en nihayetinde formül 4.4’de ifade edilen hale gelmektedir.

$$\text{Morningstar Getirisi} = ER_p / (\text{Ortalama grup getirisi} - R_f) \text{ ya da } R_f \quad (4.4)$$

Görüldüğü üzere fonun düzeltilmiş aylık getirisinden risksiz faiz oranının o aydaki getirisi çıkarılarak elde edilen ER_p , denklemin pay kısmını oluşturmakta ve (ortalama grup getirisi – R_f) ya da R_f değişkenlerinden büyük olanına bölünmektedir. Fark edileceği gibi esasen pay kısmında fonun artık getirisi belirlenirken, payda kısmında da fonun içinde bulunduğu kategorinin ortalama artık getirisi ile risksiz faiz oranı mukayese edilmektedir. Dolayısıyla payda kısmı aylara göre değişkenlik göstererek, kimi aylar için (ortalama grup getirisi – R_f) ifadesi payda kısmını oluştururken, kimi aylar içinse payda kısmında risksiz faiz oranı yer alabilmektedir. Morningstar, denklemin paydasında düşük ya da negatif ortalama artık getirilerden dolayı meydana gelen çarpıklıklardan kaçınmak için bu iki değişkenden birine bölmektedir (Blake ve Morey, 2000, s. 457).

Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi’ne göre belirlenmesi lazım gelen Morningstar Getirisi’nin, fonların yaşı ya da araştırmada belirlenen çalışma döneminin uzunluğu göz önüne alınarak saptanması gerekmektedir. Şöyle ki, eğer fon en az 3 yıllıksa fakat 5 yıllık değilse ya da inceleme dönemi 3 yılı kapsıyorsa, fonun sadece 3 yıllık Morningstar Getirisi bulunabilmektedir. Fon en az 5 yıllıksa fakat 10 yıllık değilse, fonun hem 3 yıllık Morningstar Getirisi, hem 5 yıllık Morningstar Getirisi hesaplanmaktadır. Fon 10 ve daha fazla yıllıksa fonun 3, 5 ve 10’ar yıllık Morningstar Getirileri bulunmaktadır. Yani bir fon için yaşına ya da seçilen araştırma döneminin uzunluğuna göre bir, iki ya da üç tane Morningstar Getirisi değeri ortaya konulabilmektedir. Belirtilmesi gereken hususlardan bir diğeri de, aylık değerler üzerinden yapılan hesaplamalar sonucunda, fonun yaşına ya da çalışma döneminin uzunluğuna göre, 36, 60 ya da 120 tane Morningstar Getiri verisi elde edecek olmasıdır. Bu yüzdendir ki fonun nihai Morningstar Getirisi’ni belirleyebilmek için bu değerler toplanıp 3 yıllık Morningstar Getirisi için 36’ya, 5 yıllık Morningstar Getirisi için son 3 yılın değerlerinin toplanıp 36’ya, 5 yılın değerlerinin toplanıp 60’a, 10 yıllık Morningstar Getirisi için, son

3 yıllık değerler toplanıp 36'ya, son 5 yıllık değerler toplanıp 60'a ve 10 yıllık değerler toplanıp 120'ye bölünmelidir.

4.3.2. Morningstar riskinin hesaplanması

Morningstar Getirisi belirlendikten sonra, fonun Morningstar Riski'nin ortaya konulması gerekmektedir. Morningstar bu bağlamda standart sapma ya da beta katsayısı gibi risk ölçüm değerlerinden değil yatırımcıların en büyük korkusunun kayıp yaşamak olduğu inancından hareketle 'kayıp riski (downside risk)' olarak isimlendirilebilecek bir risk olgusundan yola çıkmaktadır. Buna göre öncelikle fonun düzeltilmiş aylık getirisi ile risksiz faiz oranının o aydaki getirisi kıyaslanmaktadır. Bu noktada fonun aylık artık getirisinin negatif olduğu aylar tespit edilmektedir. Daha sonra bu negatif getiriler toplanmakta ve dönemdeki toplam ay sayısına bölünmektedir. Buradaki amaç, yatırımcıların risksiz faiz oranına yatırım yapmayarak aylık ortalama ne kadarlık bir kayıp (average monthly loss) yaşadığını bir manada fırsat maliyetini belirlemektir. Akabinde aynı yöntem fonun kategorisi için uygulanmaktadır. Ortalama grup getirisi ile risksiz faiz oranı karşılaştırılmakta, fonun içinde bulunduğu kategorinin aylık artık getirisinin negatif olduğu aylar saptanmakta ve bu negatif getiriler toplanarak dönemdeki toplam ay sayısına bölünmektedir. Bu noktada da fonun kategorisinin ortalama aylık kaybı yani grup riski hesaplanmaktadır. Fonun Morningstar Riski ise formül 4.5'de görüldüğü şekilde hesaplanmaktadır.

$$\text{Morningstar Riski} = \text{AML}_p / \text{AML}_c \quad (4.5)$$

AML_p = Fonun ortalama aylık kaybı

AML_c = Fonun bulunduğu kategorinin ortalama aylık kaybıdır.

Ortaya çıkan Morningstar Riski, fonun, aynı kategorideki ortalama bir fona kıyasla ne kadar riskli olduğunu belirtmektedir (Casarin vd., 2005, s. 302). Fon yaşına ya da seçilen analiz döneminin uzunluğuna göre, yine 3 yıllık, 3 ve 5 yıllık ya da 3, 5 ve 10 yıllık hem fon hem fonun kategorisi için ortalama aylık kayıplar hesaplanmalıdır. Dolayısıyla toplamak gerekirse, en az 3 yaşında fakat 5 yaşından küçük bir fonun 3 yıllık Morningstar Getirisi ve Morningstar Riski, en az 5 yaşında fakat 10 yaşından küçük bir fonun 3 yıllık Morningstar Getirisi ve Morningstar Riski ile 5 yıllık Morningstar Getirisi

ve Morningstar Riski, 10 yaşında ve daha büyük fonlar için ise 3 yıllık Morningstar Getirisi ve Morningstar Riski, 5 yıllık Morningstar Getirisi ve Morningstar Riski, 10 yıllık Morningstar Getirisi ve Morningstar Riski bulunmalıdır.

4.3.3. Ham getirinin hesaplanması

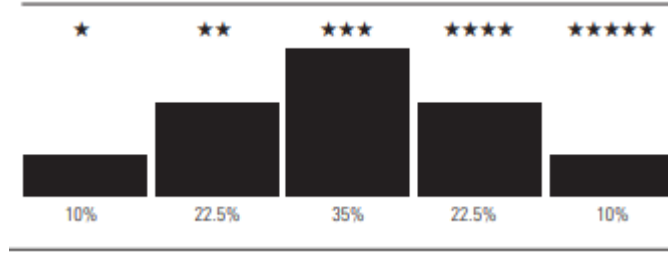
Fonların gereken Morningstar Getirisi ve Morningstar Riski verileri bulunduktan sonra, her bir fonun Morningstar Ham Getirisi'nin (raw return) hesaplanması gereklidir. Bu değer fonun Morningstar Getirisi'nden Morningstar Riski çıkarılarak elde edilmektedir (Bkz formül 4.6).

$$\text{Ham Getiri} = \text{Morningstar Getirisi} - \text{Morningstar Riski} \quad (4.6)$$

Fonun 3 yıllık Ham Getirisi'ni bulabilmek için, 3 yıllık Morningstar Getirisi'nden 3 yıllık Morningstar Riski, 5 yıllık Ham Getiri için 5 yıllık Morningstar Getirisi'nden 5 yıllık Morningstar Riski, 10 yıllık Ham Getiri için 10 yıllık Morningstar Getirisi'nden 10 yıllık Morningstar Riski çıkarılmalıdır.

4.3.4. Morningstar yıldız derecesinin bulunması

Bir fon için fon yaşı veyahut belirlenen analiz döneminin uzunluğuna göre hesaplanması gereken Ham Getiriler bulunduktan sonra, Morningstar her bir Ham Getiri değerine yani 3 yıllık Ham Getiri'ye ve varsa 5 ile 10'ar yıllık Ham Getiri değerlerine ayrı ayrı yıldız atamaktadır. Morningstar bu yıldız atama işlemini kendi öne sürmüş olduğu bir ölçeğe göre gerçekleştirmektedir. Şekil 4.1'de görüldüğü üzere fon kategorisinin içerisinde yer alan fonlardan ilk %10'luk dilime girenler 5 yıldız, sonraki %22,5'luk dilime girenler 4 yıldız, sonraki %35'lik dilime girenler 3 yıldız, sonraki %22,5'luk dilime girenler 2 ve son %10'luk dilime girenler 1 yıldız almaktadır (http-15).



Şekil 4.1. Morningstar yıldız derecelerinin atanması

Burada öncelikle fonların 3 yıllık Ham Getirileri sıralanmakta ve kategoride bulunan fonların sayısına göre ilk %10'luk dilime girenlerin 3 yıllık Ham Getirileri'ne 5 yıldız verilmekte ve diğer fonlara da yukarıda belirtildiği şekliyle yıldızlar atanmaktadır. Varsa 5 yıllık ve 10'ar yıllık Ham Getiriler için de aynı yöntemle fakat ayrı ayrı olmak üzere yıldızlar dağıtılmaktadır. Morningstar'ın yuvarlama sisteminden hareketle, kaç tane fonun 5 yıldız kaç tanesinin 4 yıldız vb. alacağı tespit edilirken, bulunan rakamın ondalık kısmı .5'den küçükse rakam aşağıya, .5 ve .5'den büyükse yukarı yuvarlanmaktadır. Örneğin, bir fon kategorisinde 78 tane fon varsa, bunlardan Ham Getirileri ilk %10'luk dilime giren 8 tanesine, 7.8 rakamı yukarı yuvarlanmak suretiyle 5 yıldız verilecektir. Aynı biçimde sonraki 17 tanesine 4 yıldız, 28 tanesine 3 yıldız, 17 tanesine 2 yıldız ve 8 tanesine de 1 yıldız verilecektir.

Fonların Ham Getirileri'ne göre yıldızları belirlendikten sonra ise, her bir fonun nihai yıldız derecelerinin ortaya konulması gerekmektedir. Morningstar bu noktada yine kendi geliştirmiş olduğu ölçeği baz alarak ağırlıklandırma esasına dayalı bu nihai yıldız derecelerini tespit etmektedir. Tablo 4.2'de görüldüğü üzere, genç (en az 3 yaşında fakat 5 yaşından küçük) fonların 3 yıllık Ham Getirileri'ne göre aldıkları yıldızların %100'ünü, orta yaşlı (en az 5 yaşında fakat 10 yaşından küçük) fonların 3 yıllık yıldızlarının %40'ını ve 5 yıllık yıldızlarının %60'ını, yaşlı (10 yaşında ya da daha büyük) fonların ise 3 yıllık yıldızlarının %20'sini, 5 yıllık yıldızlarının %30'unu ve 10 yıllık yıldızlarının ise %50'sini alarak, fonların nihai yıldızlarını saptamaktadır.

