

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
FİNANSAL İKTİSAT VE BANKACILIK
YÜKSEK LİSANS TEZİ

YATIRIM FONLARI RİSK VE GETİRİ ANALİZİ:
TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Cheikh SALECK

Danışman
Prof. Dr. İsmail MAZGİT

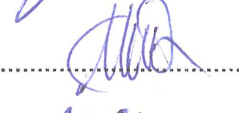
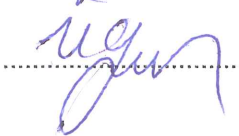
İZMİR - 2018

YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : Dokuz Eylül Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı ve Soyadı : CHEİKH SALECK
Öğrenci No : 2013801730
Tez Başlığı : Yatırım Fonları Risk ve Getiri Analizi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama

Savunma Tarihi : 03/08/2018
Danışmanı : Prof.Dr.İsmail MAZGİT

JÜRİ ÜYELERİ

<u>Ünvanı, Adı, Soyadı</u>	<u>Üniversitesi</u>	<u>İmza</u>
Prof.Dr.İsmail MAZGİT	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Prof.Dr.Mert URAL	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Doç.Dr.Mehmet GÜÇLÜ	EGE ÜNİVERSİTESİ	

CHEİKH SALECK tarafından hazırlanmış ve sunulmuş olan bu tez savunmada başarılı bulunarak oy birliği ☒ / oy çokluğu () ile kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Metin ARIKAN
Müdür

YEMİN METNİ

Yüksek lisans Tezi olarak sunduğum “Yatırım Fonları Risk ve Getiri Analizi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.



Tarih

.../.../...

Cheikh SALECK

İmza

ÖZET
Yüksek Lisans Tezi
Yatırım Fonları Risk ve Getiri Analizi:
Türkiye Üzerine Bir Uygulama
Cheikh SALECK

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı
Finansal İktisat ve Bankacılık

Türkiye’de genel olarak sermaye piyasasına ve özel olarak yatırım fonlarına ilişkin yapılan son düzenlemeler kapsamında, tasarruf sahiplerinin yatırım fonu katılım belgelerine ulaşımı tek bir platform üzerinden sağlanmıştır. Bu bağlamda tasarrufların değerlendirilmesinde yatırım fonlarının daha geniş bir yelpazede kullanımı olanaklı hale gelmiştir. Bu değişim tasarruf sahiplerinin yatırım fonu seçimini gerekli hale getirmiş ve bu seçimin önemi artmıştır. Araştırma konumuz bu gereklilik ve artan önemden hareketle seçilmiştir.

Çalışmamızda 2016 yılında toplam 15 hisse senedi yoğun fonun haftalık kapanış fiyatları kullanılarak her bir fonun performansları ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Ayrıca, Türkiye’de faaliyet gösteren 15 hisse senedi yoğun fonunun 2016 verileri kullanılmıştır. Uygulama kısmında, yatırım fonlarının göstermiş oldukları performansın BIST 100 karşısında başarılı olup olmadığı tespit edilmiştir. Performans değerlendirmesi yapılırken Ortalama Getiri, Sharpe Oranı, M^2 , Sortino oranı, Treynor oranı, T^2 ve Jensen Alfası ölçütü kullanılmıştır.

İlk bölümde genel olarak sermaye piyasaları ve yatırım fonları tanıtılmış, yatırım fonlarının tarihsel süreci, avantajları ve yatırım fonlarının türleri tanıtılmıştır. İkinci bölümde yatırım fonlarının seçiminde kullanılan ölçütler tartışılmış ve son bölümde ise Türkiye’deki seçilen yatırım fonlarının performansına yönelik analiz sonuçları sunulmuştur

Anahtar Kelimeler: Yatırım Fonları, Risk, Getiri, Performans Değerleme, Hisse Senedi Yoğun Fon.

ABSTRACT

Master Thesis

Risk and Return Analysis of Mutual Funds:

The Case of Turkey

Cheikh SALECK

Dokuz Eylül University

Institute of Social Sciences

Department of Economics

Financial Economics and Banking Program

In the scope of the latest regulations of pertaining to the overall capital markets, especially mutual funds, the access of savers to the mutual funds' participation certificates are provided only by single platform. In this context, it has become possible to use mutual funds in a wider range in assessing savings. This change has made it necessary for the savers to choose the mutual funds; likewise, it also has increased the importance of choices. The research topic has been chosen with this necessity and its increased importance.

In our study, we have used fifteen stock intensive fund's weekly closing prices in 2016 and evaluated their performances separately according to the different types of funds. In addition, fifteen Turkish stock intensive fund operating in 2016 data have also been used. Here, it was determined whether the performance of the mutual funds was successful against BIST 100 or not. During the evaluation of performance, Average return, Sharpe ratio, M^2 , Sortino ratio, Treynor ratio, T^2 and Jensen Alpha criterion have been used.

In the first section, capital markets and mutual funds are generally introduced; alongside, historical process of mutual funds, advantages and types of mutual funds are also introduced. The criteria used in the selection of investment funds have been discussed in the second section, and finally, in the last section, the analysis's results for the performance of selected investment funds in Turkey have been presented.

Keywords: Mutual funds, Risk, Return, Performance appraisal, Stock intensive fund.

YATIRIM FONLARI RİSK VE GETİRİ ANALİZİ:

TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
KISALTMALAR	xi
TABLolar LİSTESİ	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

YATIRIM FONLARI

1.1. SERMAYE PİYASASININ GENEL YAPISI	3
1.1.1. Sermaye Piyasasının Bölümleri	4
1.1.1.1. Birincil Piyasalar	5
1.1.1.2. İkincil Piyasalar	6
1.1.1.3. Organize Piyasalar	6
1.1.1.4. Tezgahüstü Piyasalar	6
1.1.1.5. Spot Piyasalar	7
1.1.1.6. Vadeli Piyasalar	7

1.1.1.7. Borçlanma Piyasaları	7
1.1.1.8. Özsermaye Piyasaları	7
1.1.2. Kurumsal Yatırımcılar	8
1.2. YATIRIM FONLARININ TANIMI	10
1.3. YATIRIM FONLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ	11
1.3.1. Dünya’da Yatırım Fonlarının Gelişimi	11
1.3.2. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Gelişimi	18
1.4. YATIRIM FONLARI AVANTAJLARI	22
1.4.1. Profesyonel Yönetim	22
1.4.2. Risk Dağılımı	23
1.4.3. Çeşitlilik	23
1.4.4. Nakde Çevirebilme	23
1.4.5. Büyük Ölçekli Yatırım Avantajı	23
1.5. YATIRIM FONLARI SINIFLANDIRILMASI	24
1.5.1. Genel Sınıflandırma	24
1.5.1.1. Sermaye Yapılarına Göre Yatırım Fonları	24
1.5.1.1.1. Açık Uçlu Yatırım Fonları	24
1.5.1.1.2. Kapalı Uçlu Yatırım Fonları	25
1.5.1.2. Yatırım Fonlarının Kar Dağıtım Şekillerine Göre Sınıflandırılması	26
1.5.1.2.1. Kâr Dağıtan Fonlar	26
1.5.1.2.2. Kâr Dağıtmayan Fonlar	26
1.5.1.3. Yatırım Fonlarının Portföydeki Kıymetlerin Niteliğine Göre Sınıflandırılması	26

1.5.1.3.1. Hisse Senedi Fonu	26
1.5.1.3.2. Tahvil Fonları	26
1.5.1.3.3. Para Piyasası Yatırım Fonları	27
1.5.2. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Sınıflandırması	27
1.5.2.1. Şemsiye Fonuna Alınabilecek Varlıklar	27
1.5.2.2. Şemsiye Fon Türleri	29
1.5.2.2.1. Garantili Şemsiye Fon	30
1.5.2.2.2. Koruma Amaçlı Şemsiye Fon	30

İKİNCİ BÖLÜM

PORTFÖY PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİNDE KULLANILAN ÖLÇÜTLER

2.1. YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN RİSK VE GETİRİ KAVRAMLARI	31
2.1.1. Getiri Kavramı	31
2.1.1.1. Getirinin Tanımı	31
2.1.1.2. Temel Getiri Hesaplama Yöntemleri	32
2.1.1.2.1. İç Verim Oranı	32
2.1.1.2.2. Zaman Ağırlıklı Getiri Oranı	33
2.1.2. Risk Kavramı ve Türleri	34
2.1.2.1. Risk Tanımı	34
2.1.2.2. Risk Türleri	35
2.1.2.2.1. Sistematik Risk	36
2.1.2.2.1.1. Politik Risk	37

2.1.2.2.1.2. Enflasyon Riski	37
2.1.2.2.1.3. Faiz Oranı Riski	38
2.1.2.2.1.4. Döviz Kuru Riski	38
2.1.2.2.1.5. Piyasa Riski	39
2.1.2.2.2. Sistematik Olmayan Risk	39
2.1.2.2.2.1. Finansal Risk veya Likidite Riski	40
2.1.2.2.2.2. İşletme Riski	40
2.1.2.2.2.3. Risk Yönetimi	41
2.1.2.2.2.4. Ticari Risk	42
2.2. RİSKE GÖRE AYARLANMIŞ YÖNTEMLER	43
2.2.1. Sharpe Oranı	43
2.2.2. M ² Ölçütü (Modigliani Modigliani Ölçütü)	45
2.2.3. Sortino Oranı	46
2.2.4. Treynor Oranı	48
2.2.5. Treynor Kare Ölçütü (T ² Ölçütü)	50
2.2.6. Jensen Alfası	51

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DEKİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANSINA YÖNELİK BİR UYGULAMA

3.1. LİTERATÜR TARAMASI	56
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ	70
3.2.1. Araştırmanın Amacı	70

3.2.2. Araştırmanın Önemi	70
3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE BULGULARI	71
3.3.1. Sharpe Oranı Analiz Sonuçları	76
3.3.2. M^2 Analiz Sonuçları	77
3.3.3. Sortino Oranı Analiz Sonuçları	78
3.3.4. Treynor performans Analiz Sonuçları	79
3.3.5. T^2 performans Analiz Sonuçları	80
3.3.6. Jensen Performans Sonuçları	81
SONUÇ	85
KAYNAKÇA	89

KISALTMALAR

A.Ş.	: Anonim Şirket
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AK3	: AK Portföy Hisse Senedi Fonu
ARC	: Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu
BCC	: Carlos Correia & Baptista
BIST	: Borsa İstanbul
CAPM	: Capital Asset Pricing Model
CCR	: Charnes, Cooper & Rhodes
COSO	: Commission of Sponsoring Organisations
DJIA	: Dow-Jones Endüstri Ortalamasından
EID	: Qinvest Portföy Hisse Senedi Fonu
ETFs	: Exchange Traded Funds
FAF	: Finans Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu
GHS	: Finans Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu
ICF	: ICBC Turkey Portföy Hisse Senedi Fonu
ICI	: Investment Company Institute (Yatırım Şirketleri Enstitüsü)
İİBF	: İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IRR	: Internal Rate of Return (İç Verim Oranını)
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers
S	: Sayfa
S&P	: Standard & Poor's
SBE	: Sosyal Bilimler Enstitüsü
SKH	: Şeker Portföy Hisse Senedi Fonu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TAP	: İş Portföy Privia Bankacılık Hisse Senedi Özel Fonu
TI2	: İş Portföy Hisse Senedi Fonu

TKF	: Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu
TLH	: Taaleri Portföy Hisse Senedi Fonu
TOD	: Tarih Okulu Dergisi
TZD	: Ziraat Portföy Hisse Senedi Fonu
UITs	: Unit Investment Trusts
Ünv.	: Üniversitesi
VaR	: Riske Maruz Değer
VZA	: Veri Zarflama Analizi
YAU	: Yapı Kredi Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu
YDE	: Yapı Kredi Portföy BIST Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu
YHS	: Yapı Kredi Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1: Sermaye Piyasasının Bölümleri	s. 5
Tablo 2: Dünya’da Yatırım Fonlarının Toplam Net Varlıkları (Milyon Dolar)	s.14
Tablo 3: Dünya’da Yatırım Fonlarının Sayıları	s.15
Tablo 4: ABD’deki Yatırım Kuruluşlarının Menkul Kıymet Değerleri (Milyar Dolar)	s.17
Tablo 5: Yatırım Kuruluşlarının ABD’ye göre Sayıları	s.18
Tablo 6: Türkiye’de Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı (1987-2016)	s.21
Tablo 7: Yatırım Fonu Performans Ölçütlerinin Karşılaştırması	s.54
Tablo 8: Analize Dâhil Edilen Yatırım Fonları	s.72
Tablo 9: Yatırım Fonu Performans Göstergeleri ve Sıralama	s.73
Tablo 10: Sharpe Yöntemine Göre Sonuçlar	s.74
Tablo 11: Treynor Yöntemine Göre Sonuçlar	s.74
Tablo 12: Jensen Yöntemine Göre Sonuçlar	s.75
Tablo 13: Sharpe Yöntemi Analiz Sonuçları	s.77
Tablo 14: M^2 Yöntemi Analiz Sonuçları	s.78
Tablo 15: Sortino Yöntemi Analiz Sonuçları	s.79
Tablo 16: Treynor Yöntemi Analiz Sonuçları	s.80
Tablo 17: T^2 Yöntemi Analiz Sonuçları	s.81
Tablo 18: Alpha Yöntemi Analiz Sonuçları	s.82
Tablo 19: Yatırım Fonu Karşılaştırma ve Düzeltilmiş Getiriye Göre Sonuçları	s.83

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Kurumsal Yatırımcıların Sınıflandırılması	s.9
Şekil 2: Dünya’da Yatırım Fonu Varlıklarının Bölgesel Dağılımı (2015)	s.16
Şekil 3: Dünya’da Yatırım Fonlarının Bölgesel Dağılımı (2015)	s.16
Şekil 4: Türkiye’de Faaliyet Gösteren Yatırım Fonlarının Portföy Yapıları	s.22
Şekil 5: Toplam Riskin Kaynakları	s.36



GİRİŞ

Sermaye piyasalarının gelişimi, ekonomideki parasal kaynakların verimli alanlarda kullanılmasını ve bu sayede de reel piyasalardaki etkileri nedeniyle de ekonomik büyüme ve gelir dağılımına yaptığı katkıdan dolayı önemlidir. Bunun içinde finansal piyasaların derinliği arttırılarak, yatırımcının finansman için katlanacağı maliyetin minimum düzeye indirilmesi gereklidir.

Tasarruf sahiplerinin bireysel olarak finansal tasarruflarını menkul kıymetlere yatırım yapmak yoluyla finansal piyasalara yönlendirmeleri riskli ve maliyetli kabul edilir. Bu durum küçük tasarruf sahipleri için daha fazla önem arz etmektedir. Tasarrufları daha az olan yatırımcıların etkin bir finansal yatırım gerçekleştirmek için kurumsal desteğe daha fazla ihtiyaçları vardır. Bu nedenle de yatırım kuruluşları oluşturulmuştur.

Yatırım fonları farklı yatırım araçlarını içinde barındırır ve küçük tasarruf sahiplerine tasarruflarını etkin bir şekilde değerlendirebilmelerini sağlar. Yatırımcıya alternatif risk-getiri bileşimine sahip portföyler arasından tercih etme olanağı sağlarken, aynı zamanda da risk çeşitlendirmesi yapılan portföyler sayesinde de yatırımcının ölçek ekonomilerinin avantajlarından yararlanma imkanı sağlar.

Yukarıda sözü edilen avantajların gerçekleşebilmesi, kuşkusuz fon yönetiminin başarısına bağlıdır. Bu nedenle, yatırımcıların ve yöneticilerin finansal yatırımlarının yatırım fonlarının performanslarının dikkate alınarak yapılması önemlidir. Yatırım fonlarının performansları değerlendirilirken vadedeki getiri, etkin hisse senedi seçimi ve fonun performansını etkileyen diğer unsurlar dikkate alınmalıdır. Performans ölçümünde temel amaç, fon yöneticisinin karşılaştırılabilir bir gösterge portföyüne veya aynı yatırım amaçlarına sahip diğer fonlara göre nasıl performans gösterdiğini saptamaktır. Bu amaca yönelik olarak, literatürde çok sayıda performans değerlendirme ölçütü önerilmiş ve uygulanmıştır. Bu ölçütlerin en çok bilinenleri arasında; Sharpe oranı, M^2 ölçütü, Treynor indeksi, Sortino oranı, T^2 oranı ve Jensen oranı yer almaktadır. Çalışmamızda, sözü edilen ölçütlerin kullanılmasıyla başarılı bir yatırım stratejisi oluşturulup oluşturulmadığını tespit etmiştir. Bu amaç doğrultusunda 15 hisse senedi yoğun fon analiz edilmiştir.

Çalışmanın ilk bölümünde genel olarak sermaye piyasaları ve yatırım fonları tanıtılmış, yatırım fonlarının tarihsel süreci, avantajları ve yatırım fonlarının türleri tanıtılmıştır. İkinci bölümde yatırım fonlarının seçiminde kullanılan ölçütler tartışılmış ve son bölümde ise Türkiye’deki seçilen yatırım fonlarının performansına yönelik analiz sonuçları sunulmuştur.



BİRİNCİ BÖLÜM

YATIRIM FONLARI

1.1. SERMAYE PİYASASININ GENEL YAPISI

Ekonomide fona ihtiyacı olan ve fazla fonlarını etkin bir şekilde değerlendirmek isteyen ekonomik ajanlar finansal piyasalarda karşılaşmakta ve fon alışverişi bu piyasalar aracılığıyla sağlanmaktadır¹. Ekonomik birimlerin temel olarak işlem yapabileceği para ve sermaye piyasası olmak üzere iki finansal piyasası vardır.

Bir yıldan uzun vadeli finansal varlıkların işlem gördüğü piyasalar sermaye piyasası olarak adlandırılır². Sermaye piyasası orta ve uzun vadeli fonların el değiştirdiği piyasadır. Bu el değiştirme, devlet veya şirketler tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin alınıp satılması şeklinde olmaktadır³. Para piyasası ise vadesi bir yıldan daha kısa ve daha likit olan finansal varlıkların işlem gördüğü piyasadır.⁴

Bu iki piyasa arasındaki ayrım, teorik olarak çok net olmakla birlikte, uygulamada ayrım çok net değildir. Teorik olarak; para piyasasından fon talebi işletmelere likidite sağlamak için iken, sermaye piyasasından fon talebi yatırım finansmanı amaçlı kullanılmaktadır.

Ülkelere göre bu piyasalara özgü finansal araçlar farklılaşmaktadır. Türkiye'deki düzenlemeler çerçevesinde;

- Hazine bonusu, finansman bonusu, repo ve ters repo para piyasası araçları olarak kabul edilir.

¹ İsmail Mazgit, **Sermaye Piyasası ve Reel Sektör İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme**, Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir, 2007. s. 30.

² Finansal Piyasalar, **Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları**, Ekim 2014, <http://bizdosyalar.nevsehir.edu.tr/251e26563cc3fddab-e6ce826c045b91d/spl.pdf>, (07/03/2017), s. 5.

³ Mazgit, s. 29.

⁴ Alparslan Budak ve Ekin Fıkrıkoca, **Yatırım Yaparken Sorularla Türkiye Sermaye Piyasası**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, Şubat 2011, https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_yatirim_yaparken.pdf, (08/03/2017), s. 3.

- Pay senetleri, özel sektör tahvilleri, devlet tahvilleri, kâr ve zarar ortaklığı belgeleri, katılma intifa senedi, gelir ortaklığı senedi, eurobond, gayrimenkul sertifikası, yatırım fonu katılım payları ve varlığa dayalı menkul kıymetler gibi finansal araçlar ise sermaye piyasası araçları olarak kabul edilir.

Sermaye piyasası tanımı literatürde farklı şekillerde yapılmıştır. Tanımların ortak noktaları aşağıdaki gibi özetlenebilir⁵:

1. Sermaye piyasaları, sermaye arz ve talebinin karşılaştığı ortamlardır.
2. Sermaye piyasalarında, likidite, para ve yatırımlara finansman kaynağı alınıp satılmaktadır.
3. Sermaye piyasalarında tasarruflar, en çok da bireylerin tasarrufları işlem görmektedir.
4. Sermaye piyasalarında gelir, kâr payı, faiz ve katılma payı olarak ortaya çıkmaktadır.
5. Sermaye piyasaları örgütlü ya da örgütsüz çalışmaktadır.

Bu tanımlardaki ortak noktalardan da görüldüğü gibi sermaye piyasasının farklı ölçütlere göre ele alınması gerekmektedir. Bu gereklilik açısından sermaye piyasasının bölümleri aşağıda kısaca ele alınmıştır.

1.1.1. Sermaye Piyasasının Bölümleri

Sermaye piyasasının bölümlerine ilişkin olarak Tablo 1’de verilen bölümlendirme yapılabilir.

⁵ Demirkan Uçar, **Sermaye Piyasaları ve Türkiye’deki Uygulamaları**, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu, Yayın Nr: 198/229, Başbakanlık Basımevi. Ankara, 1981, s. 10.

Tablo 1: Sermaye Piyasasının Bölümleri

ÖLÇÜT	PİYASA
Menkul kıymet ihracına göre	- Birincil piyasalar - İkincil piyasalar
Organizasyona göre	-Organize piyasalar (Borsalar) -Organize olmamış piyasalar (Tezgahüstü piyasalar)
Teslim zamanına göre	- Spot piyasalar - Vadeli piyasalar
Finansal ilişkiye göre	- Borçlanma piyasaları - Özsermaye piyasaları

Kaynak: İsmail Mazgit, Para ve Sermaye Piyasaları (Ders Notları), <http://kisi.deu.edu.tr/ismail.mazgit/> (Erişim Tarihi: 07.07.2017).

Tabloda görüldüğü gibi farklı ölçütlere göre farklı ayrımlar söz konusudur. Bu ayrımlar kısaca aşağıda ele alınmıştır.

1.1.1.1.Birincil Piyasalar

Pay ve borçlanma aracı ihraç eden şirketler ile tasarruf sahipleri arasındaki alım satımın doğrudan yapıldığı piyasalardır. Şirketler bu piyasada doğrudan yeni sermaye ve borç sağlarlar. Bu piyasalarda halka arz kuralları geçerlidir.

Menkul kıymetler için birincil piyasalar halk tarafından çok iyi bilinmemekte genellikle satışa çıkarılan menkul kıymetler ilk alıcılarına doğrudan piyasaya çıkarılmadan satılmaktadır. İlk alıcılara satılması sıklıkla kapalı kapılar ardında gerçekleşir. Önemli bir finansal kurum olan yatırım bankası birincil piyasada menkul kıymetlerin ilk satışında yardımcı olur. Bunu aracılık yüklenimi yoluyla yapar. Bir şirketin menkul kıymetleri için bir fiyat garantisi verir ve daha sonra halka arz eder.⁶

⁶ Frederic S.Miskhin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, 9. Baskı, Pearson Yayinevi, 2009, s. 28.

1.1.1.2. İkincil Piyasalar

İkincil piyasalar, daha önceden ihraç edilmiş menkul kıymetlerin yatırımcılar arasında el değiştirdiği, daha önce şirketler tarafından yatırımcıya satılan pay ve borçlanma araçlarının yatırımcılar arasında işlem gördüğü piyasalardır.⁷ İkincil piyasalar yatırımcılara likidite sağlarlar. Menkul kıymet satın alan yatırımcı, fon sıkıntısı yaşadığında; borçlanma araçlarında vadeden önce, pay senetlerinde ise hiç bir zaman elindeki menkul kıymetleri ihraççı kuruma satamaz. Bu menkul kıymeti ikincil piyasada işleme koyarak likidite ihtiyacını karşılayabilir. Bu bağlamda ikincil piyasalara verilebilecek en güzel örnek borsalardır.

1.1.1.3. Organize Piyasalar

Belirli bir fiziksel ortamı, organizasyon şekli, işleyiş kurallarına sahip piyasalara organize piyasalar denir. Borsa İstanbul (eski adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası), New York Menkul Kıymetler Borsası, Chicago Menkul Kıymetler Borsası, Tokyo Menkul Kıymetler Borsası organize piyasaların başlıca örnekleridir. Bu piyasalarda sadece kote edilmiş menkul kıymetlerin alım-satımı gerçekleştirilir. Organize piyasaların en mühim özelliği, menkul kıymet ticaretinin belirli kurallar çerçevesinde yapılması ve bilgi akışının güvenliğinin sağlanmasıdır.⁸

1.1.1.4. Tezgahüstü Piyasalar

Kote edilmemiş menkul kıymetlerin ticaretinin yapıldığı piyasalara organize olmamış piyasalar veya tezgahüstü piyasalar denir.

Ayrıca az tanınmış veya küçük işletmelerin menkul kıymetleri ile az işlem gören menkul kıymetler de bu piyasalarda alınıp satılabilir. Tezgahüstü piyasalar, menkul kıymetleri tanınmayan işletmeler, finansal durumu kötü olan yatırım ve sigorta şirketleri ile bankalar için önemli piyasalardır.

⁷ Fatih Güçlü, **Sermaye Piyasası Kurulu'nun Denetim Rolü ve Borsa İstanbul'da Bir İnceleme**, Yüksek Lisans Tezi, Karabük Üniversitesi S.B.E, Karabük, 2015, s. 4.

⁸ Güçlü, s. 4.

Tezgahüstü piyasalar, organize piyasalara göre daha az şeffaf ve çok az kural ile işlem gören piyasalardır. Tezgahüstü piyasalar, işlemlerin genellikle sanal ortamda ya da telefon ağıyla yapıldığı piyasalardır. Bu piyasalara Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D.)’ndeki NASDAQ piyasası örnek verilebilir.⁹

1.1.1.5.Spot Piyasalar

Spot piyasalar, belli miktarda bir mal veya kıymetin ve bunların karşılığı olan paranın işlemin ardından el değiştirdiği piyasalardır. Borsa İstanbul A.Ş. bünyesinde faaliyet gösteren pay piyasası, tahvil ve bono piyasası spot piyasalara örnek olarak gösterilebilir.¹⁰

1.1.1.6.Vadeli Piyasalar

Vadeli piyasalar, ileri bir tarihte teslimatı yapılmak kaydıyla herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden ticaretinin yapıldığı piyasalardır. Vadeli piyasalar kapsam olarak forward, swap, futures ve opsiyon işlemlerinin tamamını kapsar.¹¹

1.1.1.7.Borçlanma Piyasaları

Özel sektör menkul kıymetlerinden olan tahvil, finansman bonusu vb. kamu sektörü menkul kıymetlerinden olan devlet tahvili, hazine bonusu gibi menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalara borçlanma piyasaları denir.¹²

1.1.1.8.Özsermaye Piyasaları

Anonim şirket hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasalar özsermaye piyasaları olarak tanımlanır.

⁹ Güçlü, s. 4.

¹⁰ Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları, **Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları**, Şubat 2017, https://www.spl.com.tr/spl/eep/Specific/OEP/Upload/1002_Geni%C5%9F%20Kapsaml%C4%B1%20Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Mevzuat%C4%B1%20ve%20Meslek%20Kurallar%C4%B1_2017-1....pdf, (11/03/2017), s. 15.

¹¹ Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları, s. 15.

¹² Mazgit, s. 36.

Bu son iki piyasada finansal ilişki farklıdır. Birincisinde borç-alacak ilişkisi, ikincisinde ortaklık ilişkisi vardır.¹³

1.1.2. Kurumsal Yatırımcılar

Sermaye piyasasında fon arz edenler; bireysel ve kurumsal yatırımcı olarak ikiye ayrılmaktadır. Tasarruf fazlasına sahip bireysel yatırımcılar için finansal piyasalarda yatırım yapmak oldukça riskli olduğu gibi aynı zamanda gerekli teknik bilgi ve elde edilen bilginin de doğru bir şekilde analiz edilmesi gerekmektedir. Pek çok bireysel yatırımcı finansal varlıklara yatırım yapabilecek düzeyde teknik bilgiye ve analiz yeteneğine sahip değildir. Ayrıca bu özelliklere sahip olmadıkları için tasarruflarıyla riskli portföyler oluşturabilmektedirler.

Tasarrufların bireysel olarak değerlendirilmesi yerine, yasal bir çerçeve içinde, kolektif ve organize bir şekilde yatırımlara dönüştürülmesi gereksinimini ve yatırımda kurumsallaşmayı ön plana çıkarmıştır. Bu nedenle, sermaye piyasasında kolektif yatırım kuruluşları olarak adlandırılan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları meydana getirilmiştir.¹⁴

Ekonomideki tasarruf fazlalarının etkin kullanımı oldukça önemlidir. Tasarrufların doğru yatırımlara kanalize edilebilmesi için; bilgi birikimi, etkin karar alma mekanizması ve teknik donanım unsurlarının kullanılabilir olması gerekmektedir.