Tablo 4.2. Nihai yıldız derecesinin belirlenmesi (http-11)

Fonun yaşı	Ağırlıklandırma sistemi
En az 3 yaşında fakat 5 yaşından küçük	3 yıllık yıldız derecesinin %100'ü
En az 5 yaşında fakat 10 yaşından küçük	3 yıllık yıldız derecesinin %40'ı, 5 yıllık yıldız derecesinin %60'ı
10 yaşında ya da daha büyük	3 yıllık yıldız derecesinin %20'si, 5 yıllık yıldız derecesinin %30'u, 10 yıllık yıldız derecesinin %50'si

Burada yine ortaya çıkan nihai yıldız derecesinin ondalık kısmına göre aşağı ya da yukarı yuvarlama durumu meydana gelebilmektedir. Misal vermek gerekirse, yaşlı bir fon 3 yıllık Ham Getirisi'ne göre 4 yıldız, 5 yıllık Ham Getirisi'ne göre 3 yıldız ve 10 yıllık Ham Getirisi'ne göre 5 yıldız aldıysa, bu fonun nihai yıldız derecesi 4.2 yıldız ($4 \cdot 0,2 + 3 \cdot 0,3 + 5 \cdot 0,5$) aşağı yuvarlanmak suretiyle 4 yıldız olacaktır. Fark edileceği üzere, genç fonların 3 yıllık Ham Getirisi'ne göre aldıkları yıldız aynı zamanda nihai yıldız dereceleri olmaktadır. Fakat orta yaşlı ve yaşlı fonların nihai yıldız dereceleri periyotlarda göre aldıkları yıldızlara göre ağırlıklandırılarak belirlenmektedir. İşte bu noktada, literatürde yapılmış olan pek çok çalışmada da bahsedildiği gibi, ağırlıklandırma ve yuvarlama sistemlerinden dolayı birtakım yanlışlıklar ortaya çıkabilmektedir. Genç fonların 3 yıllık yıldız dereceleri, nihai yıldız derecelerini de oluşturduğundan bu fonların 1 yıldız ya da 5 yıldız almaları daha kolay olabilecek fakat yaşlı fonlarla mukayese edildiğinde, yaşlı fonlar genç fonlarla benzer performansa sahip olsa bile ağırlıklandırma sisteminden dolayı yaşlı fonların en düşük ya da en yüksek dereceleri alma ihtimalleri daha zor olacaktır. Fonların nihai yıldız derecelerinin verilmesinin ardından, aynı yıldız derecelerini alan fonların kendi içinde sıralamalarının yapılabilmesi (5 yıldız alan beş fon var ise, hangisinin birinci olduğu gibi), 3 yıllık ve varsa 5 ve 10'ar yıllık Ham Getirileri'nin sayısal değerlerinin daha önce belirtildiği gibi ağırlıklandırılarak, her bir fona ait bir Morningstar Puanı ortaya koyularak mümkün olabilmektedir. Söz gelimi, orta yaşlı bir fon düşünüldüğünde, fonun 3 yıllık Ham Getirisi'nin sayısal değerinin %40'ı ve 5 yıllık Ham Getirisi'nin sayısal getirisinin %60'ı alınarak, bir Morningstar Puanı

belirlenmesi olasıdır. Diğer fonlar için de aynı şekilde puanların hesaplanması yapılabilecektir. Böylece fonlar, baştan aşağıya kadar sıralanabilecektir.

Fonun yer aldığı kategorinin, fonun nihai yıldız derecesine önemli ölçüde etki ettiği görülmektedir. Çünkü fonun yer aldığı kategorinin ‘grup riski’, Morningstar Riski belirlenirken payda kısmını oluşturmaktadır. Fon eğer sonraları, çalışılan zaman döneminin başlarında kategorize edildiğinden daha farklı bir şekilde kategorize edildiyse, bu durumda fonun Morningstar Riski farklılaşabilecektir. Bununla beraber orta yaşlı ve yaşlı fonların nihai yıldız dereceleri belirlenirken her ne kadar 5 yıllık ve 10 yıllık yıldız derecelerine daha fazla ağırlık veriliyor gibi gözükse de, esasen bu 5 yıllık ve 10 yıllık periyotlar son 3 yıllık dönemi de barındırıyor olduğundan, bu son 3 yıllık dönem, fonların nihai yıldız derecelerinin tespit edilmesinde esas etkiye sahip konumdadır.

4.4. Bulgular ve tartışmalar

Kapsama alınan 57 fonun, birim pay fiyatlarından yola çıkılarak elde edilen aylık getiri verileri ışığında, fonlara dair bazı istatistikler Tablo 4.3’de görülmektedir.

Tablo 4.3. Fonların çeşitli istatistiki verileri

	Ort. getiri (5 yıl)	Ort. getiri (3 yıl)	Std. sapma (5 yıl)	Std. sapma (3 yıl)	Beta (5 yıl)	Beta (3 yıl)
Ak Portföy Amerika Yabancı Hisse Senedi Fonu	1,808%	1,713%	4,179%	4,716%	-0,232	-0,403
Ak Portföy Avrupa Yabancı Hisse Senedi Fonu	1,506%	0,816%	4,032%	4,463%	-0,087	-0,186
Ak Portföy Asya Yabancı Hisse Senedi Fonu	0,764%	0,768%	3,950%	4,189%	0,154	0,110
Ak Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,974%	0,625%	5,837%	5,205%	0,936	0,960
Ak Portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,777%	0,366%	5,689%	5,206%	0,884	0,920
Ak Portföy BRIC Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu	0,838%	1,128%	4,887%	5,204%	0,201	0,252
Ak Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,842%	0,477%	5,314%	4,594%	0,839	0,833
Ak Portföy Yabancı Hisse Senedi Fonu	1,686%	1,245%	4,254%	4,631%	-0,066	-0,201
Ata Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,444%	1,055%	5,912%	5,073%	0,920	0,900
Azımut PYS Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,258%	0,663%	5,027%	3,836%	0,662	0,581

Tablo 4.3. (Devam) *Fonların çeşitli istatistiki verileri*

Bizim Portföy Enerji Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,332%	0,519%	3,964%	3,591%	0,391	0,311
Bizim Portföy İnşaat Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,082%	0,887%	6,073%	4,621%	0,849	0,759
Deniz Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,928%	0,632%	5,928%	5,070%	0,945	0,933
Deniz Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,971%	0,656%	5,672%	4,906%	0,882	0,859
Finans Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu	1,052%	0,718%	6,376%	5,621%	1,022	1,034
Finans Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,147%	0,954%	5,762%	5,278%	0,860	0,845
Finans Portföy Dow Jones İstanbul 20 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu	1,047%	0,766%	6,162%	5,555%	0,985	1,025
Finans Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,188%	0,890%	5,887%	5,188%	0,928	0,919
Finans Portföy Türkiye Yüksek Piyasa Değerli Bankalar Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu	0,901%	0,579%	8,263%	7,685%	1,283	1,318
Fokus Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,924%	1,001%	4,521%	4,116%	0,625	0,656
Garanti Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,912%	0,587%	6,070%	5,352%	0,974	0,986
Garanti Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,136%	0,817%	5,790%	4,801%	0,912	0,864
Gedik Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,863%	0,526%	4,907%	4,616%	0,705	0,732
Gedik Portföy G-20 Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,290%	1,058%	3,875%	4,206%	0,025	-0,098
Gedik Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,226%	1,508%	4,807%	4,494%	0,528	0,570
Global MD Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,587%	0,544%	4,812%	4,752%	0,746	0,869
Global MD Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,631%	0,332%	4,636%	3,961%	0,721	0,683
Halk Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,072%	0,691%	5,909%	5,332%	0,930	0,955
HSBC Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,868%	0,564%	5,921%	5,202%	0,950	0,963
HSBC Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,160%	0,799%	6,687%	5,327%	1,067	0,979
ING Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,869%	0,487%	5,475%	4,779%	0,853	0,870
İstanbul Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,607%	0,395%	2,610%	2,760%	0,344	0,436
İş Portföy Temettü Ödeyen Şirketler Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,824%	0,567%	5,075%	4,528%	0,794	0,824

Tablo 4.3. (Devam) Fonların çeşitli istatistikî verileri

İş Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,894%	0,595%	5,832%	5,339%	0,934	0,983
İş Portföy BIST 30 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu	1,053%	0,697%	6,310%	5,594%	1,009	1,031
İş Portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,827%	0,565%	6,519%	5,951%	1,032	1,055
İş Portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	2,141%	2,878%	6,927%	5,060%	0,541	0,430
İş Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,847%	0,517%	5,194%	4,527%	0,826	0,823
İş Portföy İş Bankası İştirakleri Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,056%	0,954%	4,683%	4,025%	0,661	0,585
İş Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,536%	0,527%	2,279%	2,844%	0,200	0,322
İş Portföy Privia Bankacılık Hisse Senedi Özel Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,886%	0,608%	5,156%	4,560%	0,822	0,833
Kare Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,723%	1,464%	6,226%	5,286%	0,962	0,931
Qinvest Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Yoğun Fon)	0,797%	0,774%	4,167%	4,120%	0,588	0,619
Strateji Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,533%	1,293%	6,164%	4,720%	0,874	0,686
Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,008%	0,956%	2,887%	2,840%	0,251	0,208
Şeker Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,798%	0,805%	4,605%	4,406%	0,727	0,798
Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,721%	1,113%	3,002%	2,565%	0,401	0,388
TEB Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,114%	0,660%	5,937%	4,988%	0,938	0,892
Vakıf Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,898%	0,599%	5,808%	5,174%	0,930	0,951
Yapı Kredi Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,968%	0,646%	5,879%	5,169%	0,942	0,952
Yapı Kredi Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,934%	0,599%	5,678%	4,986%	0,905	0,915
Yapı Kredi Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,947%	0,644%	5,467%	4,772%	0,866	0,871
Yapı Kredi Portföy Koç Holding İştirak ve Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1,506%	1,281%	5,065%	4,279%	0,758	0,726
Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu	1,571%	1,888%	3,535%	4,332%	-0,005	-0,107
Ziraat Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,925%	0,628%	5,934%	5,160%	0,952	0,949

Tablo 4.3. (Devam) Fonların çeşitli istatistiki verileri

Ziraat Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,741%	0,721%	4,346%	4,762%	0,655	0,849
Ziraat Portföy Temettü Ödeyen Şirketler Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,761%	0,792%	3,293%	3,392%	0,493	0,584

Fonların ortalama getirilerine bakıldığında, hem araştırma döneminin tamamını kapsayan 5 yıllık dönemde hem de araştırma döneminin son 3 yıllık döneminde en yüksek ortalama getirilere sahip olan fonların neredeyse aynı fonlar olduğu görülmektedir. Ak Portföy Amerika Yabancı Hisse Senedi Fonu, İş Portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), Kare Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) ve Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu, 5 yıllık ve 3 yıllık en yüksek ortalama getirilere sahip ilk beş fondan dördünü oluşturmaktadır. 5 yıllık ortalama getirilere göre bu dört fonla beraber ilk beşi tamamlayan diğer fon Ak Portföy Yabancı Hisse Senedi Fonu olarak gözükmektedir. 3 yıllık ortalama getirilere göz atıldığında da, bahse konu dört fon ile birlikte ilk beşte yer alan bir başka fon ise Gedik Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) konumundadır. İş Portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) gerek 5 yıllık gerek 3 yıllık getiriler ışığında en yüksek ortalama getirilere sahip fondur. En düşük ortalama getirili ilk beş fon ise, 5 yıllık ortalama getirilere göre Bizim Portföy Enerji Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), Global MD Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), Global MD Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), İstanbul Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) ve İş Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) şeklinde meydana gelmiştir. Bunlardan Bizim Portföy Enerji Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) en düşük 5 yıllık ortalama getiriye sahiptir. 3 yıllık getiriler baz alındığında en başarısız fonlardan bazıları değişirken bazıları aynı yerlerinde kalmaya devam etmişlerdir. Global MD Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) ve İstanbul Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), 3 yıllık getirilere göre de en düşük ortalama verime sahip fonlar arasında bulunmayı sürdürmüşlerdir. Ak Portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), Ak Portföy Hisse Senedi Fonu

(hisse senedi yoğun fon) ve ING Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) ilk beşi tamamlayan diğer fonlar olarak ortaya çıkmışlardır.

Fonların risk unsurlarına ilişkin olarak toplam risk ve sistematik risk değerleri hesaplanmıştır. Toplam riskin göstergesi olan standart sapmaya göre, üç fon hem 5 yıllık hem 3 yıllık verilere göre en yüksek riske sahip ilk beş fon arasında kendilerine yer bulmuşlardır. Bu fonlar, Finans Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu, Finans Portföy Türkiye Yüksek Piyasa Değerli Bankalar Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu ve İş Portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) olmuşlardır. 5 yıllık verilere göre en yüksek toplam riske sahip durumda bulunan diğer fonlar HSBC Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) ve İş Portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon)'dur. 3 yıllık değerler göz önünde bulundurulduğundaysa ilk beşte yer edinen diğer iki fon Finans Portföy Dow Jones İstanbul 20 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu ve İş Portföy BIST 30 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu olmuştur. En düşük riske sahip fonlar, her iki grup için de birebir aynı durumdadır. İstanbul Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), İş Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) ve Ziraat Portföy Temettü Ödeyen Şirketler Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) 5 yıllık ve 3 yıllık veri setlerinin her ikisinde de en düşük toplam riske sahip ilk beş fon olarak meydana gelmiştir. Genel olarak bakıldığında, düşük riske sahip fonların nispeten daha düşük getiriler sağlaması ve tersine yüksek riske sahip fonların nispeten daha yüksek getiriler sağlaması yönündeki beklentilerin pek gerçekleşmediğini söylemek mümkündür. Bu durumun sadece İstanbul Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) ve kısmen de İş Portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) ile İş Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) için geçerli olduğu belirtilebilmektedir. Şöyle ki hem 5 yıllık hem 3 yıllık veri grubuna göre en düşük toplam riske sahip ilk beş fon arasında yer alan İstanbul Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) aynı zamanda en düşük ortalama getiriye sahip ilk beş fon arasında da var olmaktadır. İş Portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) ise en yüksek ortalama getirilere sahip ilk beş fon arasında

bulunurken, 5 yıllık verilere göre de aynı zamanda en yüksek toplam riske sahip ilk beş fon arasındadır ancak 3 yıllık verilere göre bunu söylemek ihtimal dahilinde değildir. İş Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) da, en düşük toplam riske sahip ilk beş fon arasındayken, 5 yıllık verilere göz atıldığında en düşük ortalama getiriye sahip ikinci fondur lakin 3 yıllık veriler için böylesi bir durum bulunmamaktadır.

Piyasaya duyarlılığın ve sistematik riskin göstergesi olan beta katsayısına ve esasında standart sapmaya göre de, bu risk değerlerinin düşük ya da yüksek olmalarının iyi veya kötü olduğu şeklinde doğrudan bir değerlendirme yapmak çok da sağlıklı bir yaklaşım olmayacaktır. Çünkü örneğin, risk almayı seven, risk toleransı yüksek olan yatırımcılar, standart sapmanın yüksek olmasını, daha fazla getiri vaad edebileceğinden hareketle olumlu olarak yorumlayabilecekler ve düşük riski olumsuz olarak görebileceklerdir. Aksine, riskten kaçınan ya da çok fazla risk alma davranışı içerisinde bulunmayan yatırımcılar ise, öncelikli olarak kayıp yaşamaktan çekinerek yüksek standart sapmanın olumsuz bir durum olduğunu düşünebileceklerdir. Keza beta katsayısına gelindiğinde de, yüksek betanın ya da düşük betanın iyi olduğu yahut kötü olduğu yönündeki direkt bir değerlendirmenin ne kadar doğru olduğu tartışılabilir bir durumdur. Öyle ki, yükselen bir piyasanın olduğu ya da olmasının beklendiği durumlarda, beta katsayısı 1 hatta 1'den yüksek olan menkul kıymetler daha olumlu karşılanabilecek, bunların piyasaya duyarlılığının fazla olması beklendiğinden, piyasa kadar yükselmesi hatta ve hatta piyasadan daha fazla yükseliş göstermeleri tahmin edilecektir. Bu şartlar altında, beta katsayısı yüksek olan fonlar daha olumlu olarak yorumlanabilecek, tersi piyasa şartlarının hakim olduğu, yani piyasanın düştüğü ya da düşmesinin beklendiği bir an geldiğinde ise, beta katsayısı 0 ile 1 arasında olan ve hatta 0'dan düşük olan fonlar daha cazip hale gelebilecektir. Çünkü bu şekildeki fonlar söz konusu olduğunda, fonların piyasadan daha yavaş hareket ederek, daha az bir düşüş gösterecekleri ve hatta negatif beta katsayısına sahip fonların piyasa düşerken piyasayla ters yönde hareket ederek yükseliş sergileyebilecekleri beklentisi hakim olabilmektedir. Öyleyse, beta katsayısı 0'a yakın ve 0'dan düşük olan fonlar tercih sebebi olabilecektir. Dolayısıyla, daha önce de belirtildiği gibi, bu risk değerleri analiz edilirken mevcut konjonktür ve kişilerin risk algısı gibi durumlar da dikkate alınmalıdır. Bütün bunlardan sonra, Tablo 4.3. dikkate alındığında, hem 5 yıllık hem de 3 yıllık veriler çerçevesinde beta katsayıları en düşük olan ilk beş fonun değişmediği görülmektedir. Ak Portföy Amerika Yabancı Hisse Senedi Fonu, Ak Portföy Avrupa Yabancı Hisse Senedi Fonu, Gedik Portföy G-20 Ülkeleri

Yabancı Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), Ak Portföy Yabancı Hisse Senedi Fonu ve Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu'nun en düşük beta katsayısına sahip fonlar ve fonların 5 yıllık ve 3 yıllık neredeyse tüm beta katsayılarının negatif olduğu söylenebilmektedir. Bu bağlamda BİST 100 Endeksi'nin gösterge endeks olarak alındığı düşünüldüğünde, söz konusu fonların tamamının yabancı hisse senedi fonu hüviyetinde oldukları ve çalışma döneminde piyasayla ters yönlü hareket ettikleri belirtilebilmektedir. Bu fonlardan Ak Portföy Amerika Yabancı Hisse Senedi Fonu, Ak Portföy Yabancı Hisse Senedi Fonu ve Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu'nun ayrıca en yüksek ortalamaa getiriye sahip fonlar arasında oldukları ve diğer negatif beta katsayısına sahip fonların da en azından en düşük ortalama getiriye sahip fonlar arasında yer almadıkları hesaba katılırsa, ele alınan dönemde düşen piyasanın etkin olduğu fakat bu fonların bileşimlerinde yabancı hisse senetlerini bulundurmaları nedeniyle, tersine iyi ortalamalar sağladıkları kısmen de olsa ifade edilebilmektedir. Öte yandan en yüksek beta katsayılarına sahip durumda olan fonlar ise, Finans Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu, Finans Portföy Dow Jones İstanbul 20 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu, Finans Portföy Türkiye Yüksek Piyasa Değerli Bankalar Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu, HSBC Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), İş Portföy BIST 30 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu Ve İş Portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon)'dur. Mevzubahis fonların tümünün beta katsayıları 1'in üzerindedir. Dikkat çeken noktalardan bir tanesi bu fonların hemen hemen bütününün en yüksek standart sapmalara sahip fonlar arasında bulunduğuudur.

Çalışma kapsamına dahil edilen fonlara dair temel bazı getiri ve risk değerleri ortaya konulduktan sonra, devamındaki aşamada fonların Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi ile performans değerlendirmeleri yapılmıştır. Daha önce de belirtildiği gibi ve anlatılan sisteme göre öncelikle tüm fonların 3 yıllık ham getirileri bulunmuştur ve fonların bu ham getirileri Morningstar'ın belirlemiş olduğu ölçeğe göre sıralanarak yıldızlanmıştır. Bu ölçeğe göre, tüm fonlar içinde ilk %10'luk dilime girenlere 5 yıldız ve sonra sırasıyla bir sonraki %22.5'luk dilim içinde yer alanlara 4 yıldız, %35'lik dilim içinde yer alanlara 3 yıldız, %22.5'luk dilim içinde yer alanlara 2 yıldız ve en son %10'luk dilime dahil olanlara 1 yıldız verilmesi öngörülmektedir. Dolayısıyla, 57 fonun bulunduğu bu çalışmada, en yüksek ham getirilere sahip ilk altı fona 5 yıldız, sonraki on

üç fona 4 yıldız, sonraki on dokuz fona 3 yıldız, sonraki on üç fona 2 yıldız ve en son altı fona da 1 yıldız verilmiştir. Tablo 4.4’de görüldüğü üzere 3 yıllık ham getirilere göre 5 yıldız alan fonlar sırasıyla, Ak Portföy Amerika Yabancı Hisse Senedi Fonu, Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu, İş Portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu, Ak Portföy Yabancı Hisse Senedi Fonu, Gedik Portföy G-20 Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu ve Ak Portföy Avrupa Yabancı Hisse Senedi Fonu olmuştur. 1 yıldız alan fonlar ise en başarısızla doğru sırasıyla, Garanti Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu, Finans Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu, İş Portföy BIST 30 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu, Ak Portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu, İş Portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu ve Finans Portföy Türkiye Yüksek Piyasa Değerli Bankalar Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu olmuştur. Bu noktada 5 yıldız alan fonların yabancı hisse senedi fonu kimliğinde, 1 yıldız alan fonların endekse dayalı bir kimlikte oldukları dikkat çeken noktalardandır.

Tablo 4.4. *Fonların Morningstar Skor ve Dereceleri*

Sıra	Fon	3 yıl ham getiri * 0,4	3 yıl yıldız * 0,4	5 yıl ham getiri * 0,6	5 yıl yıldız * 0,6	Morningstar skoru	Morningstar derecesi
1	Ak Portföy Amerika Yabancı Hisse Senedi Fonu	0,695	*****	0,690	*****	0,692	*****
2	Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu	0,306	*****	0,050	*****	0,152	*****
3	Ak Portföy Yabancı Hisse Senedi Fonu	-0,260	*****	-0,027	*****	-0,121	*****
4	Ak Portföy Avrupa Yabancı Hisse Senedi Fonu	-0,728	*****	0,078	*****	-0,245	*****
5	Gedik Portföy G-20 Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu	-0,664	*****	-0,564	*****	-0,604	*****
6	Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu	-0,995	*****	-1,003	*****	-1,000	*****

Tablo 4.4. (Devam) *Fonların Morningstar Skor Ve Dereceleri*

7	İş Portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu	-0,167	*****	-1,348	****	-0,876	****
8	İş Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu	-1,565	****	-1,163	****	-1,324	****
9	Ak Portföy Asya Yabancı Hisse Senedi Fonu	-1,392	****	-1,485	****	-1,447	****
10	Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu	-1,115	****	-1,798	****	-1,525	****
11	Ak Portföy BRIC Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu	-1,535	****	-1,861	****	-1,730	****
12	İstanbul Portföy Hisse Senedi Fonu	-2,082	****	-1,642	****	-1,818	****
13	Gedik Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu	-1,810	****	-2,037	****	-1,947	****
14	Ziraat Portföy Temettü Ödeyen Şirketler Hisse Senedi Fonu	-2,148	****	-2,060	****	-2,095	****
15	Yapı Kredi Portföy Koç Holding İştirak Ve Hisse Senedi Fonu	-2,005	****	-2,306	****	-2,186	****
16	Bizim Portföy Enerji Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu	-2,083	****	-2,666	****	-2,433	****
17	Fokus Portföy Hisse Senedi Fonu	-2,334	****	-2,588	****	-2,487	****
18	Qinvest Portföy Hisse Senedi Fonu	-2,474	***	-2,548	****	-2,519	****
19	Azimet Pyş Birinci Hisse Senedi Fonu	-2,722	***	-2,441	****	-2,554	****
20	İş Portföy İş Bankası İştirakleri Endeksi Hisse Senedi Fonu	-2,272	****	-2,705	***	-2,532	***
21	Strateji Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu	-2,275	****	-2,907	***	-2,654	***