Bireyler tasarruflarını bireysel olarak değerlendirirken bahsi geçen unsurlara sahip olmayabilir ve etkin yatırım tercihlerinde bulunamayabilirler. Bundan dolayı, bireysel tasarrufların bireysel olarak değerlendirilmesi yerine gerekli bilgi birikimine ve teknik donanımına sahip, belirli bir hukuki çerçevede kurumsal yatırımcı tarafından değerlendirilmesiyle, tasarrufların ekonomide daha verimli kullanımı sağlanmış olacaktır. Kurumsal yatırımcılar, küçük yatırımcıların tasarruflarını toplayarak kabul edilebilir risk ve getiri optimizasyonu ile vade uyumu amaçlarına yönelik olarak yöneten finansal

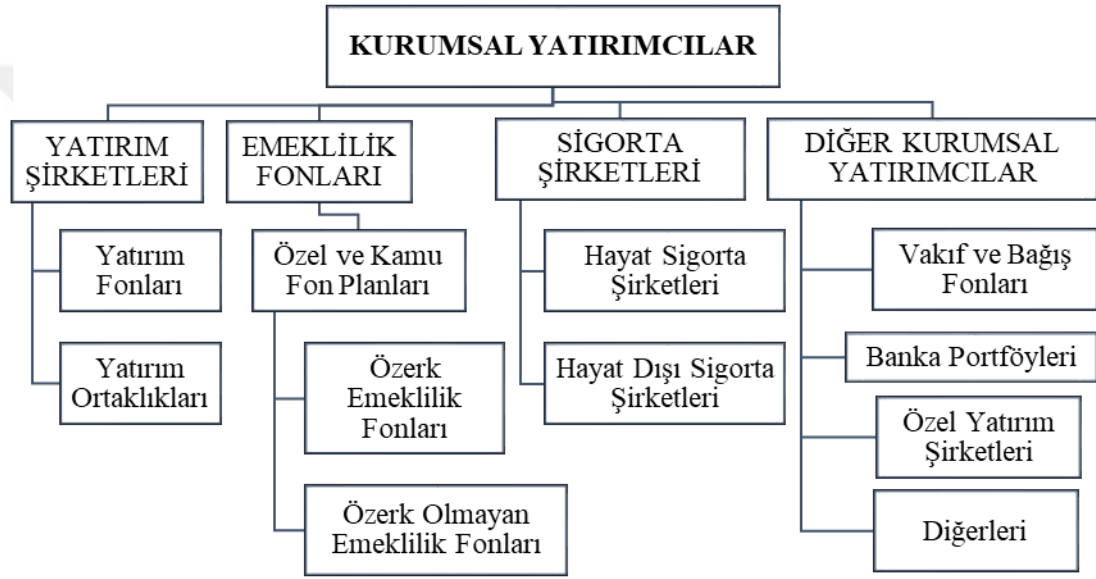
¹³ Mazgit, s. 37.

¹⁴ Mert Ural, **Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi**, Detay Yayıncılık, Ankara, 2010, s. 7.

kurumlardır.¹⁵ Kurumsal yatırımcılar, aynı zamanda sermaye piyasalarının da etkin işlemlerine katkıda bulunarak ülke ekonomisine fayda sağlamaktadırlar.

Kurumsal yatırımcılar; temel olarak yatırım şirketleri, emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve diğer kurumsal yatırımcılar olarak üzere dörde ayrılmaktadırlar. Aşağıdaki şekil kurumsal yatırımcıları daha ayrıntılı olarak göstermektedir.

Şekil 1: Kurumsal Yatırımcıların Sınıflandırılması



Kaynak: Oral Erdoğan ve Levent Özer, *Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar*, İMKB Yayınları, İstanbul, 1998, s. 4.

Tüm yatırımcıların amacı portföy risklerini minimize ederek getirilerini arttırmaktır. Yatırımcılar arasındaki temel farklılık portföy tercihlerinde ve tercih ettikleri vade yapılarının farklılığından kaynaklanmaktadır.

Şekil 1 bu farklılaşmayı içermektedir.

Fon yöneticileri için ortalama 1-2 yılı geçmeyen sürelerdeki vade uzunluğu, emeklilik fonlarında ise 20-25 yıla kadar çıkabilmektedir. Yatırım ortaklıklarında

¹⁵ Oral Erdoğan ve Levent Özer, *Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar*, İMKB Yayınları, İstanbul, 1998, s. 4.

yatırımın vadesi sınırlı olmamakla birlikte optimum strateji açısından fon yönetimindeki gibi bir vade planlaması mevcuttur.¹⁶

Bireysel yatırımcıların portföylerini oluşturmada ve yönetiminde en çok kullandıkları araç yatırım fonlarıdır. Aynı zamanda çalışmamızın da kapsamının yatırım fonlarından oluşması nedeniyle diğer kurumsal yatırımcılara sadece değinilmekle yetinilmiş; yatırım fonları ise aşağıda geniş olarak ele alınmıştır. Bu çerçevede yatırım fonları; tanım, kapsam, türler ve tarihsel gelişimi alt başlıklarında incelenecektir.

1.2. YATIRIM FONLARININ TANIMI

Yatırım fonu; 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 veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığıdır.

Yatırım fonları, birikim sahiplerinin sundukları fonları çeşitli varlıklara yatırarak, riski dağıtmak ve aynı zamanda yatırımcının tek başına sağlayamayacağı uzmanlığı garantileyerek, portföyü düşük maliyetle yönetme imkânı veren kurumlardır. Daha açık bir ifadeyle yatırım fonları, bireysel yatırımcıların az miktardaki birikimlerini bir havuzda toplayarak büyük miktartlı yatırımlar gerçekleştirir, büyüklüklerinin vermiş olduğu avantajları ve istihdam ettikleri profesyonel uzmanlar ile daha realist ve etkin yatırım yaparlar.¹⁷

Yatırım fonları, her ülkede sermaye piyasalarını düzenleme ve denetleme ile yetkilendirilmiş otoriteler tarafından düzenlenmektedir. Örneğin Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), ABD’de Securities and Exchange Commission (SEC), Fransa’da Autorité des marchés financiers (AMF) sermaye piyasalarındaki yapıyı ve işleyişi düzenleyen otoritelerden bazıları olarak sıralanabilir. Bu çerçevede yetkili otoritelerin

¹⁶ Canan Sancakdar, **Sermaye Piyasasının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi**, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi S.B.E, İzmir, 2006, s. 17.

¹⁷ Ali Argun Karacabey, **A Tipi Yatırım Fonlarının Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi S.B.E, Ankara, 1998, s. 40.

düzenlemelerine göre farklılaşan yönleri bulunmakla birlikte, dünyada genel olarak finansal küreselleşmenin derinleşmesi ölçüsünde düzenlemelerin de birbirine yaklaştığı görülmektedir. Özellikle Türkiye ve Avrupa Birliği arasındaki üyelik görüşmeleri Türkiye’deki mevzuatı AB mevzuatına uyumlu hale geldiği görülmektedir.

Türkiye’deki düzenlemeler kapsamında, yatırım fonları SPK tarafından verilen izinlerle faaliyete geçebilmektedir. Yatırım fonlarının kuruluş izni alabilmesi için, kurucunun portföy saklama hizmetini yürütmek üzere kurulca yetkilendirilmiş bir kuruluş ile anlaşmış olması ve fon iç tüzüğü’nün kurulca onaylanması gereklidir. Portföy yönetim şirketi, fonu, yatırım fonu katılma payı sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil eder, yönetir veya yönetimini denetler. Portföy yönetim şirketi yatırım fonuna ait varlıklar üzerinde kendi adına ve fon hesabına mevzuat ve fon iç tüzüğüne uygun olarak tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkilidir.¹⁸

1.3. YATIRIM FONLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ

1.3.1. Dünya’da Yatırım Fonlarının Gelişimi

İngiltere’de “Unit Trust”, Amerika’da “Mutual Fund”, İsviçre’de “Anglefonds”, Almanya’da “Investmentfond”, Fransa’da “Fonds Commun de Placement” olarak adlandırılan yatırım fonlarının ilk başlama tarihi oldukça eskilere dayanmaktadır.¹⁹

Yatırım fonlarının oluşumu hakkındaki çalışmalarda bu fonların 1822 yılında Hollanda’da Kral I. William tarafından kapalı uçlu yatırım fonu olarak kurulduğu bilgisine ulaşılmıştır, ancak kesinliği bilinmemektedir.²⁰ Yatırım fonu yaratma fikrini 1774’ten beri bir yatırım şirketi olan Hollandalı bir tacir Adriaan Van Ketwich tarafından Kral I. William’a verildiği diğer çalışmalar ile ortaya çıkardı.²¹ Bazı kaynaklara göre ilk yatırım

¹⁸ SPK, **6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu**, Madde 52, 2012.

¹⁹ Ural, s. 8.

²⁰ Copil Crina Angela, **Investment Funds In Romania**, Annuals of the University of Oradea, 2014, <http://steconomiceuoradea.ro/anale/volume/2013/n1/065.pdf>, (13/03/2017), s. 2.

²¹ Angela, s. 2.

fonu “Société de Belgique” adıyla kurulmuştur.²² Sonra 1849 ve 1852 yıllarında İsviçre ve Fransa sırasıyla takip etmiştir.²³

Bu şirket esas itibariyle devlet hazinesi ve merkez bankası olarak görev yapmış, kral tarafından şirkete verilen arazi ve idaresini üstlenmiş, kamu kuruluşlarının borç senetlerini devralmış, çeşitli işletmelerin kuruluş aşamalarında destek olmuştur.

Bundan dolayı bir kredi kurumu olarak çalışmış, klasik bankacılık faaliyetlerini ikinci planda tutmuş ve bugünkü anlamında yatırım ortaklığı tanımından uzak durmuştur.

Tek gayesi “halktan topladıkları paraları çeşitli menkul kıymetlere yatırarak riskin dağıtılmasını sağlamak” olan şirketler, ilk olarak 1860’lı yıllarda İngiltere’de “Investment Trust” adı altında kurulan işletmelerdir. Ayrıca yatırım ortaklıklarının İngiltere’deki gelişimi hakkında ayrıntılı bilgi içerir.

İlk “Investment Trust” olarak da 1868 yılında İngiltere’de kurulan ve kısa adları “Scottish-American Investment Company” ile “The Foreign and Colonial Government Trust” olan müesseseler gösterilmektedir, Scottish-American Investment Company’nin 1868’de kurulan ilk Investment Trust olduğunu belirtmektedir.²⁴

ABD’de kurulan ilk resmi yatırım fonu 1924’te Massachusetts Investors Trust adlı yatırım fonudur.

Zira bu ülkede yatırım fon ve ortaklıklarının gerçek anlamda çoğalmaya başladığı dönem, ABD kanun koyucusunun işletmelere diğer işletmelerin hisselerinden sınırsız olarak pay edinme hakkı tanınması 1920 yılında olmuştur.²⁵ 1929 Büyük Buhranı ile yatırım fonlarının gelişimi yavaşlamış ve bu yavaşlama 60’lı yıllara kadar sürmüştür.

Birkaç istisna dışında, başta Asya olmak üzere, yatırım fonları 1990’lı yıllarda dünyanın birçok ülkesinde patlamıştı. 1990’ların en ilgi çekici finansal olaylarından biri, yatırım fonlarının aniden büyümesiydi. Yatırım fonlarının toplam net varlıklarının 1992’de 1,6 trilyon dolardan 1998’de 5,5 trilyona yükseldiği ve yıllık ortalama %22,4’lük bir büyümeye eşdeğer olduğu bir olay Amerika Birleşik Devletleri’nde gerçekleşti. Bazı

²² Ural, s. 8.

²³ Elchin Mammadov, **Türkiye’de A Tipi Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirilmesi**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi S.B.E, İstanbul, 2011, s. 3.

²⁴ Ural, s. 9.

²⁵ Elaine Huston, “The Early Managed Fund Industry: Investment Trusts in 19th Century Britain”, **International Review of Financial Analysis**, Cilt:14, 2005, s. 440.

Doğu Asya ülkelerinin (bu ülkelere Japonya da dâhil olmak üzere) istisnai durumları mevcut olmak üzere, dünyanın birçok diğer ülkesinde de geçerlidir.²⁶

2015 yılı sonu itibariyle, Investment Company Institute (ICI) verilerine göre dünya piyasasındaki fonların %48'i ABD'de, %33'ü Avrupa ülkelerinde, %13'ü Afrika ve Asya-Pasifik ülkelerinde, %5'i diğer Amerika ülkelerinde bulunmaktadır.²⁷

2015 yılı itibariyle dünyada en büyük yatırım fonu payına sahip ülkesi ABD olmuştur.

ABD'de yatırım fonlarının %41'i yerel hisse senedi fonları, %15'i uluslararası hisse senedi fonları, %20'si bono fonları, %16'sı para piyasası fonları ve %8'i ise karma fonlar ve diğer fonlarından oluşmaktadır.²⁸

2002-2015 yılları itibariyle, Investment Company Institute (ICI) verilerine göre ülkeler bazında yatırım fonlarının toplam net varlıkları değeri Tablo 2'de gösterilmiştir. Tablodan görüldüğü gibi Amerika, Dünya toplam fon varlık değerinin %50'sini oluşturmaktadır.

Avrupa yatırım fonları; 2015 yılı itibariyle dünya toplam yatırım fonlarının %37'sini oluşturmaktadır. Avrupa'da fon piyasanın ilk sıralarında Luxemburg ve İrlanda yer almaktadır. Avrupa toplam fon yatırımlarının %24'ü Luxemburg tarafından; %14'ü de İrlanda tarafından yapılmaktadır.

Asya ve Pasifik bloğunda en yüksek fon yatırımı yapan ülkeler sırasıyla Avusturalya, Japonya ve Çin'dir. Asya ve Pasifik bloğunda toplam fon yatırımlarının %32'si Avusturalya, %28'i Japonya ve %26'sı da Çin tarafından yapılmaktadır.

Afrika'nın toplam fon yatırımının tamamını Güney Afrika oluşturmaktadır.

2015 sonu itibariyle ICI' dan elde edilen verilere göre yatırım fonlarına dair fon varlık değerleri ve sayılarının ülkelere göre dağılımı Tablo 3 ve Tablo 4'de gösterilmiştir. Dünya'daki toplam yatırım fonu varlık değeri yaklaşık 39 trilyon dolardır. Toplam yatırım fonu sayısı ise 99.973 adettir.

²⁶ Leora Klapper, Víctor Sulla ve Dimitri Vittas, "The Development of Mutual Funds Around the World", **Emerging Markets Review**, Cilt:5, Sayı:1, 2004, s.1.

²⁷ 2016 Investment Company Factbook, www.ici.org, s. 9.

²⁸ 2016 Investment Company Factbook, www.ici.org, s. 10.

Tablo 2: Dünya’da Yatırım Fonlarının Toplam Net Varlıkları (Milyon Dolar)

Ülkeler	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dünya	11.959.806	14.522.497	16.531.157	18.110.507	21.873.966	26.108.044	19.810.750	23.961.657	25.756.670	24.848.552	28.083.368	31.842.855	33.281.237	38.976.546
Amerika	6.776.289	7.969.541	8.792.450	9.763.921	11.469.062	13.422.271	10.581.988	12.572.761	13.591.715	13.523.269	15.131.938	17.149.824	18.005.079	19.550.345
ABD	6.390.358	7.414.401	8.106.939	8.904.824	10.396.508	12.000.645	9.603.649	11.112.970	11.831.334	11.626.493	13.043.666	15.017.682	15.852.341	17.752.399
Ajantin	1.021	1.916	2.355	3.626	6.153	6.789	3.867	4.470	5.179	6.808	9.185	11.179	15.630	16.435
Brezilya	96.729	171.596	220.586	302.927	418.771	615.365	479.321	783.970	980.448	1.008.928	1.070.998	1.018.641	989.542	743.530
Kanada	248.979	338.369	413.772	490.518	566.298	698.397	416.031	565.156	636.947	753.606	856.504	940.580	981.804	889.610
Kosta Rika	1.738	2.754	1.053	804	1.018	1.203	1.098	1.309	1.470	1.266	1.484	1.933	2.092	2.533
Meksika	30.759	31.953	35.157	47.253	62.614	75.428	60.435	70.659	98.094	92.743	112.201	120.518	119.504	105.940
Şili	6.705	8.552	12.588	13.969	17.700	24.444	17.587	34.227	38.243	33.425	37.900	39.291	44.166	39.898
Avrupa	4.262.999	5.412.836	6.350.452	6.802.258	8.501.421	9.730.645	7.121.809	8.567.401	8.956.017	8.279.031	9.484.082	10.810.113	11.092.071	14.565.329
Almanya	1.009.168	1.006.319	1.005.997	1.096.787	1.040.325	1.172.072	1.130.972	1.342.275	1.389.306	1.356.446	1.587.390	1.824.429	1.847.268	1.799.754
Avusturya	66.877	87.982	103.709	109.002	128.236	138.709	93.269	99.628	94.670	81.038	89.125	90.633	83.522	151.199
Belçika	74.983	98.724	118.373	115.314	137.291	149.842	105.057	106.721	96.288	81.505	81.651	91.528	90.211	92.115
Çek Cumhuriyeti	3.297	4.083	4.860	5.331	6.490	7.595	5.260	5.436	5.508	4.445	5.001	5.131	5.563	7.812
Danimarka	40.153	49.533	64.799	75.199	95.620	104.082	65.182	83.024	89.800	84.891	103.506	118.702	121.092	116.696
Finlandiya	16.516	25.601	37.658	45.415	67.804	81.136	48.750	66.131	71.210	62.193	73.985	88.462	86.621	1.832.073
Fransa	845.147	1.148.446	1.370.954	1.362.671	1.769.258	1.989.690	1.591.082	1.805.641	1.617.176	1.382.068	1.473.085	1.531.500	1.391.271	1.832.073
Hollanda	84.211	93.573	102.134	94.357	108.560	113.759	77.379	95.512	85.924	69.156	76.145	85.304	75.751	57.950
İngiltere	288.887	396.523	492.726	547.103	755.156	897.460	504.681	729.141	854.413	816.537	985.517	1.166.834	1.182.184	1.578.360
İrlanda	250.116	360.425	467.620	546.242	855.011	951.371	720.486	860.515	1.014.104	1.061.051	1.276.601	1.439.867	1.547.343	2.067.251
İspanya	179.133	255.344	317.538	316.864	367.918	396.534	270.983	269.611	216.915	195.220	191.284	248.234	274.049	274.715
İsviçre	57.992	87.746	107.064	119.059	176.943	194.955	113.331	170.277	205.449	179.707	205.733	252.878	279.094	279.977
İsviçre	82.622	90.772	94.407	116.669	159.515	176.282	135.052	168.260	261.893	273.061	310.686	397.080	407.890	457.162
İtalya	378.259	478.734	511.733	450.514	452.798	419.687	263.588	279.474	234.313	180.754	181.720	215.553	238.327	207.867
Lihtenştayn	3.847	8.936	12.543	13.970	17.315	25.103	20.489	30.329	35.387	32.606	31.951	36.235	45.792	44.938
Lüksemburg	803.869	1.104.112	1.396.131	1.635.785	2.188.278	2.685.065	1.860.763	2.293.973	2.512.874	2.277.465	2.641.964	3.030.665	3.208.264	3.565.757
Macaristan	3.992	3.936	4.966	6.068	8.523	12.577	9.188	11.052	11.532	7.193	8.570	12.158	15.980	14.825
Norveç	15.471	21.994	29.907	40.122	54.065	74.709	41.157	71.170	84.505	79.999	98.723	109.325	112.223	102.526
Polonya	5.468	8.576	12.014	17.652	28.957	45.542	17.782	23.025	25.595	18.463	25.883	27.858	34.177	32.286
Portekiz	19.969	26.985	30.514	28.801	31.214	29.732	13.572	15.808	11.004	7.321	7.509	9.625	15.786	21.628
Romanya	27	29	72	109	247	390	326	1.134	1.713	2.388	2.613	4.000	4.932	5.038
Rusya	372	851	1.347	2.417	5.659	7.175	2.026	3.182	3.917	3.072	-	-	-	-
Slovakya	-	1.061	2.168	3.035	3.171	4.762	3.841	4.222	4.349	3.191	2.951	3.292	4.183	6.202
TÜRKİYE	6.002	14.157	18.112	21.761	15.463	22.609	15.404	19.426	19.545	14.048	16.478	14.078	15.292	12.833
Yunanistan	26.621	38.394	43.106	32.011	27.604	29.807	12.189	12.434	8.627	5.213	6.011	6.742	5.256	4.292
Asya ve Pasifik	899.535	1.105.660	1.334.249	1.478.734	1.825.457	2.859.907	2.037.536	2.715.234	3.067.323	2.921.276	3.322.198	3.740.050	4.037.613	4.738.804
Avustralya	356.304	518.411	635.073	700.068	864.254	1.192.992	841.133	1.198.838	1.455.850	1.440.128	1.667.128	1.624.081	1.601.132	1.521.313
Çin	-	-	-	-	-	434.063	276.303	381.207	364.985	339.037	437.449	460.332	708.884	1.263.130
Filipinler	474	792	952	1.449	1.544	2.090	1.263	1.488	2.184	2.363	3.566	4.662	5.078	5.029
Güney Kore	149.544	121.663	177.417	198.994	251.930	329.979	221.992	264.573	266.495	226.716	267.582	285.173	312.150	343.293
Hindistan	20.364	29.800	32.846	40.546	58.219	108.582	62.805	130.284	111.421	87.519	114.489	107.895	134.630	168.186
Japonya	303.191	349.148	399.462	470.044	578.883	713.998	575.327	660.666	785.504	745.383	738.488	1.157.972	1.171.974	1.328.634
Pakistan	-	-	-	-	2.164	4.956	1.985	2.224	2.290	2.984	3.159	3.464	4.156	4.164
Tayvan	62.153	76.205	77.328	57.301	55.571	58.323	46.116	58.297	59.032	53.437	59.192	62.286	58.049	63.147
Yeni Zelanda	7.505	9.641	11.171	10.332	12.892	14.924	10.612	17.657	19.562	23.709	31.145	34.185	41.560	41.908
Afrika	20.983	34.460	54.006	65.594	78.026	95.221	69.417	106.261	141.615	124.976	145.150	142.868	146.474	122.068
Güney Afrika	20.983	34.460	54.006	65.594	78.026	95.221	69.417	106.261	141.615	124.976	145.150	142.868	146.474	122.068

Kaynak: Investment Company Institute (ICI), 2016 Investment Company Factbook, 03.02.2016.

Not: İrlanda, Fransa, Japonya, Hollanda, Norveç ve Slovakya dışındaki ülkeler için fon sepeti fonları dahil edilmemektedir.

Güncelleme tarihi: 03.02.2016

Tablodan görüldüğü gibi en yüksek toplam yatırım fonu varlığı Amerika kıtasındadır. Amerika’daki toplam yatırım fonu varlık değeri 19,6 trilyon dolardır.

Investment Company Institute (ICI) verilerine göre yatırım fonu sayıları ülkelere göre Tablo 3’de gösterilmiştir.

Tablo 3: Dünya’da Yatırım Fonlarının Sayıları

Ülkeler	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dünya	52.431	52.785	53.662	54.996	59.667	63.885	67.872	66.841	68.818	71.357	72.457	75.409	78.919	99.973
Amerika	13.884	13.921	14.064	13.764	14.474	15.460	16.459	16.896	17.951	19.706	21.047	21.977	22.919	25.144
ABD	8.244	8.126	8.041	7.975	8.117	8.027	8.022	7.663	7.548	7.580	7.582	7.707	7.923	9.710
Arjantin	211	186	186	200	223	241	253	252	254	281	291	297	302	346
Brezilya	2.755	2.805	2.859	2.685	2.907	3.381	4.169	4.744	5.618	6.513	7.468	8.072	8.560	8.783
Kanada	1.956	1.887	1.915	1.695	1.764	2.038	2.015	2.075	2.117	2.655	2.866	2.963	3.164	3.241
Kosta Rika	128	129	115	110	100	93	85	64	68	63	66	66	66	65
Meksika	364	374	411	416	437	420	431	407	434	464	488	487	486	499
Şili	226	414	537	683	926	1.260	1.484	1.691	1.912	2.150	2.286	2.385	2.418	2.500
Avrupa	28.235	27.720	28.457	29.197	32.063	33.909	35.620	34.246	34.659	34.506	33.740	33.995	34.456	47.001
Almanya	1.092	1.050	1.041	1.076	1.199	1.462	1.675	2.067	2.106	2.051	2.059	2.012	2.039	5.604
Austurya	808	833	840	881	948	1.070	1.065	1.016	1.016	1.003	995	981	938	1.596
Belçika	1.141	1.224	1.281	1.391	1.549	1.655	1.828	1.845	1.797	1.723	1.529	1.432	1.209	1.164
Çek Cumhuriyeti	76	58	53	51	52	66	76	78	80	80	80	85	106	128
Danimarka	485	400	423	471	494	500	489	483	490	500	495	510	530	556
Finlandiya	312	249	280	333	376	379	389	377	366	368	375	369	352	371
Fransa	7.773	7.902	7.908	7.758	8.092	8.243	8.301	7.982	7.791	7.744	7.392	7.154	7.082	11.122
İngiltere	1.787	1.692	1.710	1.680	1.903	2.057	2.371	2.266	2.204	1.941	1.922	1.910	1.920	2.573
İrlanda	1.905	1.978	2.088	2.127	2.531	2.898	3.097	2.721	2.899	3.085	3.167	3.345	3.462	3.864
İspanya	2.466	2.471	2.559	2.672	3.235	2.940	2.944	2.588	2.486	2.474	2.349	2.267	2.238	2.238
İsviç	512	485	461	464	474	477	508	506	504	508	456	484	510	471
İsviçre	512	441	385	510	609	567	572	509	653	664	667	765	843	860
İtalya	1.073	1.012	1.142	1.035	989	924	742	675	650	659	600	661	719	713
Litvanya	111	137	171	200	233	391	335	348	409	437	535	657	587	1.184
Lüksemburg	6.874	6.578	6.855	7.222	7.919	8.782	9.351	9.017	9.353	9.462	9.435	9.500	9.839	12.074
Macaristan	90						302	301	325	200	214	216	307	316
Norveç	419	375	406	419	524	511	530	487	507	507	406	573	616	700
Polonya	107	112	130	150	157	188	210	208	214	226	259	264	278	391
Portekiz	170	160	163	169	175	180	184	171	171	173	157	153	184	398
Romanya	20	20	19	23	32	41	52	51	56	105	62	64	72	74
Slovakya		37	40	43	43	54	56	54	58	63	58	54	87	88
TÜRKİYE	242	241	240	275	282	294	304	286	311	337	351	373	395	377
Yunanistan	260	265	262	247	247	230	239	210	213	196	177	166	143	139
Asya ve Pasifik	9.852	10.678	10.604	11.418	12.380	13.685	14.909	14.795	15.265	16.198	16.703	18.375	20.373	26.501
Çin	-	-	-	-	-	341	429	547	660	831	1.065	1.415	1.763	2.558
Filipinler	21	21	24	32	38	40	43	41	43	47	48	47	52	55
GüneyKore	5.873	6.726	6.636	7.279	8.030	8.609	9.384	8.703	8.687	9.064	9.121	9.876	11.063	11.918
Hindistan	312	350	394	445	468	555	551	590	658	680	692	699	723	804
Japonya	2.718	2.617	2.552	2.640	2.753	2.997	3.333	3.656	3.905	4.196	4.384	4.922	5.404	9.804
Pakistan	-	-	-	-	31	64	83	96	125	137	139	152	159	160
Tayvan	351	401	445	459	447	456	443	460	487	534	554	570	577	602
Yeni Zelanda	577	563	553	563	613	623	643	702	700	709	700	694	632	600
Afrika	460	466	537	617	750	831	884	904	943	947	967	1.062	1.171	1.327
GüneyAfrika	460	466	537	617	750	831	884	904	943	947	967	1.062	1.171	1.327

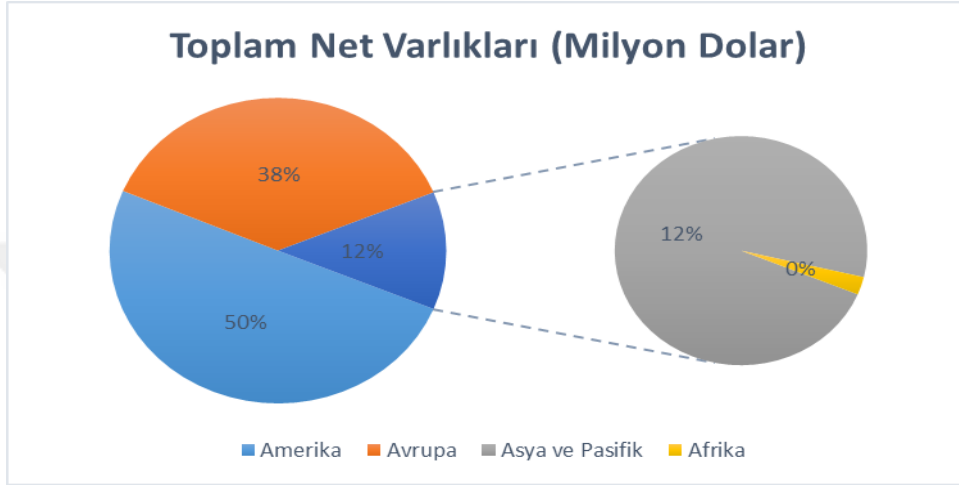
Kaynak: Investment Company Institute (ICI), 2016 Investment Company Factbook, 03.02.2016.