Tablo 4.4. (Devam) *Fonların Morningstar Skor ve Dereceleri*

22	Kare Portföy Hisse Senedi Fonu	-2,729	***	-2,972	***	-2,875	***
23	Şeker Portföy Hisse Senedi Fonu	-2,940	***	-2,983	***	-2,966	***
24	Ziraat Portföy Hisse Senedi Fonu	-3,338	***	-2,927	***	-3,091	***
25	Ata Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu	-3,102	***	-3,122	***	-3,114	***
26	Gedik Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu	-3,315	***	-3,037	***	-3,148	***
27	Bizim Portföy İnşaat Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu	-2,792	***	-3,407	***	-3,161	***
28	Global Md Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu	-3,230	***	-3,290	***	-3,266	***
29	Finans Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu	-3,195	***	-3,364	***	-3,297	***
30	İş Portföy Privia Bankacılık Hisse Senedi Özel Fonu	-3,321	***	-3,343	***	-3,334	***
31	Garanti Portföy Hisse Senedi Fonu	-3,257	***	-3,460	***	-3,379	***
32	İş Portföy Temettü Ödeyen Şirketler Hisse Senedi Fonu	-3,370	***	-3,387	***	-3,380	***
33	İş Portföy Hisse Senedi Fonu	-3,409	***	-3,407	***	-3,408	***
34	Global Md Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu	-3,480	***	-3,378	***	-3,419	***
35	Yapı Kredi Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu	-3,397	***	-3,478	***	-3,446	***
36	Ak Portföy Hisse Senedi Fonu	-3,549	**	-3,481	***	-3,508	***
37	ING Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu	-3,511	***	-3,511	***	-3,511	***
38	Deniz Portföy Hisse Senedi Fonu	-3,518	***	-3,517	***	-3,518	***

Tablo 4.4. (Devam) *Fonların Morningstar Skor ve Dereceleri*

39	Finans Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu	-3,409	***	-3,527	**	-3,480	**
40	TEB Portföy Hisse Senedi Fonu	-3,563	**	-3,572	**	-3,569	**
41	Yapı Kredi Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu	-3,575	**	-3,620	**	-3,602	**
42	Halk Portföy Hisse Senedi Fonu	-3,770	**	-3,609	**	-3,673	**
43	Ak Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu	-3,696	**	-3,676	**	-3,684	**
44	Yapı Kredi Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu	-3,631	**	-3,726	**	-3,688	**
45	Deniz Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu	-3,598	**	-3,759	**	-3,694	**
46	Ziraat Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu	-3,654	**	-3,789	**	-3,735	**
47	Vakıf Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu	-3,711	**	-3,774	**	-3,749	**
48	İş Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu	-3,811	**	-3,790	**	-3,798	**
49	Finans Portföy Dow Jones İstanbul 20 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu	-3,756	**	-3,829	**	-3,800	**
50	HSBC Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu	-3,763	**	-3,856	**	-3,819	**
51	Ak Portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu	-3,921	*	-3,769	**	-3,830	**
52	HSBC Portföy Hisse Senedi Fonu	-3,591	**	-3,971	*	-3,819	*

Tablo 4.4. (Devam) *Fonların Morningstar Skor ve Dereceleri*

53	İş Portföy BIST 30 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu	-3,845	*	-3,889	*	-3,872	*
54	Garanti Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu	-3,829	*	-3,909	*	-3,877	*
55	Finans Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu	-3,844	*	-3,950	*	-3,908	*
56	İş Portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu	-4,230	*	-4,332	*	-4,291	*
57	Finans Portföy Türkiye Yüksek Piyasa Değerli Bankalar Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu	-5,176	*	-5,289	*	-5,244	*

Fonların 3 yıllık ham getirilerine göre yıldızlarının atanmasının ardından, bu kez 5 yıllık ham getirilerine göre sıralamalarının yapıp yıldızlarının verilmesi gerekmektedir. Süreç, 3 yıllık ham getirilere göre yıldızların verildiğindeki gibi işlemektedir. Buna göre 5 yıllık ham getirilerine göre 5 yıldız alan fonlar sırasıyla, Ak Portföy Amerika Yabancı Hisse Senedi Fonu, Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu, Ak Portföy Yabancı Hisse Senedi Fonu, Ak Portföy Avrupa Yabancı Hisse Senedi Fonu, Gedik Portföy G-20 Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu ve Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu olmuştur. Dikkat edilirse 3 yıllık ham getirilere göre 5 yıldız alan altı fondan beş tanesi, 5 yıllık ham getirilere göre de 5 yıldız almışlardır. Yalnızca, 3 yıllık ham getirisine göre 5 yıldız alan İş portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu, 5 yıllık ham getirisine göre 4 yıldız almış ve bu fonun yerini 3 yıllık ham getirisine göre 4 yıldız alan Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu, 5 yıllık ham getirisine göre 5 yıldız olarak doldurmuştur. 1 yıldız alan fonlar göz önüne alındığında ise, 3 yıllık ham getirilere göre 1 yıldız alan altı fondan beş tanesi, 5 yıllık ham getirilerine göre de 1 yıldız almışlardır. 3 yıllık ham getirisine göre 1 yıldız alan Ak portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu ise, 5 yıllık ham getirisine göre 2 yıldız almış ve 3 yıllık ham getirisine göre 2 yıldız alan HSBC Portföy Hisse Senedi

Fonu, 5 yıllık ham getirisine göre 1 yıldız olarak bu fonun yerini almıştır. Yani tablonun geneline bakılırsa, fonların çoğunun son 3 yıllık ham getirilerine göre aldıkları yıldızları, 5 yıllık dönemin tümü için de koruma eğiliminde oldukları belirtilebilmektedir ki esasen 5 yıllık ham getiriler hesaplanırken, son 3 yılın yine büyük bir rol oynamasından yola çıkarak, böylesi bir durumun normal karşılanabileceği ifade edilebilmektedir. 57 fondan 47 tanesi hem 3 yıllık hem 5 yıllık getirilerine göre aynı yıldız dereceleri alırken, 10 tane fondan bazıları yıldızlarını yükseltmiş bazıları ise düşürmüşlerdir.

İncelenen fonların 3 yıllık ve 5 yıllık ham getirilerine göre yıldızlarının verilmesinin akabinde, bu fonların nihai Morningstar skorlarını ve yıldız derecelerini ortaya koyarak sıralamalarının yapılması gerekmektedir. Bunun için pek tabii ki yine Morningstar'ın sunduğu ölçeğe göre hareket edilmektedir. Fonların 3 yıllık ham getirilerinin ve buna göre aldıkları yıldızların %40'ı, 5 yıllık ham getirilerinin ve buna göre aldıkları yıldızların da %60'ı alınarak, nihai Morningstar skor ve yıldız dereceleri belirlenmektedir. Doğal olarak bir fon, 3 yıllık ve 5 yıllık ham getirilerine göre aynı yıldız derecesini aldıysa, nihai yıldız derecesi de değişmeyecek ve yine aynı yıldız derecesini alacaktır. Örneğin, hem 3 yıllık hem 5 yıllık ham getirisine göre 4 yıldız almış durumda olan fon, $(4 \times 0,4 + 4 \times 0,6)$ işleminden hareketle nihai olarak da 4 yıldız alacaktır. Ancak, 3 yıllık ve 5 yıllık ham getirilerine göre, 4 yıldız alan fonlar içerisindeki performans sıralaması değişebilecektir. 3 yıllık ham getirilerine göre 4 yıldız alan fonlar içerisinde ilk sıradayken, 5 yıllık ham getirisine göre ikinci ya da daha düşük bir sıradaysa (ya da tam tersi), bunun etkisiyle nihai sıralamada da her ne kadar 3 yıllık ham getirilere göre ilk sırada olsa da, 4 yıldız alan fonlar arasında ikinci sıraya ya da daha aşağı bir basamağa düşebilecektir. 3 yıllık ve 5 yıllık yıldız dereceleri farklı olan fonların ise nihai sıralamaları, Morningstar'ın yuvarlama ve ağırlıklandırma sisteminden dolayı daha fazla etkilenebilmektedir ki bu durum halihazırda yapılmış olan pek çok çalışmanın da 'yanlılık' adı altında konusunu teşkil etmektedir.

3 yıllık ve 5 yıllık ham getirilerine göre 5 yıldız alan beş fon doğaldır ki nihai olarak da 5 yıldız derecesi almıştır. Bunlar arasından ve aslında tüm fonlar arasında, Morningstar skoruna bakıldığında, en başarılı olan ve en iyi performans gösteren fon Ak Portföy Amerika Yabancı Hisse Senedi Fonu'dur. Bu fonu sırasıyla, Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu, Ak Portföy Yabancı Hisse Senedi Fonu, Ak Portföy Avrupa Yabancı Hisse Senedi Fonu ve Gedik Portföy G-20 Ülkeleri Yabancı

Hisse Senedi Fonu takip etmektedir. 5 yıldız almış olan diğer fon ise Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu'dur. Bu fon esasen 3 yıllık ham getirisine göre 4 yıldız almış olsa da, 5 yıllık ham getirisine göre 5 yıldız almasından ve 5 yıllık ham getiriye göre alınan yıldız derecesinin nihai yıldız derecesine %60 oranında etkisinden ötürü, nihai olarak 5 yıldız elde etmiştir. İşte Morningstar'ın yuvarlama ve ağırlıklandırma sisteminin etkisi tam da bu noktada hissedilmektedir. 3 yıllık ham getirisine göre alınan 4 yıldızın %40'ı ve 5 yıllık ham getirisine göre alınan yıldızın %60'ı alındığında, fonun nihai yıldız derecesi 4.6 yıldız olarak gerçekleşmekte olup sayının ondalık kısmı .5 ya da daha yukarısında olduğundan 5 yıldız verilmektedir. Ayrıca, nihai yıldız derecesi hesaplanırken 3 yıllık ve 5 yıllık ham getirilere göre verilen yıldız derecelerinin hesaba alınan ağırlıkları değiştirildiğinde, sonuçların oldukça farklı şekilde ortaya çıkabileceği de görülmektedir. Morningstar skoru, temelde, aynı yıldız derecelerini almış olan fonların birbirleri arasında sıralamalarının yapılabilmesi için kullanılmaktadır. Yani esas olan yıldız derecesidir. Yıldızlar atandıktan sonra, o yıldız grubundaki fonlardan hangisinin en başarılı hangisinin en başarısız olduğu yönündeki sıralama Morningstar skoru'na göre yapılmaktadır. Fonların nihai başarı sıralamaları yapılırken Morningstar skoru'na bakılarak sıralanmaları hatalı sonuçlar verebilmektedir. Çünkü Morningstar skoru bir diğerinden yüksek olan fon, o fondan daha düşük yıldız derecesi alabilmektedir. Bu şekilde Morningstar skoru daha yüksek olmasına rağmen, Morningstar yıldız derecesi daha düşük olduğundan performans sıralamasında o fonun altında yer almaktadır. Bu durum da yine Morningstar'ın sunduğu yöntemin ağırlıklandırma ve yuvarlama özelliğinden ileri gelmektedir. Bahsedilen hususa ilişkin örnekler de Tablo 4.4. üzerinde tüm açıklığı ile görülebilmektedir. Örneğin, Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu'nun Morningstar skoru, İş portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu'ndan daha düşük olmasına rağmen, Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu nihai olarak 5 yıldız alarak, 4 yıldız alan İş portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu'nun üzerinde bulunmaktadır. Bunun sebebi, 3 yıllık ham getirisi daha düşük olan ve bu getirisine göre 4 yıldız alan Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu'nun, 5 yıllık ham getirisinin İş portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu'ndan daha yüksek gerçekleşerek bu getirisine göre 5 yıldız derecesi almasıdır. İş portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu, 3 yıllık ham getirisine göre 5 yıldız almasına rağmen, 5 yıllık ham getirisine göre 4 yıldız almış ve daha yüksek Morningstar skoru olmasına rağmen sıralamada Strateji

Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu'nun arkasında kalmıştır. Çünkü Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu, $(4*0,4+5*0,6)$ işlemine göre 4.6 yıldız almış ve bu yukarı doğru 5 yıldızla yuvarlanmıştır. İş portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu ise $(5*0,4+4*0,6)$ işlemine göre 4.4 yıldız almış ve aşağı doğru 4 yıldızla yuvarlanmıştır. Bu anlamda 3 yıllık ham getirilere göre daha düşük performansa sahip Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu, 3 yıllık ham getiriye göre verilen yıldız derecesinin %40'ı hesaba katıldığından, 5 yıllık ham getirilere göre İş Portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu'ndan daha iyi performans göstererek ve 5 yıllık ham getirilere göre alınan yıldız derecesinin %60'ının nihai yıldız derecesine etki etmesinden dolayı daha üst sırada yer almış ve özünde bu ağırlıklandırma ve yuvarlama sisteminin avantajından faydalanmıştır. Ele alınan fon grubunun içindeki fonların sayısına ve ham getirilerindeki oynaklığın derecesine göre daha dramatik durumlarla ve sıralama değişiklikleriyle de karşılaşmak olasıdır.