Toplam fon sayısı en yüksek olan Avrupa’da 47.001 adet yatırım fonu vardır (49%). Yatırım fonu sayısı açısından bu bölgeyi izleyen Asya Pasifik ve Amerika’daki yatırım fonu sayıları birbirine yakındır. Asya Pasifik bölgesinde 26.501 adet (26%), Amerika’da 25.144 adet yatırım fonu mevcuttur (25%).

Yatırım fonu sayıları ve varlık değerleri birlikte değerlendirildiğinde Amerika’daki fonların varlık değeri açısından diğer bölgelerden daha büyük ölçekli olduğu görülmektedir. Global düzeyde ortalama yatırım fonu varlık değeri 389,9 milyon dolar iken; Amerika’da ortalama yatırım fonu 775,5 milyon dolar (50%), Avrupa’da 309,9

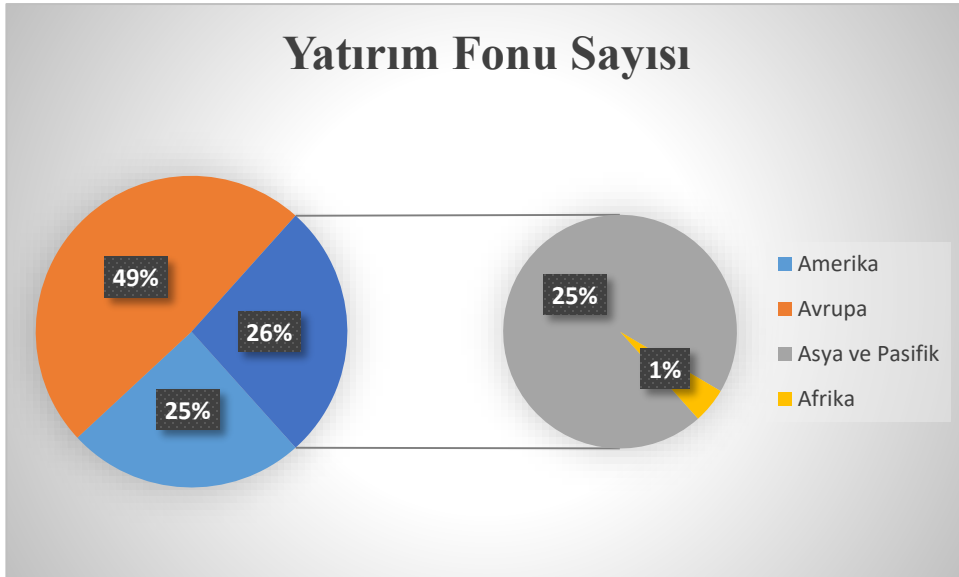
milyon dolar (38%), Asya Pasifik'te 178,8 milyon dolar ve Afrika'da 92 milyon dolardır (12%).

Şekil 2: Dünya'da Yatırım Fonu Varlıklarının Bölgesel Dağılımı (2015)



Kaynak: Investment Company Institute (ICI), 2016 Investment Company Factbook, 03.02.2016.

Şekil 3: Dünya'da Yatırım Fonlarının Bölgesel Dağılımı (2015)



Kaynak: Investment Company Institute (ICI), 2016 Investment Company Factbook, 03.02.2016

2014 yıl sonu itibariyle Dünya'daki yatırım fonu varlıkları 33,4 trilyon dolar iken 2015 yılında bu değer 38,9 trilyon dolara çıkmıştır ²⁹. Bunun en büyük payını %48 oranla 19,5 trilyon dolar yatırım fonu varlığıyla ABD yatırım fonu varlıkları teşkil etmektedir.³⁰

Tablo 4: ABD'deki Yatırım Kuruluşlarının Menkul Kıymet Değerleri (Milyar Dolar)

Yıllar	Yatırım Fonları	Kapalı Uçlu Fonlar	ETFs	UITs	Toplam
2002	6.383	159	102	36	6.680
2003	7.402	214	151	36	7.803
2004	8.096	253	228	37	8.614
2005	8.891	276	301	41	9.509
2006	10.398	297	423	50	11.168
2007	12.000	312	608	53	12.974
2008	9.621	184	531	29	10.365
2009	11.113	223	777	38	12.151
2010	11.833	238	992	51	13.114
2011	11.632	242	1.048	60	12.983
2012	13.057	264	1.337	72	14.729
2013	15.051	279	1.675	87	17.091
2014	15.875	239	1.974	101	18.240
2015	15.652	261	2.100	94	18.107

Kaynak: Investment Company Institute (ICI), 2016 Investment Company Factbook, 03.02.2016.
Not: UITs: Unit Investment Trusts, ETFs: Exchange Traded Funds.

²⁹ 2015 Investment Company Factbook, s. 10, www.ici.org

³⁰ 2016 Investment Company Factbook, s. 8, www.ici.org

Tablo 5: Yatırım Kuruluşlarının ABD’ye göre Sayıları

Yıllar	Yatırım Fonları	Kapalı Uçlu Fonlar	ETFs	UITs	Toplam
2002	8.511	543	113	8.303	17.470
2003	8.426	581	119	7.233	16.359
2004	8.417	618	152	6.499	15.686
2005	8.449	634	204	6.019	15.306
2006	8.721	645	359	5.907	15.632
2007	8.745	662	629	6.030	16.066
2008	8.879	642	728	5.984	16.233
2009	8.611	627	797	6.049	16.084
2010	8.535	624	923	5.971	16.053
2011	8.673	632	1.134	6.043	16.482
2012	8.744	602	1.194	5.787	16.327
2013	8.972	599	1.294	5.552	16.417
2014	9.259	568	1.411	5.381	16.619
2015	9.520	558	1.594	5.188	16.860

Kaynak: 2016 Investment Company Factbook, www.ici.org.

1.3.2. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Gelişimi

1979 yılının Haziran ayında Türkiye’de ilk yatırım fonu uygulaması başlamıştır. Ve bu tarihte “Meban Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş.” bünyesinde “Meban Yatırım Fonu” başlığıyla kurulan bu fon ve bunların iştirak belgeleri 3 dilim halinde piyasaya sürülmüştür.³¹

24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe konulan istikrar programı, Türk ekonomi ve Türk sermaye piyasası tarihinde yeni bir anlayışın ve dönemin açılmasını sağlamıştır. Bu yeni dönem serbest piyasa ekonomisinin kuralları çerçevesinde işleyen bir ekonomik sistemin yaratılmasını amaçlamaktaydı.³²

³¹ Kerem Üngir, **2008-2012 Dönemi Arası Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performans Analizi: Bir Uygulama**, Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya, 2014, s. 18.

³² Belgi Odabaşı, **Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: A Tipi Karma Fonlar İçin Çok**

Bir başka deyişle devlet müdahalesinin asgariye indirilmesi, sanayileşmenin doğrudan özel sektöre bırakılması hedeflenmiştir.

Yine aynı dönemin temel iktisat politikaları arasında yer alan Kamu İktisadi Teşebbüslerinin özelleştirilmesi ve yabancı yatırımcıların ülkeye çekilebilmesi, işlerliğe sahip bir sermaye piyasasının varlığını gerekli kılmaktaydı. Bu anlayış doğrultusunda 1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu ile değişik kanunlarla düzenlenmiş veya bir düzenlemeye sahip olmadan devam eden sermaye piyasası faaliyetleri tek bir yasal çerçeve altında birleştirilmiştir.³³

1981 yılı Temmuz ayında Sermaye Piyasası Kanunu kabul edilmiştir. Bir yıl sonra Ocak 1982’de sermaye piyasası düzenleme ve yönetme organını yani Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur.³⁴

Aralık 1985’de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuş ve Ocak 1986 tarihinde işleme başlamıştır.³⁵

Türkiye’de yatırım fonlarına ilişkin temel düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu ile belirlenmiştir. Ardından 13.12.1986 tarih ve 19310 sayılı resmi gazetede Seri: VII No: 1 sayılı “Menkul Kıymet Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği”ni yayınlamıştır. Bu gelişmelerden sonra Türkiye’de yeni dönem ilk yatırım fonları uygulaması, 13.07.1987 tarihinde 10 milyar TL toplam değerli İş Yatırım Fonu’nun kurulup katılma belgelerinin ihraç edilmesiyle başlamıştır.³⁶

1997 yılı fon yönetimi için önemli gelişmelerin olduğu bir yıldır. İlk portföy yönetme şirketi olan Oyak Temmuz 1997’de kurulmuştur. Ayrıca ilk özel yatırım fonu, yabancı yatırım fonu ve sektör fonları aynı yılın Temmuz, Ağustos ve Aralık aylarında oluşturulmuştur. 1999 yılı Ocak ayının günlük fon fiyatı ve portföy dağılımı verileri, aynı yılın Temmuz ayı ilk endeks fonu internet üzerinden kamuoyunun bilgisine sunulmuştur.

Kriterli Modellerle Türkiye Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2007, s. 2.

³³ Mehmet Baha Karan ve Ali Argun Karacabey, **Türkiye’de Sermaye Piyasasının Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği**, SPK, 2003, s. 39.

³⁴ Siwal M. Ata, **Türkiye’de A Tipi Yatırım Fonlarının Analizi (2000-2008 Dönemi)**, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2010, s. 42.

³⁵ <http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/tarihsel-gelistmeler>

³⁶ Ural, s. 11.

2002 yılında emeklilik fonları düzenlemeleri Resmî Gazetede yayınlandı. 2003 yılı Eylül ayında emeklilik fonları tebliğlerinin ardından yayınlandı ve aynı yılın Ekim ayında ilk emeklilik yatırım fonları kurulmaya başlandı.

Türkiye’deki yatırım fonlarının yapısı ve gelişimi dünya ile benzerlik göstermektedir. Katılım belgesi karşılığında fon toplamaktadırlar. Bu fonlar Borsa İstanbul nezdindeki Takasbank’ta toplanmaktadır. Bunun yanı sıra bağımsız kuruluşlar da yatırım fonları hizmeti vermektedirler.

2016 yılı itibariyle ve ICI verilerine göre Türkiye’deki toplam yatırım fonu varlık değerleri ve Sermaye Piyasası Kurulu istatistiklerine göre de toplam yatırım fonu sayısı Tablo 6’deki gibidir.

Tablo 6: Türkiye’de Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı (1987-2016)

Yıl	Fon Sayısı	Toplam Değeri (Bin TL)	Yatırımcı Sayısı	Hisse Senedi %	Kamu Borçlanma Araçları %	Ters Repo %	Borsa Para Piyasası %	Yabancı Menkul Kıymet %	Özel Sektör Borçlanma Aracı (%)	Diğer %
1987	-	53	-	0,46	25	0,00	0,00	0,00	0,00	74,97
1988	-	136	-	0,17	8,68	0,00	0,00	0,00	0,00	91,15
1989	-	441	-	1,98	29,06	0,00	0,00	0,00	0,00	68,97
1990	-	1.515	-	2,14	73,75	0,00	0,00	0,00	0,00	24,11
1991	-	1.628	-	2,51	70,12	0,00	0,00	0,00	0,00	27,37
1992	-	2.982	-	1,34	85,17	0,00	0,00	2,56	0,00	10,93
1993	-	15.179	-	18,04	73,97	0,00	0,00	2,98	0,00	5,01
1994	-	2.788	-	5,06	88,95	0,00	0,00	2,38	0,00	3,61
1995	-	31.061	-	5,54	91,04	0,00	0,00	3,26	0,00	0,13
1996	-	118.424	-	5,71	92,74	0,00	0,00	1,43	0,00	0,05
1997	-	190.126	-	15,12	23,84	56,39	0,00	2,95	0,00	1,69
1998	-	347.064	-	8,45	35,07	56,08	0,00	0,29	0,00	0,11
1999	-	1.219.444	-	13,55	26,01	60,07	0,00	0,16	0,00	0,22
2000	-	1.937.611	-	12,40	12,72	74,63	0,00	0,18	0,00	0,06
2001	-	4.755.782	-	7,43	32,94	59,47	0,00	0,11	0,00	0,05
2002	-	9.346.672	-	2,56	49,28	48,04	0,00	0,10	0,00	0,02
2003	-	19.858.160	-	2,43	66,98	30,50	0,00	0,09	0,00	0,00
2004	253	24.443.774	2.632.462	2,22	67,17	27,77	2,83	0,02	0,00	0,00
2005	275	29.374.122	2.959.573	2,52	70,27	26,03	1,14	0,03	0,00	0,00
2006	289	22.011.576	2.470.909	2,70	38,27	57,53	1,39	0,09	0,00	0,02
2007	297	26.381.161	2.998.454	2,53	37,90	56,29	2,97	0,05	0,00	0,25
2008	340	23.978.526	2.938.904	1,51	43,74	49,42	4,81	0,04	0,00	0,48
2009	316	29.608.277	2.998.648	2,68	32,02	58,67	5,12	0,12	0,00	1,39
2010	486	33.219.829	3.248.601	3,71	28,42	53,93	7,93	0,39	0,00	5,63
2011	595	30.219.082	3.285.965	3,59	23,38	46,69	9,14	0,37	0,00	16,83
2012	592	30.687.878	3.130.309	4,88	19,98	37,98	7,65	0,46	0,00	29,05
2013	522	30.082.924	3.153.417	5,38	16,97	29,19	11,27	0,69	0,00	36,50
2014	482	33.314.697	3.277.226	5,44	11,26	19,68	12,12	1,35	0,00	50,15
2015	363	37.186.490	3.264.495	4,94	13,38	16,89	5,24	3,87	47,98	7,70
2016	384	43.755.330	3.089.530	5,72	10,52	4,31	14,34	6,34	49,87	8,90

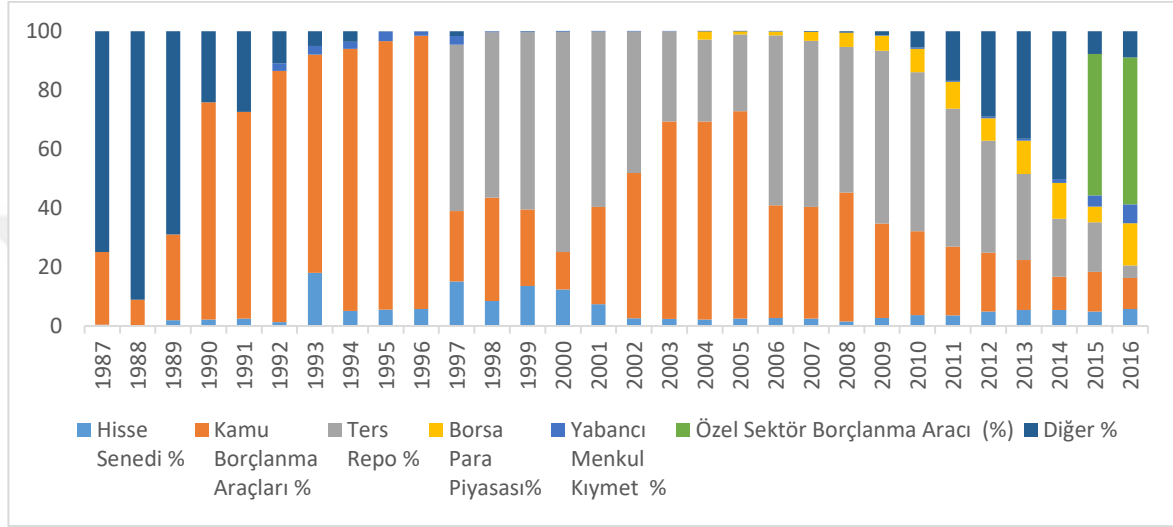
Kaynak: SPK Aylık Bülteni, Aralık 2016.