En başarısız yani 1 yıldız atanmış olan fonlar incelendiğinde, beş fon hem 3 yıllık hem 5 yıllık ham getirilerine göre 1 yıldız ve dolayısıyla nihai olarak da 1 yıldız alarak son sıralarda kendilerine yer bulmuşlardır. HSBC Portföy Hisse Senedi Fonu ise, 3 yıllık ham getirisine göre 2 yıldız almasına rağmen, 5 yıllık ham getirisine göre 1 yıldız almış ve ağırlıklandırma sisteminin azizliğine uğrayıp nihai olarak 1 yıldız elde ederek, Morningstar skoru Ak portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu'ndan daha yüksek olmasına rağmen performans sıralamasında bu fonun altında kalmıştır. Söz konusu fondan sonra, fonlar en başarısızla doğru sırasıyla İş portföy BIST 30 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu, Garanti Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu, Finans Portföy BIST 30 Endeksi Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu, İş portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu ve Finans Portföy Türkiye Yüksek Piyasa Değerli Bankalar Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu olarak sıralanmıştır. 5 yıldız alan bir anlamda en başarılı olarak addedilen fonların neredeyse tamamı yabancı hisse senedi fonu kimliğinde olup en başarısız olan 1 yıldızlı fonların ise çoğunun endekse dayalı fon hüviyetinde oldukları görülmektedir.

Genel çerçeveye bakıldığında, incelenen dönemde en düşük beta katsayılarına sahip ilk beş fonun, aynı zamanda Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'ne göre en başarılı ilk beş fon oldukları göze çarpmaktadır. Daha önce de bahsedildiği gibi, bu fonların hemen hemen hepsinin 3 yıllık ve 5 yıllık beta katsayıları negatiftir ve

dolayısıyla, bu fonların araştırma döneminde piyasa ile ters yönlü hareket halinde oldukları söylenebilmektedir. Bu beş fondan iki tanesinin aynı zamanda en yüksek ortalama getirilere sahip fonlar arasında oldukları da düşünüldüğünde, araştırma döneminde piyasanın düşüş eğiliminde olduğu, bahse konu fonların negatif beta katsayıları ile beraber piyasaya ters yönde hareket etmek suretiyle en yüksek ortalama getirileri sağlayabildikleri ve ayrıca en yüksek Morningstar yıldız derecelerini alabildikleri şeklinde bir görüş ve yorum ortaya konulabilmektedir. Öte yandan sözü geçen fonların yabancı hisse senedi fonu oldukları da tekrar vurgulanabilmektedir. Keza 1 yıldız alan altı fondan dört tanesi de en yüksek beta katsayılarına sahip fonlar arasında olup endekse dayalı bir konumdadırlar. Buradan da, düşüş eğiliminde olan bir piyasanın varlığı nedeniyle endekse dayalı bir şekilde ve beta katsayılarına bakarak endeksle birlikte hareket eden böylesi fonların, en kötü performans gösteren en başarısız olan fonlar oldukları biçiminde bir yargıya ulaşılabilmektedir. Bu anlamda beta katsayıları ile Morningstar yıldız derecelerinin arasında bir ilişkiden bahsedilebilmektedir.

Standart sapma ile Morningstar yıldız dereceleri arasında, beta katsayılarında olduğu gibi doğrudan görülebilen ve güçlü bir bağlantıdan bahsetmek çok da mümkün değildir. En azından en düşük standart sapmalara sahip fonlar açısından böyle bir bağlantı kurulamamaktadır. 5 yıldız alan fonlardan yalnızca Strateji Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu en düşük standart sapmaya sahip ilk beş fon arasında bulunmaktadır. Diğer 5 yıldız alan fonlarda bu şekilde bir durum söz konusu değildir. Lakin en yüksek standart sapmalara sahip fonlar yönünden bir bağlantı görülebilmektedir. 55, 56 ve 57. sıralarda yer alan ve en kötü performans gösteren üç fon aynı zamanda en yüksek standart sapmalara sahip fonlar içindedir. Bununla beraber 52.sıradaki HSBC Portföy Hisse Senedi Fonu 5 yıllık, 53. sıradaki İş Portföy BIST 30 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu 3 yıllık standart sapmalarına göre en yüksek toplam riske sahip fonlar arasındadır. Belki de bir anlamda yüksek beta katsayılarına sahip fonların düşük yıldız dereceleri, düşük beta katsayılarına sahip fonların yüksek yıldız dereceleri elde ettikleri söylenebilmekte iken, düşük standart sapmalara sahip fonların yüksek yıldız dereceleri aldıklarına çok da güçlü bir kanıt bulunamadığı ancak yüksek standart sapmalara sahip fonların düşük yıldız dereceleri aldıklarına dair daha güçlü kanıtların sağlandığı ifade edilebilmektedir.

Bahsedilen diğer tüm hususların yanı sıra, esasında beş yıldız alan fonların bile dört tanesinin Morningstar skorlarının negatif olmaları gibi bir durum mevcuttur. Yani bu fonlar beş yıldız olarak en başarılı fon kategorisine dahil edilmiş olsalar bile, gerçekte risksiz faiz oranından daha üstün bir performans sergilediklerini söylemek güçtür. Çünkü fonların yıldız derecelerinin atandığı ham getiri verileri, Morningstar Getiri ve Morningstar Risk değerleri arasındaki farktan meydana gelmektedir. Bu iki değer ise temelde risksiz faiz oranı ve fonun içinde bulunduğu grup ekseninde hesaplanmaktadır. Fonların çoğunun kötü performans sergilediği bir durumda fon grubunun riski de hayli yüksek çıkacaktır ve risksiz faiz oranına kıyasla fon yatırımı neticesinde kayda değer kayıplar yaşandığı görülecektir. Yüksek değerlere ulaşan Morningstar Riskleri ve düşük seyreden Morningstar Getirileri sonucunda fonların ham getirileri düşük çıkacak ve hatta bu çalışmada olduğu gibi negatif seyredecektir. Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi üzerine yapılan çalışmaların ve getirilen eleştirilen bir kısmı da konunun bu tarafıyla ilgilidir. Fonun içinde yer aldığı fon grubu kritik öneme sahiptir. Morningstar bu yüzden fon sınıflandırmaları ile ilgili olarak gerektiğinde güncellemeler yapmakta ve fonların daha iyi sınıflandırılabilmesi ve birbirine gerçekten oldukça fazla benzeyen fonların aynı fon grubu içinde değerlendirilmesi için çalışmaktadır. Yine de, düşük performans sergileyen bir fon, içinde bulunduğu gruptaki fonların yüksek performans sergilemesi durumunda, buna dayanarak kendisine iyi bir yer edinebilme ve iyi bir yıldız derecesi alabilme eğiliminde olabilmektedir. Morningstar'ın önceden belirlenmiş olan metodolojisine göre fonlara yıldızlar atanmakta olduğundan, beş yıldız alan fonların hepsi çok iyidir, harikadır, müthiş performans göstermişlerdir gibi bir yargıya varmak sağlıklı olmayacaktır. Çünkü sonuç itibariyle bazı fonlar, iyi bir performansla sahip olmasalar da en azından diğerlerinden daha kötü performans sergilemedikleri için yüksek yıldız dereceleri almaktadırlar. Ayrıca, farklı fon gruplarının var olduğu bir durumda, bir fon grubunda en yüksek yıldız derecelerini alan fonlar, diğer fon grubunda orta dereceler almış fonlardan daha kötü performans gösterebilmekte ya da bu durumun tam tersi gerçekleşebilmektedir. Bu durum da göz önünde bulundurulması gereken hususlardan bir başkasıdır. Bütün bunlarla birlikte, önceden de belirtildiği gibi, 5 yıldız alan altı fon olsa da bunlardan sadece iki tanesinin Morningstar skorları pozitifdir ve yalnızca bu fonların risksiz faiz oranından daha iyi performansla sahip olduklarını söylemek mümkündür. Bu fonlar Ak portföy Amerika Yabancı Hisse Senedi Fonu ve Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu'dur.

SONUÇ

Günden güne daha da gelişen ve büyüyen sermaye piyasalarında, buna paralel olarak yatırım fonlarının önemi ve kapladığı alanın boyutu da artmaktadır. Özellikle küçük yatırımcıların tasarruflarının bu piyasalara kanalize edilmesi konusunda yatırım fonlarının sahip olduğu rol küçümsenmemelidir. Ancak bu yatırımcıların yatırımlarını yönlendirirken, gereken güvenilir ortamın yatırımcılara sağlanmasının önemi de göz ardı edilmemelidir. ABD’de yapılan araştırmalar, hanehalklarının yatırım fonlarına olan ilgisini ve bu endüstriyle olan yakın ilişkisini açık bir şekilde ortaya koysa da yatırım fonları ile Türk halkının tanışması 30 yılı aşmasına rağmen Türkiye’de böylesi bir farkında olma durumundan bahsetmek pek olası değildir. Bu hususun sebepleri olarak finansal okuryazarlığın düşük olması ve her ne kadar çeşitli düzenlemeler ile finansal piyasaların yapısı daha organize ve güvenilir hale getirilmeye çalışılsa da, yatırımcıların piyasaları yeteri kadar güvenilir bulmaması ve yüksek riskli görmesi sayılabilmektedir. Yapılan araştırmalara göre Türkiye’de fon yöneticilerinin çoğunlukla hisse senetleri yerine borçlanma araçlarını fon bileşimlerinde bulundurma eğilimi, piyasaların oynak bir yapıya sahip bulunması ile bağdaştırılabilmekte olup söz konusu eğilimin yöneticilerin kendi geleceklerini gözeterek daha az risk alma davranışı içerisine girmeleri ile örtüştürülmesi de mümkün olabilmektedir. Ayrıca yüksek seviyede belirsizlik ve ülke riski de bu durumun bir diğer nedeni olarak gösterilebilmektedir.

Yatırımcılar, yatırım fonlarının birtakım avantajlarından dolayı tasarruflarını buraya yönlendirme kararı verebilmektedirler. Alternatif pek çok yatırım aracını değerlendirerek bu yönde bir karara vardıldıktan sonra ise, hangi fona ya da fonlara yatırım yapılacağına belirlenmesi gündeme gelmektedir. Yatırımcıların bu kararı verirken büyük oranda fonların performanslarını dikkate aldıkları ve buna göre hareket ettiklerini söylemek mümkündür. Dolayısıyla halihazırda yatırım fonu yatırımcısı olanlar açısından fonların performans değerlendirmeleri yapılarak fondan ayrılma ya ayrılmama kararının verilmesi, potansiyel yatırımcılar içinse hangi fona yatırım yapılacağına belirlenmesi açılarından performans durumları önem arz etmektedir. Ortaya çıkan performans tablosu, fon yöneticileri için de bir itibar unsuru olabilmekte, yüksek performansa sahip yöneticiler daha fazla ücret talebinde bulunabilmektedirler. Piyasadaki diğer paydaşlar yönünden de söz konusu performans rakamları bir referans noktası oluşturabilmekte, fon

yöneticileri arasındaki mücadeleyi artırarak yatırım fonu endüstrisinin derinliğinin artmasına ve gelişmesine katkı sağlayabilmektedir.

Günümüzde halen üzerinde mutlak uzlaşıya varılabilmiş bir performans değerlendirme yöntemi bulunmamaktadır. Literatürde yer alan çalışmalardan da görülebileceği üzere pek çok değişik yöntem mevcut durumdadır ancak her bir yöntemin kendine has birtakım defoları olduğu da söylenebilmektedir. Bununla beraber bahsi geçen çalışmaların bazılarında yeni bir yöntem ortaya konulurken, bazılarında önceden ortaya konulmuş yöntemlerin uygulaması gerçekleştirilmektedir. Diğer bir grup çalışmada ise, yöntemlerin eksik yönleri ve aksaklıkları test edilmekte ve bunlara ışık tutulmaktadır. Bu çalışmada Türkiye’de işlem gören hisse senedi yatırım fonlarının Ocak 2012 - Aralık 2016 dönemi performanslarının Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi ile değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Dolayısıyla gerçekleştirilen bu çalışmanın, önceden sunulmuş bir yöntemin uygulamasının yapıldığı çalışmalar grubuna girdiği ifade edilebilmektedir. Yapılan araştırmalar sonucu, belirtilen dönemde kesintisiz olarak veriye sahip olan ve başka bir fonla birleşmeyen ya da tasfiye olmayan 57 hisse senedi yatırım fonu saptanmıştır. Çalışmanın ilk kısmında, yatırım fonları ile ilgili genel bilgilere yer verilmiş, sonraki bölümlerde fonların performans ölçümleri ile Morningstar Şirketi üzerinde durulmuştur. Uygulama kısmında ise öncelikle fonların standart sapma, beta katsayıları, ortalama getirileri gibi bazı temel istatistikleri bulunmuş, amaca yönelik olarak aylık kapanış fiyatlarından hareketle fonların 60’ar aylık getiri verileri hesaplanmış ve risksiz getiriler belirlenmiştir. Sonraki adımda Morningstar’ın ortaya koyduğu performans değerlendirme metodolojisi uygulanmış ve buna bağlı olarak fonlara yıldız dereceleri atanarak performansları değerlendirilmiştir. Bu metodolojiye göre herhangi bir gösterge endekse (benchmark) ihtiyaç duyulmadığından, gösterge endeksin belirlenmesine yönelik bir aksiyon içine girilmemiştir.

Çalışmada öncelikle ele alınan fonların standart sapmaları, beta katsayıları ve ortalama getirileri gibi istatistikleri 3 ve 5’er yıllık dönemler için hesaplanmıştır. Genel olarak bakıldığında ağırlıklı olarak yabancı hisse senetlerine yatırım yapan yabancı hisse senedi fonu kimliğindeki fonların, en yüksek ortalama getirilere sahip fonlar arasında kayda değer bir yer edindiği göze çarpmaktadır. Ak Portföy Amerika Yabancı Hisse Senedi Fonu, Ak Portföy Yabancı Hisse Senedi Fonu, Gedik Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), İş Portföy BIST Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi

Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), Kare Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) ve Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu en yüksek ortalama getirilere sahip fonlar durumundadır. Analiz döneminde en düşük ortalama getirilere sahip fonlar ise, Ak Portföy BIST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), Ak Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), Bizim Portföy Enerji Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), Global MD Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), Global MD Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), İstanbul Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon), HSBC Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) ve İş Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) ortalama getiriler anlamında en kötü performansa sahip olan fonlardır. Finans literatüründe daha düşük getirilere sahip fonların daha düşük riskli olmaları, daha yüksek getirilere sahip fonların ise aldıkları daha yüksek riskin bir ödülü olarak bu yüksek getirilere ulaşması beklenmektedir. Bu bağlamda, fonların ortalama getirileri ile standart sapmaları yani toplam riskleri arasındaki ilişkiye bakıldığında, söz konusu beklentiye ilişkin durumun kısmen gerçekleştiği söylenebilmektedir. Öyle ki her iki dönem için de en yüksek ortalama getirilere sahip İş Portföy BIST teknoloji ağırlıklı sınırlamalı endeksi hisse senedi fonu (hisse senedi yoğun fon), sadece 3 yıllık dönem için en yüksek standart sapmaya sahip durumda olup, bahsi geçen beklentiye kısmen karşılar niteliktedir. En yüksek ortalama getirilere sahip diğer hiç bir fon, en yüksek standart sapmalı fonlar arasında bulunmamaktadır. En düşük toplam riske sahip fonlardan, İstanbul Portföy Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) en düşük ortalama getirilere sahip fonlar arasında bulunmakta iken, İş Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (hisse senedi yoğun fon) da kısmen beklentilere cevap vermektedir. Bunların haricindeki en düşük ortalama getirilere sahip fonlar için böylesi bir durum söz konusu değildir. Özetle, yüksek riske sahip fonların yüksek getiriler, düşük riske sahip fonların düşük getiriler sağladıklarına yönelik net bulgular elde edilememiştir. Bununla beraber yüksek standart sapmalara sahip fonların aynı zamanda yüksek beta katsayılarına sahip olduğu ve bu fonların toplam risklerinin içinde sistematik riskin kayda değer bir yer kapladığı ifade edilebilmektedir. Düşük beta katsayılarına sahip fonların bazılarının yüksek ortalama getirilere sahip fonlar arasında yer almasından hareketle, bu fonların düşüş yönündeki piyasaya ters yönlü davranarak bu ortalama getirileri elde ettikleri savunulabilmektedir. Ancak yüksek beta

katsayılarına sahip fonların düşük ortalama getiriler sağladığına dair herhangi bir kanut bulunamamıştır.

Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'ne yapılan performans değerlendirmelerine göre, 5 yıldız alan altı fondan beş tanesi yabancı hisse senedi fonu niteliğindedir. En başarılı ilk üç fon ise aynı zamanda en yüksek ortalama getirilere sahip fonlar arasında kendilerine yer bulmuşlardır. En yüksek performansı gösteren ilk beş fon ise eş zamanlı olarak en düşük beta katsayılarına sahiplerdir. 1 yıldız alan fonlarınsa genelde endeks fon profilinde oldukları gözlemlenmiştir. Ayrıca bu fonların en yüksek beta katsayılı fonlar arasında oldukları görülmektedir. Dolayısı ile, fonların beta katsayıları ile Morningstar'a göre elde ettikleri yıldız dereceleri arasında bir bağlantı olduğu ve yüksek beta katsayılarına sahip fonların düşük yıldız dereceleri, düşük beta katsayılarına sahip fonların ise yüksek yıldız dereceleri aldığı sonucuna ulaşılmıştır. Bununla beraber yüksek standart sapmalara sahip fonların düşük yıldız dereceleri aldığına dair bazı kanıtlar elde edilebilmiş ancak düşük standart sapmalara sahip fonların yüksek yıldız derecelerine sahip olduğu yönünde bir bulguya rastlanmamıştır. Genel çerçeveye göre, fonların toplam risk ve sistematik risklerinin yıldız dereceleri üzerinde etkili olduğu belirtilebilmektedir. Ortalama getiriler ile yıldız dereceleri arasında güçlü bir ilişki saptanamamış olup, bazı yüksek ortalama getirilere sahip fonların yüksek yıldız dereceleri aldığına dair kısmi kanıtlar sağlanmıştır. Fonların 5 yıllık ham getirilerine göre aldıkları yıldızların, nihai yıldız derecelerini belirlediğini, bu durumun ise Morningstar'ın ağırlıklandırma sisteminin etkisiyle meydana geldiğini de söylemek mümkündür. Ancak esasen fonların son 3 yıllık dönemdeki performanslarının daha fazla dikkate alındığını, çünkü 5 yıllık dönemin halihazırda 3 yıllık dönemi kapsadığını unutmamak gerekmektedir. Performans sonuçlarına ilişkin vurgulanması gereken noktalardan bir başkası da, 5 yıldız alan altı fondan dördünün dahi negatif Morningstar Skoru'na sahip olmaları durumudur. Bu sebeple iki fon hariç diğer tüm fonların, esasen, risksiz faiz oranından düşük bir performans sergiledikleri söylenebilmektedir.

Bu çalışmada kullanılan ve Türkiye'de kısıtlı uygulaması bulunan Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi'nin fon seçimi için tek belirleyici olarak benimsenmesi yerine başka performans değerlendirme yöntemleri ile de performansların incelenmesinin ve bu doğrultuda yorumlar yapılmasının daha sağlıklı olacağı düşünülmekle beraber, hemen her yöntemin kendine has bazı eksik noktalarının bulunduğu göz ardı

edilmemelidir. Morningstar'ın fon seçim sürecinin ilk aşaması olarak görülerek, fonların ayrıştırılmasında kullanılmasının daha verimli çıktılar sağlaması muhtemeldir. Ayrıca fonların farklı ve daha uzun dönemler için performanslarının değerlendirilmesi de söz konusu olabilir. Aylık veriler yerine, haftalık ya da günlük veriler üzerinden performans analizlerinin de gerçekleştirilmesi farklı performans sonuçları ortaya çıkarabilmektedir. Öte yandan elde edilen performans sonuçlarının sadece geçmiş performansların bir aynası durumunda bulunduğu, geleceğin belirsizliklerle dolu olduğu, bu yüzden ulaşılan sonuçların gelecekteki performansı garanti etmediği akıldan çıkarılmamalıdır. Sağlanan performans sonuçlarıyla beraber fonun yapısına, stratejisine, fon yöneticilerine, gider kalemlerine vb. bakmanın uzun vade için daha verimli sonuçlar verebileceği, yatırımcının kendi risk algısını da işin içine katarak bir yorumda bulunması ile daha efektif sonuçlara erişilebileceği düşünülmektedir. Diğer yandan fonların zamanlama kabiliyetleri ve devamlılıkları incelenerek oluşan performansın şans eseri mi yoksa fon yöneticisinin kabiliyeti sonucu mu meydana geldiği ve gelecek dönemlerde performanslarını sürdürüp sürdüremedikleri de ele alınabilir. Gelecekte aynı fonlar ile yapılacak bir çalışma ya da çalışmalar mevzu bahis olursa, fonların performanslarındaki değişim açısından bu çalışmanın bir kıyas noktası teşkil etmesi olasıdır.

KAYNAKÇA

- Adkisson, J.A. ve Fraser, D.R. (2003). Reading the stars: Age bias in Morningstar ratings. *Financial Analysts Journal*, 59 (5), 24-27.
- Akel, V. (2007). Türkiye’deki A ve B tipi yatırım fonları performansının devamlılığının parametrik ve parametrik olmayan yöntemlerle değerlendirilmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22 (2), 147-177.
- Allen, D.E. ve Tan, M.L. (1999). A test of the persistence in the performance of UK managed funds. *Journal of Business, Finance & Accounting*, 26 (5&6), 559-593.
- Alptekin, N. ve Şıklar, E. (2009). Türk hisse senedi emeklilik yatırım fonlarının çok kriterli performans değerlendirmesi: Topsis metodu. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (25), 185-196.
- Altınırnak, S. (2003). *Süre Temelli Portföyler ve İMKB’de Uygulanabilirliği.*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, No:143,1-129.
- Altıntaş, K.M. (2008). Türk özel emeklilik fonlarının risk odaklı yönetim performansı: 2004-2006 dönemine ilişkin bir analiz. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8 (1), 85-110.
- Andersen, P. ve Petersen, N.C. (1993). A procedure for ranking efficient units in data envelopment analysis. *Management Science*, 39 (10), 1261-1264.
- Angela, C.C. (2013). Investment funds in Romania. A. Giurgiu, M.M. Abrudan, A.D. Badulescu, N.G. Bugnar, I.G. Tara (Editörler), *The Annals of the University of Oradea: Economic Sciences* içinde, (s. 608-617). Romanya.
- Antypas, A., Caporale, G.M., Kourougenis, N., Pittis, N. (2009). Selectivity, market timing and the Morningstar Star-Rating System. *CESifo Working Paper No. 2580*, 1-25.
- Apak, S. ve Taşçıyan, K.H. (2009). Morningstar yıldız derecelendirme sistemi ile Türk emeklilik yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (44), 80-91.
- Arslan, M. (2005). A tipi yatırım fonlarında yöneticilerin zamanlama kabiliyeti ve performans ilişkisi analizi: 2002-2005 dönemi bir uygulama. *Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, (2), 1-23.