2016 yılı itibariyle Türkiye’deki yatırım fonlarının toplam değeri 43.755 milyon TL’dir, Sermaye Piyasası Kurulu’ndan elde edilen istatistiklere göre 2016 yılı itibariyle toplam yatırım fonu sayısı 384 adettir.

1987-2016 analiz döneminde en yüksek yatırım fonu sayısına sahip olan yıl 595 adet ile 2011 yılıdır.

Türkiye’deki yatırım fonunun tabloya baktığımız zaman büyüdüğünü ama aynı zamanda diğer gelişmiş ülkelere göre hala yeterli olmadığını görüyoruz

Şekil 4: Türkiye’de Faaliyet Gösteren Yatırım Fonlarının Portföy Yapıları



1.4. YATIRIM FONLARI AVANTAJLARI

1.4.1. Profesyonel Yönetim

Yatırım fonları, sürekli olarak piyasaları izleyen uzman profesyonel yöneticiler tarafından, riskin minimum, getirinin maksimum olması ilkesi ile yönetilir. Yatırım araçlarının rüçhan hakları, temettüleri ve vade takipleri profesyonel yöneticiler tarafından yapılır. Menkul kıymetlerin değerlemesi ve kontrolü ile kupon faiz ve temettü tahsili fon yönetimince yapılacağından, yatırımcılar vade takibi, tahsil etme gibi zaman ve kaynak kullanımını gerektiren işlemlerden kurtulmaktadır.³⁷

³⁷ G. V. Satya Sekhar, **The Management of Mutual Funds**, Palgrave Macmillan, Gitam University, India, 2017, s. 21.

1.4.2. Risk Dağılımı

Yatırım fonları, hazine bonosu, devlet tahvili, hisse senedi, repo gibi çeşitli yatırım araçlarından oluşur. Böylece yatırımcı, tek bir yatırım aracının yaratacağı riskten korunmuş olur. Yatırım fonu portföyüne alınabilecek menkul kıymetlerin sabit getirili, dövizde endeksli ve hisse senedi gibi araçlarla çeşitlenmesi nedeniyle riskin en aza indirilmesi mümkün olabilmektedir.³⁸

1.4.3. Çeşitlilik

Tasarruf sahipleri, kendi yatırım tercihleri ve risk profiline göre farklı kompozisyonlardan oluşturulmuş çeşitli fonlara yatırım yapabilirler.³⁹ Bireysel yatırımcıların genellikle portföy çeşitlenmesini kendi çabalarıyla kolay bir şekilde gerçekleştiremezler. Buna karşılık yatırım fonları aracılığıyla farklı risk tercihlerine karşılık gelecek şekilde kolaylıkla portföy çeşitlendirmesinden yararlanılabilir.

1.4.4. Nakde Çevirebilme

Yatırım fonları, işlemiş getirisiyle birlikte kolayca ve hızlı bir şekilde nakde çevrilebilir. Fon portföyündeki değer artışlarının portföy değerine günlük olarak yansıtılması nedeniyle, yatırımcılar fona yaptıkları yatırımlarını işlemiş geliriyle birlikte ihtiyaçları kadar veya tamamını istedikleri anda paraya çevirebilirler.⁴⁰

1.4.5. Büyük Ölçekli Yatırım Avantajı

Bir yatırım fonu alındığında, tasarruflar büyük ölçekli yatırımcı profiline göre değerlendirilmiş olunur. Bu şekilde küçük tasarruf sahipleri, yatırımlarında büyük yatırımcının sahip olduğu yatırım avantajı elde ederler. Küçük tasarruflarla ulaşılamayacak kazanç potansiyeli yüksek menkul kıymetlere yatırım yapılmasına olanak sağlamaktadır.

³⁸ G. V. Satya Sekhar, s. 21.

³⁹ Zvi Bodie, Alex Kane ve Alan J. Marcus, **Essentials of Investments**, 7.baskı, McGraw-Hill International Edition, 2007, s. 89.

⁴⁰ Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, s. 89.

Yatırım fonlarının yukarıdaki avantajlarının yanı sıra yönetim ücretlerinin diğer yatırım araçlarına göre daha düşük olması, fon sahiplerine vergi avantajı sağlaması ve dolayısıyla fon sahiplerine, aldıkları fondan değil satın aldığı fonun değer kazandığı limit üzerinden vergi uygulanması ve yatırımcının ihtiyaçlarına cevap verecek en uygun yatırım türünün saptanması, yatırım yaptıktan sonra ekonomik gelişmelerin günü gününe izlenerek gerektiğinde farklı enstrümanlara geçilmesi olanağı vermesi gibi avantajları da vardır.

1.5. YATIRIM FONLARI SINIFLANDIRILMASI

Yatırım fonları literatürde pek çok başlık altında sınıflandırılrsa da çalışmada temel olarak iki başlık altında toplanmıştır. Literatürdeki ayırım genel sınıflandırma altbaşlığı altında ve SPK düzenlemelerine göre yapılan ayırım Türkiye’deki sınıflandırma altbaşlığı altında ele alınmıştır.

1.5.1. Genel Sınıflandırma

Genel sınıflandırma başlığı altında; sermaye yapılarına göre, kâr dağıtımına göre, portföydeki varlıkların niteliklerine göre yatırım fonları açıklanmıştır. Bu ayırmada yer alan yatırım fonu türleri her ülkede yer almayabilir. Örneğin Türkiye’deki düzenlemeler çerçevesinde yatırım fonları kâr dağıtımını yapmamakta, fon katılma payının değerinin fiyat değişimi ile yatırım fonu portföy değişimi katılımcılara yansıtılmaktadır.

1.5.1.1.Sermaye Yapılarına Göre Yatırım Fonları

1.5.1.1.1. Açık Uçlu Yatırım Fonları

Bu fon türü sermayesi sabit olmayan yatırım fonu olarak tanımlanabilir. Açık uçlu yatırım fonlarının sayısı talebe göre belirlenir.⁴¹ Bu tip yatırım fonlarının belge sayısı talebe göre belirlendiği için istenildiği an nakde çevrilebilir. Bundan dolayı genelde küçük ve deneyimsiz yatırımcıların tercihidirler.⁴²

⁴¹ Ural, S. 25.

⁴² G. V. Satya Sekhar, s. 7.

Yatırım açısından açık uçlu yatırım fonlarının dikkat çeken tarafı; dolaşımdaki pay sayısına ve portföyündeki varlıkların piyasa fiyatına bağlı olarak oluşan pay fiyatlaması sebebiyle fon fiyatı azalan bir piyasada da yükselebilmesi ve nakit pozisyonu sebebiyle sahip olduğu likidite özelliğidir.⁴³

Açık uçlu yatırım fonları Avusturya, Belçika, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Malezya, Hollanda, Portekiz, Güney Kore ve İspanya gibi birçok ülkede bulunmaktadır.

1.5.1.1.2. Kapalı Uçlu Yatırım Fonları

Bu tip fonlar, ihraç ettikleri katılma belgelerini geri satın almayan ve sabit sermayeli olarak kurulan fon çeşididir.⁴⁴ Kapalı uçlu fonlar yapıları gereği yeni pay ihraç etmedikleri için aktifleri açık uçlu fonlarla kıyasla genellikle daha düzenli ancak daha fazla risklidirler. Çünkü bu fonların fiyatlarında yüksek oynaklıklar gözlenebilmektedir ve fonun fiyatı net varlık değerlerinden bağımsız olarak belirlenmektedir.

Kapalı uçlu yatırım fonlarının pay bedelleri piyasadaki arz ve talebe göre belirlenmektedir.⁴⁵ Pay bedelleri piyasadaki arz ve talebe göre belirlendiğinden piyasa fiyatı birim net fiyatın altında veya üstünde oluşabilmektedir. Bu türdeki yatırım fonu dizaynı farklı isimler altında da uygulamada kendine yer bulabilmektedir. Örneğin Türkiye'deki yatırım ortaklıklarının payları borsada işlem görmekte ve bu payların fiyatları borsadaki arz ve talebe göre oluşmaktadır.

Kapalı uçlu yatırım fonlarında ABD, İngiltere ve Lüksemburg gibi birçok ülkede bulunmaktadır.

⁴³ Targan Ünal, **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1995, s. 50.

⁴⁴ Ali İhsan Özeroğlu, “Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Gelişimi ve Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri”, **Tarih Okulu Dergisi**, Cilt:7, Sayı:18, 2014, s. 402.

⁴⁵ Selim Soydemir, Kurumsal Yatırımcı Olarak Yatırım Fonları ve Ortaklıkları, **İşletme ve Finans**, 1993, s. 85.

1.5.1.2. Yatırım Fonlarının Kar Dağıtım Şekillerine Göre Sınıflandırılması

1.5.1.2.1. Kâr Dağıtan Fonlar

Bu tip fonlar, fonda oluşan geliri pay sahiplerine dağıtan fonlardır. Fonların iyi yönetilmesi sonucunda elde edilen kârın yatırımcıya dağıtılması, yatırımcı için tasarruf fazlasını daha etkin değerlendirebilme imkânı verdiği için daha çok tercih edilmektedir.⁴⁶

1.5.1.2.2. Kâr Dağıtmayan Fonlar

Bu tip fonlar ise, fon karını pay sahiplerine dağıtmayıp fonun pay değerini artırma amacı güden fonlardır.⁴⁷ Fonun etkin yönetilmemesi durumunda yatırımcı kâr fırsatını kaçırabilecektir ki, bu durum fonun dezavantajını oluşturmaktadır.

1.5.1.3. Yatırım Fonlarının Portföydeki Kıymetlerin Niteliğine Göre Sınıflandırılması

1.5.1.3.1. Hisse Senedi Fonu

Hisse senedi yoğun fonlar, yatırımcının portföyünün tamamının ya da büyük bir kısmının yerli veya yabancı hisse senedinden oluşan yatırım fonları olarak tanımlanmaktadır. Bu fonlar genellikle tahvil yoğun fonlarından daha riskli fonlardır ve dolayısıyla da daha yüksek getiriye sahip olan fonlardır.

1.5.1.3.2. Tahvil Fonları

Tahviller, geri ödeme süresi bir yıldan uzun olan borç senetleridir. İşletim hususunda, genellikle tahvil maliyetinin az olması ve faiz olarak yapılan ödemenin vergi matrahından düşülmesi, ortalama fon maliyetinin düşmesine yol açar. Hisse senetleri gibi piyasadaki gelişmelere göre değer kazanır veya kaybederler.⁴⁸ Bu yüzden vade tercihi ve alım-satım hususları çok önemlidir. Sabit getirili kıymetlere yatırım yaptıklarından dolayı gelir fonları da denir. Bunlar; kredi dereceleri yüksek olan güvenilir tahvillere yatırım

⁴⁶ Tuğçe Akel, *Yatırım Fonlarında Risk Maruz Değer Hesaplaması ve Küresel Krizin Etkileri*, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2010, s. 14.

⁴⁷ T. Akel, s. 15.

⁴⁸ Ahmet Orçun Tural, *Türkiye’deki A ve B Tipi Yatırım Fonlarının 2004-2010 Yılları Arasındaki Performans Değerlendirmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2011, s. 8.

yapan fonlar, yabancı hükümet ve şirketlerin tahvillerine yatırım yapan fonlar gibi fonlardır.

1.5.1.3.3. Para Piyasası Yatırım Fonları

Para piyasası araçlarıyla oluşturulmuş fonlardır. Genellikle enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde yatırımcılar için daha etkin bir koruma sağladığından yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Çünkü kısa vadeli ve yüksek kalitededirler, daha likit ve daha esnek olmaları da tercih edilmelerinin diğer nedenleridir.⁴⁹

1.5.2. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Sınıflandırması

Türkiye’de menkul kıymet yatırım fonlarına ilişkin mevzuat 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve SPK tarafından çıkarılan III-52.1 numaralı “Yatırım Fonlarına ilişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir. Menkul Kıymet Yatırım Fonu (MKYF) dışında kalan fonlar borsa yatırım fonu, gayrimenkul yatırım fonu ve girişim sermayesi yatırım fonu ayrıca düzenlenmiştir. Yukarıda anılan tebliğde düzenlenen menkul kıymet fonları sermaye fon şeklinde kurulur.

Şemsiye fonu, katılma payları tek bir içtüzük kapsamında ihraç edilen tüm fonları kapsayan yatırım fonudur.⁵⁰

1.5.2.1.Şemsiye Fonuna Alınabilecek Varlıklar

Şemsiye fonu, aşağıda belirtilen varlıklar ve işlemlerden oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla kurulur.⁵¹

- a. Özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil Türkiye’de kurulan ihraççılara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,
- b. Türk parasının kıymetini koruma hakkında 32 sayılı karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ile ihraççı payları,

⁴⁹ Zvi Bodie, Alex Kane ve Alan J. Marcus, s. 95.

⁵⁰ SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları**, Yatırım Fonları, Ankara, Haziran 2016.

⁵¹ SPK, **Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1)**, İkinci Bölüm, 2016.

- c. 12 aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat, katılma hesabı ve mevduat sertifikaları,
- d. Borsada işlem görmeleri kaydıyla; altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları,
- e. Fon katılma payları,
- f. Repo ve ters repo işlemleri,
- g. Kira sertifikaları,
- h. Gayrimenkul sertifikaları,
- i. Varantlar ve sertifikalar,
- j. Takas bank para piyasası işlemleri,
- k. Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,
- l. Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri,
- m. Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçları.

Şemsiye fonu içtüzüğünde yer alan ve aşağıda belirtilen esaslara uygun olarak, her katılma payı ihracı için ayrı bir izahname ve yatırımcı bilgi formu düzenlenmesi şartıyla, şemsiye fona bağlı fonlar oluşturulur.⁵²

- A. Her bir fonun tüm varlık ve yükümlülükleri birbirinden ayrıdır.
- B. Şemsiye fonun kuruluş giderleri ile fonların katılma payı ihraç giderleri hariç olmak üzere, bir şemsiye fonu için yapılması gereken tüm giderler fonların toplam değerleri dikkate alınarak oransal olarak bu fonların portföylerinden karşılanır.
- C. Bir şemsiye fonun bu tebliğin 28. ve 29. maddeleri uyarınca tasfiye edilmesi veya devredilmesi durumunda, bu şemsiye fona bağlı fonların da tasfiye edilmesi veya devredilmesi gerekir.
- D. Bu Tebliğde yer alan hükümler aksi belirtilmedikçe her bir fon için ayrı ayrı uygulanır.