- 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*, 2 (2), 3-20.
- Atan, M., Atan, S. ve Özdemir, S.A. (2008). Türkiye'deki bazı yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10 (2), 47-67.
- Ayaydın, H. (2013). Türkiye'deki emeklilik yatırım fonlarının performanslarının analizi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 22 (2), 59-80.
- Banker, R.D., Charnes, A. ve Cooper, W.W. (1984). Some models for estimating technical and scale inefficiencies in data envelopment analysis. *Management Science*, 30 (9), 1078-1092.
- Barron, J. ve Ni, J. (2013). Morningstar ratings and mutual fund manager turnover. *Journal of Applied Finance*, 23 (1), 95-110.
- Basso, A. ve Funari, S. (2001). A data envelopment analysis approach to measure the mutual fund performance. *European Journal of Operational Research*, 135 (3), 477-492.
- Bayramoğlu, M.F. ve Yayalar, N. (2017). Portföy seçiminde toplam riski temel alan portföy performans ölçütlerinin değerlendirilmesi. *Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17 (1), 1-28.
- Bers, M.K. (1998). Causal relations among stock returns, inflation: Persistence of international mutual fund performance. *Global Finance Journal*, 9 (2), 225-240.
- Blake, C.R., Elton, E.J. ve Gruber, M.J. (1993). The performance of bond mutual funds. *The Journal of Business*, 66 (3), 371-403.
- Blake, C.R. ve Morey, M.R. (2000). Morningstar ratings and mutual fund performance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (3), 451-483.
- Blume, M.E. (1998). An anatomy of Morningstar ratings. *Financial Analysts Journal*, 54 (2), 19-27.
- Bollen, N.P.B. ve Busse, J.A. (2001). On the timing ability of mutual fund managers. *The Journal of Finance*, 56 (3), 1075-1094.

- Bolster, P.J., Trahan, E.A ve Wang, P. (2016). Assessing performance of Morningstar's star rating system for equity investment. *Journal of Economic & Financial Studies*, 4 (1), 11-22.
- Carhart, M.M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52 (1), 57-82.
- Carlson, R.S. (1970). Aggregate performance of mutual funds, 1948-1967. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 5 (1), 1-32.
- Casarin, R., Lazzarin, M., Pelizzon, L., Sartore, D. (2005). Relative benchmark rating and persistence analysis: Evidence from Italian equity funds. *The European Journal of Finance*, 11 (4), 297-308.
- Cesari, R. ve Panetta, F. (2002). The performance of Italian Equity Funds. *Journal of Banking & Finance*, 26 (1), 99-126.
- Charnes, A., Cooper, W.W. ve Rhodes, E. (1978). Measuring the efficiency of decision making units. *European Journal of Operational Research*, 2 (6), 429-444.
- Chen, Z. ve Lin, R. (2006). Mutual fund performance evaluation using data envelopment analysis with new risk measures. *OR Spectrum*, 28 (3), 375-398.
- Chiang, K.C.H., Kozhevnikov, K. ve Wisen, C.H. (2005). Ranking properties of Morningstar risk-adjusted rating. *The Journal of Investing*, 14 (1), 90-98.
- Choi, Y.K. ve Murthi, B.P.S. (2001). Relative performance evaluation of mutual funds: A non-parametric approach. *Journal of Business, Finance & Accounting*, 28 (7&8), 853-876.
- Chotivethamrong, C. (2015). The performance of Thai mutual funds: A 5-star Morningstar mutual fund rating. *Journal of Economics, Business and Management*, 3 (1), 104-110.
- Christensen, M. (2003). Evaluating Danish mutual fund performance. *Finance Working Papers No. 03-4*, 1-27.
- Connor, G. ve Korajczyk, R.A. (1991). The attributes, behavior and performance of U.S. mutual funds. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1 (1), 5-26.

- Cumby, R.E. ve Glen, J.D. (1990). Evaluating the performance of international mutual funds. *The Journal of Finance*, 45 (2), 497-521.
- Dağlı, H., Bank, S. ve Er, B. (2008). Türkiye’deki bireysel emeklilik yatırım fonlarının performans değerlendirmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (40), 84-95.
- Dahlquist, M., Engström, S. ve Söderlind, P. (2000). Performance and characteristics of Swedish mutual funds. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (3), 409-423.
- Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S., Wermers, R. (1997). Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks. *The Journal of Finance*, 52 (3), 1035-1058.
- Del Guercio, D. ve Tkac, P.A. (2008). Star power: The effect of Morningstar ratings on mutual fund flow. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43 (4), 907-936.
- Detzler, M.L. (1999). The performance of global bond mutual funds. *Journal of Banking & Finance*, 23 (8), 1195-1217.
- Doğanay, M.M. (2002). Hisse senedi yatırım fonlarının şartlı performans değerlendirmesi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 57 (3), 31-48.
- Ege, İ., Topaloğlu, E.E. ve Coşkun, D. (2011). Türkiye’deki emeklilik yatırım fonlarının yatırım performanslarının analizi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 3 (1), 79-89.
- Ege, İ., Topaloğlu, E.E. ve Erdoğan, D.C. (2015). Pension mutual funds investment performance: The case of Turkey. *International Journal of Business Quantitative Economics and Applied Management Research*, 2 (6), 1-15.
- Ege, İ., Karakozak, Ö. ve Topaloğlu, E.E. (2016). Emeklilik yatırım fonlarının ELECTRE yöntemi ile performansının analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 53 (614), 59-68.
- Eken, M.H. ve Pehlivan, E. (2009). Yatırım fonları performansı klasik performans ölçümleri ve VZA analizi. *Maliye Finans Yazıları*, 1 (83), 85-114.
- Eling, M. (2006). Performance measurement of hedge funds using data envelopment analysis. *Financial Markets and Portfolio Management*, 20 (4), 442-471.

- Eling, M. ve Schuhmacher, F. (2007). Does the choice of performance measure influence the evaluation of hedge funds? *Journal of Banking & Finance*, 31 (9), 2632-2647.
- Engström, S. (2003). Costly information, diversification and international mutual fund performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11 (4), 463-482.
- Ercan, M.K. ve Ban, Ü. (2012). *Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim*. 7.baskı. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Fabozzi, F.J. ve Markowitz, H.M. (2011). Overview of investment management. F.J. Fabozzi ve H.M. Markowitz (Editörler), *The Theory and Practice of Investment Management: Asset Allocation, Valuation, Portfolio Construction, and Strategies* içinde (s. 3-14). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Faff, R.W., Parwada, J.T. ve Poh, H.L. (2007). The information content of Australian managed fund ratings. *Journal of Business, Finance & Accounting*, 34 (9&10), 1528-1547.
- Fama, E.F. (1972). Components of investment performance. *The Journal of Finance*, 27 (3), 551-567.
- Ferreira, M.A., Keswani, A., Miguel, A.F., Ramos, S.B. (2012). The determinants of mutual fund performance: A cross-country study. *Review of Finance*, 17 (2), 483-525.
- Ferson, W.E. ve Schadt, R.W. (1996). Measuring fund strategy and performance in changing economic conditions. *The Journal of Finance*, 51 (2), 425-461.
- Franecki, D. (3 Mayıs 2000). Fund ratings, recent results diverge following declines. *The Wall Street Journal*.
- Friend, I. ve Blume, M. (1970). Measurement of portfolio performance of under uncertainty. *The American Economic Review*, 60 (4), 561-575.
- Füss, R., Rindler, P.B. ve Schmidt M. (2010). From rising stars and falling angels: On the relationship between the performance and ratings of German mutual funds. *The Journal of Wealth Management*, 13 (1), 75-90.
- Gerrans, P. (2006). Morningstar ratings and future performance. *Accounting and Finance*, 46 (4), 605-628.

- Gottesman, A.A. ve Morey, M.R. (2006). Manager education and mutual fund performance. *Journal of Empirical Finance*, 13 (2), 145-182.
- Gökgöz, F. (2007). Bireysel emeklilik fonlarının performans değerlendirmesi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 25 (1), 259-291.
- Gökgöz, F. ve Günel, M.O. (2012). Türk yatırım fonlarının portföy performanslarının analizi. *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3 (2), 3-25.
- Grinblatt, M. ve Titman, S. (1989). Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings. *The Journal of Business*, 62 (3), 393-416.
- Grinblatt, M. ve Titman, S. (1993). Performance measurement without benchmarks: An examination of mutual fund returns. *The Journal of Business*, 66 (1), 47-68.
- Gruber, M.J. (1996). Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds. *The Journal of Finance*, 51 (3), 783-810.
- Güçlü, S. (2007). *Yatırım fonlarının performansının ölçülmesi ve bir uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Gümüş, F.B. ve İngir, K. (2014). 2008-2012 dönemi arası Türk yatırım fonlarının portföy performans analizi. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2 (3), 139-163.
- Gürsoy, C.T. ve Erzurumlu, Y.Ö. (2001). Evaluation of portfolio performance of Turkish investment funds. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 2 (2), 43-58.
- Haslem, J.A. ve Scheraga, C.A. (2003). Data envelopment analysis of Morningstar's large-cap mutual funds. *The Journal of Investing*, 12 (4), 41-48.
- Haslem, J.A. (2014). Morningstar mutual fund measures and selection model. *The Journal of Wealth Management*, 17 (2), 19-30.
- Hendricks, D., Patel, J. Ve Zeckhauser, R. (1993). Hot hands in mutual funds: Short-run persistence of relative performance, 1974-1988. *The Journal of Finance*, 48 (1), 93-130.

- Henriksson, R.D. ve Merton, R.C. (1981). On market timing and investment performance. II. statistical procedures for evaluating forecasting skills. *The Journal of Business*, 54 (4), 513-533.
- Henriksson R.D. (1984). Market timing and mutual fund performance: An empirical investigation. *The Journal of Business*, 57 (1), 73-96.
- Huang, J., Sialm C. ve Zhang, H. (2011). Risk shifting and mutual fund performance. *The Review of Financial Studies*, 24 (8), 2575-2616.
- Ibbotson, R.G. ve Patel, A.K. (2002). Do winners repeat with style? *Yale ICF Working Papers No. 00-70*, 1-27.
- İktisadi Araştırmalar Vakfı. (1989). *Türkiye’de yatırım fonları ve son gelişmeler (Tebliğler ve panel)*. İstanbul: Gümüş Basımevi.
- Jagric, T., Podobnik, B., Strasek, S., Jagric, V. (2007). Risk-adjusted performance of mutual funds: Some tests. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 5 (2), 233-244.
- Jan, Y.C. ve Hung, M.W. (2004). Short-run and long-run persistence in mutual funds. *The Journal of Investing*, 13 (1), 67-71.
- Jayadev, M. (1996). Mutual fund performance: An analysis of monthly returns. *Finance India*, 10 (1), 73-84.
- Jensen, M.C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23 (2), 389-416.
- Jobson, J.D ve Korkie, B.M. (1981). Performance hypothesis testing with the Sharpe and Treynor measures. *The Journal of Finance*, 36 (4), 889-908.
- Kacperczyk, M., Sialm, C. Ve Zheng, L. (2005). On the industry concentration of actively managed equity mutual funds. *The Journal of Finance*, 60 (4), 1983-2011.
- Kahn, R.N. ve Rudd, A. (1995). Does historical performance predict future performance? *Financial Analysis Journal*, 51 (6), 43-52.

- Karatepe, Y. ve Karacabey, A. (2000). A-tipi yatırım fonları performansının yeni bir yöntem kullanılarak değerlendirilmesi: Graham-Harvey performans testi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 55 (2), 55-67.
- Karatepe, Y. ve Gökğöz, F. (2007). A-tipi yatırım fonu performansının değerlendirilmesi ve performans devamlılık analizi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 62 (2), 75-109.
- Kaur, J. ve Liu, L. (2010). Predictability of Morningstar rating for future performance on Canadian mutual funds. *Araştırma Projesi*, 1-29.
- Kılıç, S. (2002). *Türkiye’deki yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi*. Ankara: İMKB Yayınları.
- Kıymaz, H. (1997). Yatırım fonlarının performans değerlendirmesi: B tipi fonlar uygulaması. *İktisat İşletme ve Finans*, 12 (138), 21-36.
- Klemkosky, R.C. (1973). The bias in composite performance measures. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8 (3), 505-514.
- Knuutila, M., Puttonen, V. ve Smythe, T. (2007). The effect of distribution channels on mutual fund flows. *Journal of Financial Services Marketing*, 12 (1), 88-96.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2007). Türk emeklilik fonlarının performans ölçümünde regresyon analizinin kullanılması. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 3 (5), 37-52.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2008). Türkiye’deki emeklilik fonları ile yatırım fonlarının performans karşılaştırması ve fon yöneticilerinin zamanlama yetenekleri. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (15), 114-147.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2009). Türkiye’de işlem gören hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının performans karşılaştırması. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 1 (1), 1-15.
- Kök, D. ve Erikçi, M.E. (2015). Türkiye’de A tipi yatırım fonlarının performansı: 2004-2013 dönemi analizi. *Pamukkale İşletme ve Bilişim Yönetimi Dergisi*, 2 (2), 15-26.

- Kräussl, R. (2007). Improvements and Limitations of the Revised Morningstar Fund Rating Methodology. G. N. Gregoriou (Editör), *Diversification and portfolio management of mutual funds* içinde (s. 121-137). Birleşik Krallık: Palgrave Macmillan.
- Kurtaran, A.T. ve Kurtaran, A. (2010). Türkiye’de emeklilik yatırım fonlarının performans değerlendirmesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (26), 248-259.
- Lehmann, B.N. ve Modest, D.M. (1987). Mutual fund performance evaluation: A comparison of benchmarks and benchmark comparisons. *The Journal of Finance*, 42 (2), 233-265.
- Lisi, F. ve Caporin, M. (2012). On the role of risk in the Morningstar rating for mutual funds. *Quantitative Finance*, 12 (10), 1477-1486.
- Loviscek, A.L. ve Jordan, .W.J. (2000). Stock selection based on Morningstar’s ten-year, five-star general equity mutual funds. *Financial Services Review*, 9 (2), 145-157.
- Malkiel, B.G. (1995). Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991. *The Journal of Finance*, 50 (2), 549-572.
- McDonald, J.C. (1973). French mutual fund performance: Evalation of internationally-diversified portfolios. *The Journal of Finance*, 28 (5), 1161-1180.
- McMullen, P.R. ve Strong, R.A. (1998). Selection of mutual funds using data envelopment analysis. *The Journal of Business and Economic Studies*, 4 (1), 1-12.
- Meier, I. ve Schaumburg, E. (2006). Do funds window dress? Evidence for U.S. domestic equity mutual funds. *Working Paper*, 1-52.
- Modigliani, F. ve Modigliani, L. (1997). Risk-adjusted performance. *The Journal of Portfolio Management*, 23 (2), 45-54.
- Morey, M.R. ve Morey, R.C. (1999). Mutual fund performance appraisals: A multi-horizon perspective with endogenous benchmarking. *Omega*, 27 (2), 241-258.
- Morey, M.R. (2002). Mutual fund age and Morningstar ratings. *Financial Analyst Journal*, 58 (2), 56-63.

- Morey, M.R. ve Vinod, H.D. (2002). Estimation risk in Morningstar fund ratings. *The Journal of Investing*, 11 (4), 67-75.
- Morey, M.R. (2005). The Kiss of Death: A 5-Star Morningstar Mutual Fund Rating? *Working Paper*, 1-17.
- Morey, M.R. ve Gottesman, A. (2006). Morningstar Mutual Fund Ratings Redux. *Working Paper*, 1-25.
- Murthi, B.P.S., Choi, Y.K. ve Desai, P. (1997). Efficiency of mutual funds and portfolio performance measurement: A non-parametric approach. *European Journal of Operational Research*, 98 (2), 408-418.
- Nitish, B., Sawkut, R., Boopen, S., Vinesh, S., Suraj, F. (2009). Analyzing mutual funds performance: The case of emerging Mauritian Economy. *The IUP Journal of Financial Economics*, 7 (2), 47-60.
- Omağ, A. (2010). Türkiye’de A tipi ve B tipi yatırım fonlarının 2000-2008 dönemi performans analizi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (17), 235-250.
- Özek, P. (2014). Yatırım fonu performansının portföy bilgileri ile ilişkili olarak analiz edilmesi. *Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 12 (2), 42-55.
- Özeroğlu, A.İ. (2014). Türkiye’de menkul kıymet yatırım fonlarının gelişimi ve sermaye piyasaları üzerindeki etkileri. *Tarih Okulu Dergisi*, 18, 397-419.
- Özütürk, B. (2002). *Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi*. Ankara: T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi
- Papadamou, S. ve Siriopoulos, C. (2004). American equity mutual funds in European markets: Hot hands phenomenon and style analysis. *International Journal of Finance and Economics*, 9 (2), 85-97.
- Pendaraki, K. ve Zopounidis, C. (2003). Evaluation of equity mutual funds’ performance using a multicriteria methodology. *Operational Research*, 3 (1), 69-90.
- Pirgaip, B. (2016). Türkiye’de altın ve altına dayalı yatırım araçlarının karşılaştırmalı performans analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 53 (619), 9-24.

- Redman, A.L., Gullett, N.S. ve Manakyan, H. (2000). The performance of global and international mutual funds. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 13 (1), 75-85.
- Sah, V., Tidwell, O.A. ve Ziobrowski A.J. (2011). The predictive abilities and persistence of Morningstar ratings: An examination of real estate mutual funds. *Journal of Property Research*, 28 (3), 249-267.
- Samırkaş, M.C. ve Düzakın, H. (2012). Türkiye’deki A ve B tipi yatırım fonlarının performans analizi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21 (3), 391-410.
- Seçme, O., Aksoy, M. ve Uysal, Ö. (2016). Katılım endeksi getiri, performans ve oynaklığının karşılaştırmalı analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (72), 107-128.
- Sexton, T.R., Silkman, H.R. ve Hogan, A.J. (1986). Data envelopment analysis: Critique and extensions. *New Directions for Evaluation*, 1986 (32), 73-105.
- Sharpe, W.F. (1966). Mutual fund performance. *The Journal of Business*, 39 (1), 119-138.
- Simons, K. (1998). Risk-adjusted performance of mutual funds. *New England Economic Review*, (Sep), 33-48.
- Smith, K.V. ve Tito, D.A. (1969). Risk-return measures of ex post portfolio performance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4 (4), 449-471.
- Şahin, E.E. (2008). *Yatırım fonlarının performans ölçümü ve 2005-2008 döneminde Türkiye’deki yatırım fonlarının performans değerlemelerine yönelik bir uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Teker, S., Karakurum, E. ve Tav, O. (2008). Yatırım fonlarının risk odaklı performans değerlemesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9 (1), 89-105.
- Tonks, I. (2005). Performance persistence of pension-fund managers. *The Journal of Business*, 78 (5), 1917-1942.

- Treynor, J.L. (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, 43 (1), 63-75.
- Treynor, J.L. ve Mazuy, K.K. (1966). Can mutual funds outguess the market? *Harvard Business Review*, 44 (4), 131-136.
- Uyar, U. ve Gökçe, A. (2015). 2008 küresel ekonomik krizinin bankacılık hisse senetleri performansı üzerine etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7 (12), 209-225.
- Uygurtürk, H. (2013). Performance evaluation of Turkish pension funds by using ELECTRE method. *International Journal of Research in Computer Application & Management*, 3 (9), 100-107.
- Ünal, G. ve Tan, Ö.F. (2015). Performance evaluation of A-type Turkish mutual funds in the era of quantitative easing. *Yıldız Social Science Review*, 1 (2), 35-46.
- Vsyniauskas, P. ve Rutkauskas, A.V. (2014). Performance evaluation of investment (mutual) funds. *Business: Theory and Practice*, 15 (4), 398-407.
- Yıldız, A. (2005). A tipi yatırım fonları performanslarının İMKB ve Fon Endeksi bazında değerlendirilmesi. *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, 14, 185-202.
- Yıldız, A. (2006). Yatırım fonları performansının veri zarflama analizi yöntemiyle değerlendirilmesi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 61 (2), 211-234.
- Yolsal, H. (2012). A tipi yatırım fonlarının performansı: Banka ve aracı kurum fonları üzerine bir inceleme. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 32 (1), 343-364.
- Zheng, L. (1999). Is money smart? A study of mutual fund investors' fund selection ability. *The Journal of Finance*, 54 (3), 901-933.
- http-1:** <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/253> (Erişim tarihi: 16.03.2018)
- http-2:** <https://www.isbank.com.tr/TR/bireysel/yatirim-urunleri/yatirim-fonu/Sayfalar/yatirim-fonu.aspx> (Erişim tarihi: 16.03.2018)
- http-3:** <https://www.yapikredi.com.tr/yatirimci-kosesi/fon-bilgileri> (Erişim tarihi: 16.03.2018)

- http-4:** <https://www.yapikredi.com.tr/yatirim-urunleri/yatirim-fonlari/yatirim-fon-turleri/> (Erişim tarihi: 16.03.2018)
- http-5:** <http://www.ktportfoy.com.tr/yatirimci-kilavuzu/fon-turleri/menkul-kiymet-yatirim-fonlari-turleri-nelerdir.19.aspx> (Erişim tarihi: 16.03.2018)
- http-6:** <https://www.garantiportfoy.com.tr/yatirimci-kilavuzu/> (Erişim tarihi: 16.03.2018)
- http-7:** <http://www.morningstar.com//company/about-us#> (Erişim tarihi: 03.03.2018)
- http-8:**
https://corporate.morningstar.com/US/documents/MarketingFactSheets/Morningstar_Fact_Sheet_072517.pdf (Erişim tarihi: 03.03.2018)
- http-9:** <http://corporate.morningstar.com/us/asp/subject.aspx?xmlfile=177.xml> (Erişim tarihi: 03.03.2018)
- http-10:**
https://corporate.morningstar.com/US/documents/MethodologyDocuments/MethodologyPapers/MorningstarFundRating_Methodology.pdf (Erişim tarihi: 03.03.2018)
- http-11:** https://www.danskeinvest.com/pdf/morningstar_en.pdf (Erişim tarihi: 03.03.2018)
- http-12:** <http://www.morningstar.com/funds.html> (Erişim tarihi: 03.03.2018)
- http-13:** <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/PortfoyDegerleri/YatirimFonlari/MKYF> (Erişim tarihi: 25.06.2017)
- http-14:**
http://morningstardirect.morningstar.com/clientcomm/Morningstar_Categories_US_April_2016.pdf (Erişim tarihi: 27.02.2018)
- http-15:**
https://corporate.morningstar.com/US/documents/MethodologyDocuments/FactSheets/MorningstarRatingForFunds_FactSheet.pdf (Erişim tarihi: 27.02.2018)

<http://www.efama.org/statistics/SitePages/Asset%20Management%20Report.aspx>
(Erişim tarihi: 10.03.2018)

<https://www.ici.org/research/investors/ownership> (Erişim tarihi: 10.03.2018)

https://www.ici.org/pubs/fact_books (Erişim tarihi: 10.03.2018)

<https://www.ici.org/pubs/annuals> (Erişim tarihi: 10.03.2018)

<http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri> (Erişim tarihi: 10.03.2018)

<http://www.tefas.gov.tr/IstatistikiRaporlar/FonBazl%C4%B1IslemHacmi.aspx> (Erişim tarihi: 10.03.2018)

<https://www.tspb.org.tr/veriler/> (Erişim tarihi: 10.03.2018)

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Yavuz GÜL

Yabancı Dil : İngilizce

Doğum Yeri ve Yılı : Eskişehir / 1991

E-Posta : yavuz.gul@outlook.com

Eğitim ve Mesleki Geçmişi:

- 2015, Gazi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme (%30 İng)
- 2015, Gazi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Maliye (Yandal)

Yayımları ve/veya Bilimsel/Sanatsal Faaliyetleri:

- Gül Y. ve Altınırmak S. (2018). Evaluation of the performance of Turkish equity umbrella funds using the Morningstar Rating System, *Journal of Economics Finance and Accounting*, 5 (1), 127-136.