⁵² Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1), s. 3.

1.5.2.2.Şemsiye Fon Türleri

Toplam 10 farklı şemsiye fon belirlenmiştir, bu kategorilerin özellikleri aşağıda özetlenmektedir.⁵³

- **Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu**

Fon toplam varlığının en az %80'i devamlı olarak, yerli ve/veya yabancı kamu ya da özel sektör (Eurobond, Tahvil, Bono gibi) borçlanma araçlarına yatırılan fonları kapsamaktadır.

- **Hisse Senedi Şemsiye Fonu**

Fon toplam varlığının en az %80'i devamlı olarak, yerli ya da yabancı hisse senetlerine yatırılan fonları kapsayan fonlardır.

- **Kıymetli Madenler Şemsiye Fonu**

Fon toplam varlığının en az %80'i devamlı olarak, altın ve diğer kıymetli madenlere borsalarda işlem gören ya da kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılan fonları kapsayan fonlardır.

- **Fon Sepeti Şemsiye Fonu**

Fon toplam varlığının en az %80'i devamlı olarak, diğer fonların ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonları kapsamaktadır.

- **Para Piyasası Şemsiye Fonu**

Portföyünün tamamı devamlı olarak, vadesine en fazla 184 gün kalmış likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan ve portföyünün günlük olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonları kapsamaktadır.

- **Katılım Şemsiye Fonu**

Portföyünün tamamı devamlı olarak ve sermaye piyasası kurulu tarafında uygun görülen faize dayalı olmayan, katılma hesapları, kira sertifikaları, altın ve diğer kıymetli

⁵³ Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1), s. 3.

madenler ve ortaklık payları gibi para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonları kapsamaktadır.

- **Değişken Şemsiye Fon**

Portföy sınırlamaları itibarıyla yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonları kapsamaktadır.

- **Serbest Şemsiye Fon**

Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonları kapsamaktadır.

1.5.2.2.1. Garantili Şemsiye Fon

Yatırımcılara geri ödenecek olan yatırım tutarının garantör tarafından garanti altına alınması taahhüt edilen fonları kapsamaktadır. Garantör yerli ya da yabancı banka veya sigorta şirketleri olabilir.

1.5.2.2.2. Koruma Amaçlı Şemsiye Fon

Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin izahname de belirlenen esaslar çerçevesinde yatırımcıya geri ödenmesinin amaçlandığı, kısaca yatırımcıyı anapara kayıplarına karşı korumayı amaçlayan fonları kapsamaktadır.

Çalışmamız kapsamında analiz edilen fonlar, yukarıda sayılan fonlarından sadece “hisse senedi yoğun fon” olarak kabul edilenlerdir.

İKİNCİ BÖLÜM

PORTFÖY PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİNDE KULLANILAN ÖLÇÜTLER

2.1. YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN RİSK VE GETİRİ KAVRAMLARI

Yatırım için farklı güdüler mevcuttur. Bunların arasında en önde geleni, yatırım üzerinden getiri kazanmaktır. Bununla birlikte, getiriyi temel alarak yatırım seçimi yapmak yeterli değildir. Birçok yatırımcının sermayelerini birden fazla güvenilir tahvile yatırdığı doğrudur ki getirinin yanında başka etkenler de vardır ve bunlar göz önünde bulundurulmalıdır. Yatırımcılar kaybetmeyi sevmez ve riskten nefret ederler.

2.1.1. Getiri Kavramı

2.1.1.1. Getirinin Tanımı

Getiri, yatırım sürecindeki temel motive edici güç ve asıl ödüdür. Getiri; kazanılmış olan gerçek getiri ve gelecekteki birkaç yatırım periyodunda yatırımcının kazanmayı beklediği beklenen getiri olarak tanımlanabilir. Beklenen getiri, öngörülen veya tahmin edilen getiridir. Yatırımcının geçmişte elde ettiği gerçek getiriler; temettü, faiz, sermaye kazancı gibi yatırımcılara kendileri için elverişli olan nakit girişleri hakkında tahminde bulunmalarını sağlar.

Getiri, belirli bir süre boyunca edinilen toplam kazanç ya da kayıp olarak ölçülebilir ve yatırılan ilk miktar üzerinden yüzdelik olarak tanımlanabilir.

Yatırım hisselerinden hareketle getiri, temettü ve sermaye kazancından veya bu hisselerin satışı sırasındaki kayıptan oluşmaktadır.

Bir yatırım aracı veya bir portföyün dönem sonundaki değeri ile dönem başındaki değeri arasındaki farkın dönem başındaki değerine oranlanması yoluyla bulunan getirinin hesaplanması şu şekilde formüle edilebilir:⁵⁴

⁵⁴ Emine Çelepçıkay, **Türkiye'deki A Tipi Yatırım Fonlarının 2013 Yılındaki Performans Değerlendirmesi ve Sektörel Analizi**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, 2014, s. 11.

$$r_p = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}} \quad (2.1)$$

Formülde:

r_p : Fonun getirisi

v_t : Fonun dönem sonundaki değeri

v_{t-1} : Fonun dönem başındaki değerini ifade etmektedir

Dönem içi nakit giriş ve çıkışlarını da dikkate alarak getiriye hesaplayan iki temel yöntem vardır. Bunlar İç Getiri Oranı ve Zaman Ağırlıklı Getiri Oranıdır.⁵⁵

2.1.1.2. Temel Getiri Hesaplama Yöntemleri

2.1.1.2.1. İç Verim Oranı

Bir yatırım veya proje üzerinden iç verim oranı “yıllık nakit bileşik getiri oranıdır” veya sıfıra eşit olan belirli bir nakit akışının tümünden (hem pozitif hem negatif) net bugünkü değeri yapan getiri oranıdır. Aynı zamanda iç verim oranı; gelecekteki tüm nakit akışlarının şu anki değerinin başlangıçtaki yatırıma eşit olduğu bir iskonto oranı olarak da tanımlanabilir.

Ek olarak; bir yatırımın iç verim oranı, yatırım maliyetlerinin (negatif para akışı) net bugünkü değerinin, yatırım kazançlarının (pozitif para akışı) net bugünkü değerine eşit olduğu bir iskonto oranıdır.

İç verim oranı kısaca nakit girişlerinin bugünkü değerini nakit çıkışlarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlanabilir ve formüldeki gibi hesaplanır.⁵⁶

$$V_0 = \frac{C_1}{(1+IRR)^1} + \frac{C_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+IRR)^n} + \frac{V_t}{(1+IRR)^{n+1}}$$

⁵⁵ Odabaşı, s. 65.

⁵⁶ Wolfgang Marty, **Portfolio Analytics: An Introduction to Return and Risk Measurement**, Springer International Publishing, Switzerland, 2013, s. 47.

Formülde;

IRR: İç verim oranını.

C: Nakit hareketlerini.

V_0 : Portföyün dönem başı değerini.

V_t : Portföyün dönem sonundaki değerini.

n: Yatırım süresini ifade etmektedir.

İç Getiri Oranı yöntemi bir örnekle daha iyi açıklanabilir. ABC Şirketinin 300.000\$'lık bir fabrika donanım parçasını alması gerekip gerekmediğine karar vermek zorundadır. Ekipman yalnızca üç yıl boyunca faaliyet gösterecektir, fakat bu süre boyunca fazladan 150.000\$'lık yıllık kazanç sağlaması beklenmektedir. ABC şirketi aynı zamanda donanımı sonradan yaklaşık 10.000\$'a hurda olarak satabilmeyi de düşünmektedir. Bu durumda, İç Getiri Oranını kullanarak ABC şirketi; ekipmanın satın alınmasının, yaklaşık %10 getiri sağlaması beklenen diğer yatırım seçeneklerinden ziyade nakdini daha iyi kullanmasını sağlayıp sağlamayacağına karar verebilir.

Bu senaryoda İç Getiri Oranı denkleminin nasıl görüneceği aşağıda gösterilmektedir:

$$0 = -\$300.000 + (\$150.000) / (1+0,2431) + (\$150.000) / (1+0,2431)^2 + (\$150.000) / (1+0,2431)^3 + \$10.000 / (1+0,2431)^4$$

Yatırımın iç getiri oranı, yatırımın nakit akışının şu anki değerini sıfıra eşit yapan bir oran olan %24,31'dir. Tamamen finansal bir bakış açısından yola çıkarak, ABC şirketi; %10 getirisi olan diğer yatırımlar yerine çok daha fazla (%24,31) getirisi olan satın alma işlemini gerçekleştirmelidir.

2.1.1.2.2. Zaman Ağırlıklı Getiri Oranı

Birden fazla döneme ilişkin ve dönem içi nakit giriş ve çıkışlarını da göz önünde bulundurarak getiriye hesaplamada kullanılan diğer yöntem zaman ağırlıklı getiri oranıdır.⁵⁷

⁵⁷ Hüseyin Dağlı, **Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2006, s. 29.

Zaman ağırlıklı getiri oranı, bütün nakit akımlarının tekrar yatırıldığı varsayımı ile değerlendirme dönemi için ilk portföyün bileşik büyüme oranını ölçer ve aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$r_p = \{(1+r_{p1})(1+r_{p2})....(1+r_{pn})\} - 1$$

Formülde, getirinin hesaplandığı dönemi her bir nakit hareketi olduğunda alt dönemlere ayırıp, alt dönemlerin getirileri yukarıdaki formüle göre hesaplanmak suretiyle (r_{pn}) değerleri bulunur. Daha sonra alt dönem getirileri formülde yerine konularak değerlendirme dönemi için portföyün getirisi hesaplanır.⁵⁸

Yatırımcı 1; 31 Aralık 2013 tarihinde başlangıç olarak 250.000\$ yatırmıştır. 15 Eylül 2014 tarihinde, portföyü 290.621\$ değerindeydi. Daha sonra portföye 25.000\$ ekleyerek, portföy değerini 315.621\$'a çıkarmıştır. 2014'ün sonuna gelindiğinde ise portföy değeri 298.082 \$'a düşmüştür.

Yatırımcı 1; 31 Aralık 2013'ten 15 Eylül 2014'e kadar olan ilk alt zaman dilimindeki getiri oranı hesaplanır (nakit akışı oluşmadan önceki portföy değerlerini kullanarak). Daha sonra 15 Eylül 2014'ten 31 Aralık 2014'e kadar olan ikinci alt zaman dilimindeki getiri oranı hesaplanır (nakit akışı oluşuktan sonraki portföy değerlerini kullanarak). Bu iki getiri oranı zamanla ağırlandırılarak toplam getiri oranı hesaplanır.

Birinci alt dönemde getiri oranı %16,25; ikinci alt dönemde getiri oranı -%5,56 düzeyindedir. Birinci alt dönem yatırım süresinin %70'ini, ikinci alt dönem yatırım süresinin %30'unu oluşturmaktadır. Bu ağırlıklarla birinci ve ikinci alt dönemin getiri oranlarının ortalaması alındığında hesaplanan getiri oranı ise %9,71 olarak hesaplanır.

2.1.2. Risk Kavramı ve Türleri

2.1.2.1.Risk Tanımı

Yatırım analizinde risk, yatırımdan edinilecek gelecekteki getirilerin tahmin edilemez olduğu anlamına gelmektedir. Risk kavramı, gerçek getirinin beklenen ile aynı olmaması ihtimali olarak tanımlanabilir.⁵⁹

⁵⁸ Karacabey, s. 75.

⁵⁹ Marty, s. 83.

Bir başka deyişle; risk, bir yatırımdan edinilen gerçek sonucun (getiri) beklenen sonuçtan farklı olması ihtimaline denmektedir. Finansal açıdan risk, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır.⁶⁰

Risk belirsizlik ile karıştırılmamalıdır. Belirsizlik, ihtimalin hesaplanmadığı bir durum olarak tanımlanırken; risk, bir olayın olma ihtimalinin ya da olmama ihtimalinin ölçülebildiği bir durum olarak tanımlanır.⁶¹

Bu yüzden; risk, gerçekleri temel alarak bir olayın saptanabildiği olasılıklar durumu ve karara ilişkin mevcut rakamlardır. Diğer bir yandan; belirsizlik ne gerçeklerin ne de rakamların mevcut olduğu bir durum veya olasılıkların saptanamadığı anlamına gelmektedir.

2.1.2.2.Risk Türleri

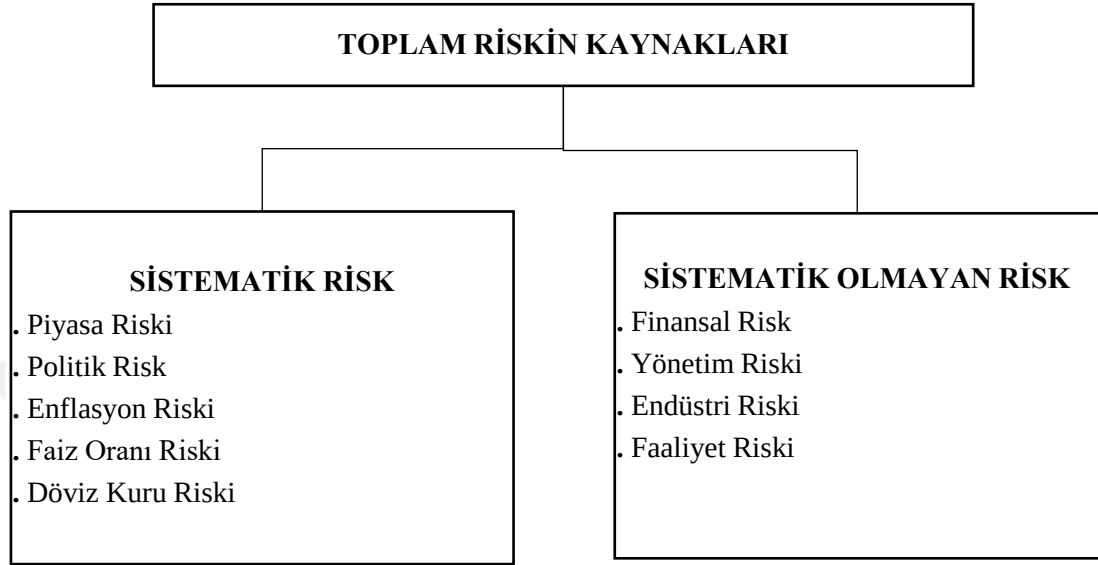
Portföy teorisinde yatırımcının portföy çeşitlendirmesine giderek riski azaltabilme olanağının bulunup bulunmamasına göre toplam risk, sistematik ve sistematik olmayan risk şeklinde iki ana gruba ayrılmaktadır.

Toplam riskin kaynakları şemada gösterildiği gibi sınıflandırılabilir.

⁶⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Ekin Kitapevi, Bursa, 1993, s. 23.

⁶¹ Jochen Kühn, **Optimal Risk-Return Trade-Offs of Commercial Banks: and the Suitability of Profitability Measures for Loan Portfolios**, 1. Baskı, Springer-Verlag, Berlin, 2006, s. 2.

Şekil 5: Toplam Riskin Kaynakları



Kaynak: Ural, s. 36.

Toplam risk, sistematik risk ve sistematik olmayan riskin toplamından oluşmaktadır. Genel olarak sistematik risk firmanın kendi içsel dinamikleri dışında ortaya çıkan kontrol edemediği riskler iken, sistematik olmayan risk ise firmanın içsel dinamiklerinden kaynaklanan ve kontrol edebildiği risklerdir. Sistematik ve sistematik olmayan risk türleri ilerleyen bölümde daha detaylı olarak ele alınacaktır.

2.1.2.2.1. Sistematik Risk

Sistematik risk, tüm firmaları etkileyen faktörlerin sebep olduğu, yatırımdaki değişkenlik payını ifade etmektedir. Para arzı, enflasyon, ekonomik durgunluklar, devletin faiz politikası, politik etmenler, kredi politikası, vergi reformları vb. gibi genel etmenlere bağlı olarak yatırımdaki dalgalanmaları ifade etmektedir; bu etmenler neredeyse tüm firmaları etkilemektedir. Bu etmenlerin etkisi tüm menkul kıymet fiyatlarının birlikte hareket etmesine sebep olmaktadır. Her menkul kıymet piyasadaki dalgalanmalarla aynı doğrultuda hareket etme eğilimine sahip olduğu için riskin bu yönü ortaya çıkar. Hangi önlemlere ya da çeşitlendirmelere başvurulsa da hiçbir yatırımcı riskten kaçınamaz veya riski saf dışı edemez. Sistematik risk, dağıtılamayan risk veya genel risk olarak da adlandırılır.

Sistematik risk piyasa riski, politik risk, enflasyon riski, faiz oranı riski ve döviz kuru riski gibi farklı türleri vardır.

2.1.2.2.1.1. Politik Risk

Ülke riski olarak da adlandırılır, bir ülkenin politik ve ekonomik çevresinde büyük değişiklik ihtimalinin sebep olduğu getirilerin belirsizliğidir. Gelişmekte olan ülkelerin dış yatırım eksikliği yaşamasının büyük bir sebebidir. Politik ve ekonomik sistemleri dünyadaki en kararlı sistem olduğu için Birleşik Devletler en düşük ülke riskine sahip olan ülke olarak kabul edilir. Yüksek ülke riski olan ülkelere, devlet hiyerarşisindeki birkaç değişiklik ve 1998 yılındaki döviz krizinden dolayı Rusya ile öğrenci gösterilerinin, büyük isyanların ve Başkan Suharto'nun Mayıs 1998'deki istifasına kadar süren işten çıkarmaların olduğu Endonezya örnek olarak verilebilir. Her iki örnekte de borsalar bu olayları kapsayan önemli düşüşler yaşamıştır. İstikrarsız politik ekonomik sistemlere sahip olan ülkelere yatırım yapan kişi gerekli getiri oranını belirlerken bir ülke risk primi eklemelidir.

Döviz kuru riski ve ülke riski, ülkeler arasında farklılık gösterir. İyi bir döviz kuru riski ölçüsü, ortalama döviz kuruna ilişkin mutlak döviz kuru değişkenliği olmalıdır. Ülke riski analizi daha öznel ve ülkenin tarihi ile mevcut çevresi temel alınmalıdır.⁶²

2.1.2.2.1.2. Enflasyon Riski

Enflasyon riski, yatırımdan çıkıldığında alınacak olan nakit akışının satın alma gücü belirsizliğini ifade eder.⁶³ Yatırım üzerindeki enflasyon ve deflasyon etkisini gösterir. Enflasyon arttıkça faiz oranları da artma eğilimi gösterdiği için enflasyon riski faiz oranı ile ilişkilidir. Bu durumun böyle olmasının sebebi yatırımcının enflasyon riski için ek istemesidir (satın alma gücündeki düşüşten kaynaklanmaktadır). Bu yüzden faiz oranında bir artış olmaktadır. Yatırım mevcut tüketimde tehir içerir. Yatırımcı bir yatırım yaparsa, yatırım süreci boyunca mallar ve hizmetler alma olanağından feragat eder. Bu süreç boyunca; malların ve hizmetlerin fiyatları artarsa, yatırımcı satın alma gücü

⁶² Frank Reilly ve Keith Brown, **Investment Analysis Portfolio Management**, 7. Baskı, South-Western College Pub, 2002, s. 19.

⁶³ Marty, s. 84.

bakımından zarara uğrar. Gelecekteki yatırımdan alınacak olan miktarın satın alma gücünün belirsizliğinden dolayı enflasyon riski ortaya çıkar.

2.1.2.2.1.3. Faiz Oranı Riski

Risksiz tahvillerin faiz oranı ve genel faiz oranı seviyesi birbiri ile alakalıdır. Risksiz faiz oranı atarsa veya düşerse, diğer bono tahvillerinin faiz oranı da artar veya düşer. Faiz oranı riski; faiz oranları seviyesindeki değişikliğin sebep olduğu, yatırımdaki değişkenlik olarak ifade edilir. Bu tarz faiz oranı riski genellikle bonolar ve senetler gibi sabit getirili tahvillerin piyasa fiyatlarındaki değişiklikleri ile ortaya çıkar. Tahvil (bono ve senetler) fiyatlarının faiz oranı seviyeleri ile ters ilişkisi vardır. Faiz oranı arttığında mevcut tahvillerin fiyatları düşer azaldığında ise artar.⁶⁴

2.1.2.2.1.4. Döviz Kuru Riski

Kendisinininkinden farklı bir para birimi cinsinden ifade edilmiş tahvilleri satın alan yatırımcının getirilerinin belirsizliği kur riskinin temelidir. Yatırımcıların sadece kendi ülkelerindeki varlıkların aksine dünya çapında varlıklar alıp satmasıyla bu riske maruz kalınması olasılığı artmaktadır. Yen cinsinden ifade edilen Japon hisse senetlerinden satın alan bir Amerikalı yatırımcı, sadece yen cinsinden olan getirinin belirsizliğini değil aynı zamanda Amerikan dolarına kıyasla yenin değişim değerindeki herhangi bir değişikliği de göz önünde bulundurmalıdır. Bu da yabancı firmanın ticari ile finansal riskine ve tahvilin likidite riskine ek olarak; yenden Amerikan dolarına çevrildiğinde yatırımcının Japon hisse senedinden alacağı getirinin ek belirsizliğini de göz önünde bulundurması demektir.

Farklı ülkelere yapılan yatırımlarda kur riski yanında faiz riski açısından da farklılaşma söz konusudur. İki ülke arasındaki faiz oranı ne kadar fazla dengesiz olursa, bir başka ifadeyle faiz oranı riski ne kadar büyük olursa; o kadar çok faiz oranı risk primi talep edilir. Aynı zamanda, satışlar ve unsurlar (maliyetler) bakımından geniş ölçüde çok uluslu bir firma olan Amerikan firması için de faiz oranı riski olabilir.⁶⁵

⁶⁴ Ural, s. 37.

⁶⁵ Reilly ve Brown, s. 20.

2.1.2.2.1.5. Piyasa Riski

Şirketin kazançları değişiklik göstermese bile; yatırımların piyasa fiyatları, özellikle hisse senetleri kısa bir süre açıklığında geniş dalgalanmalar gösterebilir. Fiyatlardaki bu değişikliğin sebepleri çeşitlendirilebilir.⁶⁶ Bir etmene veya bir diğerine bağlı olarak, yatırımcıların hisse senedine olan tutumları değişiklik gösterebilir; bu da piyasa fiyatında değişikliğe yol açar. Piyasa fiyatındaki değişiklik yatırımdan gelen getirinin çeşitlenmesine sebep olur. Bu piyasa riski olarak bilinir. Piyasa riski; yatırımın piyasa fiyatındaki değişiklikten kaynaklanan, getirideki çeşitlilik olarak ifade edilir. Piyasa riski, yatırımcıların farklı olaylara olan tepkilerinden dolayı ortaya çıkar. Hisse senetlerinin piyasa fiyatını etkileyen farklı sosyal, ekonomik, politik ve firmaya özgü olaylar vardır. Piyasa psikolojisi, piyasa fiyatlarını etkileyen diğer bir etmendir. Boğa piyasası evrelerinde, tüm hisselerin piyasa fiyatları artış eğilimi gösterir spekülâtör evrelerde ise, fiyatlar azalma eğilimi gösterir. Bu tarz durumlarda, piyasa fiyatları beklenen sınırların ötesine itilir.

2.1.2.2.2. Sistematik Olmayan Risk

Sistematik olmayan risk, bütün olarak piyasaya değil belirli bir firmaya özgü olan etmenlerden kaynaklı bir yatırımdan gelen getirideki dalgalanmaları temsil eden risktir. Bu etmenler piyasayı genel olarak etkileyen etmenlerden büyük ölçüde bağımsızdır. Bu etmenler; belirli bir firmaya özgün olduğu için, her bir firma ve her bir endüstri için ayrı olarak incelenmelidir. Diğer firmaları etkilemeden tek bir firmayı etkilediği için bu etmenlere aynı zamanda firmaya özgü etmenler de denilebilir.

Örneğin; ham petrol fiyatındaki bir dalgalanma petrol şirketlerinin servetini etkileyecektir, tekstil imalat şirketlerini değil. Sistematik olmayan risk bir endüstriye veya firmaya özgün olma eğilimi gösteren rastgele olaylardan kaynaklandığı için, bu risk tabiatı gereği rastgeledir. Sistematik olmayan riske aynı zamanda özgün risk veya dağıtılabılır risk de denir.

⁶⁶ Fabozzi, s. 8.

Sistematik olmayan riskin türleri, finansal risk, yönetim riski, iş ve endüstri riski olarak sıralanabilir.⁶⁷

2.1.2.2.2.1. Finansal Risk veya Likidite Riski

Firmanın yatırımlarını finanse ettiği yöntemde uygulanan belirsizliktir. Bir firma yatırımlarını finanse etmek için sadece adi hisse senedini kullanırsa, sadece ticari riske maruz kalır. Bir firma yatırımlarını finanse etmek için borçlanırsa; ortak hisse sahiplerinin gelirini sağlamadan önce sabit finansman masraflarını ödemelidir, böylece hisse senedi yatırımcısına gelen getirilerin belirsizliği artar. Sabit finansman masraflarından dolayı olan belirsizlikteki bu artışa finansal risk veya finansal kaldıraç denir ve hissenin risk priminde artışa sebep olur.⁶⁸

2.1.2.2.2.2. İşletme Riski

İşletme (operasyonel) riskin pek çok tanımı mevcuttur. İşletme riski hata riski olarak düşünülebilir ve aynı zamanda da piyasa ya da kredi riski dışındaki finansal kurumlardan kaynaklanan herhangi bir risk olarak tanımlanabilir. Operasyonel risk, yeni piyasalara girişte ve yeni ürünlerin gelişiminde karşılaşılan riskler ve ekonomik faktörlerden kaynaklanan riskleri içeren bir risk türü olarak tanımlanabilir. Operasyonel risk, işlemler ve ödeme sürecinde ortaya çıkan hatalar nedeniyle ortaya çıkan riskler olarak da tanımlanabilir. Fakat işlem riskinin bu tanımı oldukça dar kalmakta, örneğin dolandırıcılık gibi çok büyük riskleri içermemektedir.

İşletme riski, içsel riskler ve dışsal riskler olmak üzere ikiye ayrılabilir. İçsel riskler, firmanın kimlerle çalışacağı, hangi bilgisayar teknolojilerini geliştireceği ve firma içi mekandaki kontroller gibi firmanın denetimindeki eksikliklerden kaynaklanan risklerdir. Bazı çalışmalarda işletme riski yalnızca içsel risk olarak tanımlanmaktadır. Fakat işletme riski bu tanımdan daha fazlasını içermektedir. Çünkü operasyonel risk tanımı, dolandırıcılık ve çalışanlardan kaynaklanan hileli işlemler sonucu ortaya çıkan riskleri de içermektedir.

⁶⁷ Ural, s. 38.

⁶⁸ Reilly ve Brown, s. 19.

Banka regülatörleri şirket riskinin tanımını sadece içsel risk çerçevesinde tanımlamamaktadırlar ve işletme riskini, doğal afetler (bankanın işlemlerini etkileyecek olan yangınlar, depremler gibi), politik ve düzenleme riskleri (yabancı ülkelerdeki işlemlere karşı ülke hükümeti tarafından alınan önlemler gibi) ve güvenlik ihlalleri gibi içsel durumları da içeren bir risk türü olarak tanımlamaktadırlar.

Yukarıda bahsi geçen tanımların tümü, Basel Bankacılık Komitesi (2001) tarafından oluşturulan tanımda yer almaktadır: İşletme riski, yetersiz ya da başarısız içsel süreçlerden, kişilerden ve sistemlerden ya da dışsal durumlardan kaynaklanan kayıpların riskidir. Dikkat edileceği üzere, bu tanım yasal riskleri içermekte iken itibar riski ve stratejik kararlardan kaynaklanan riskleri içermemektedir.

Bazı işletme riskleri, kredi ve piyasa riskleri ile ilişkili olabilmektedir. Örneğin, borç belgelerinin düzenlenmesinde hatalar yapıldığında, eğer karşı tarafın temerrüdü varsa genellikle kayıplarla sonuçlanmaktadır. İşlemci, işlem limitini aştığında ve eksik-yanlış raporlar sebebiyle yanlış pozisyon aldıklarında, eğer piyasa işlemcinin tersine hareket ederse kayıplar meydana gelecektir.

Operasyonel riskin varlığı bankaların maliyetlerini arttırırken, kazançlarını azaltmaktadır. Operasyonel riski ölçmek için, finansal kurumların raporları kullanılabileceği gibi aynı zamanda da gelir raporlarından elde edilen, kredi kayıplarının etkisi ve piyasa riski nedeniyle ortaya çıkan kazanç ve kayıplarda kullanılabilir.⁶⁹

2.1.2.2.3. Risk Yönetimi

ISO risk yönetimini “riski yönlendirmek ve kontrol etmek için koordine faaliyetler” olarak tanımlar.⁷⁰

Faaliyetler dizisi olarak risk yönetimi, insanoğlu ateşi bulduğundan ve yanabileceğini fark ettiğinden beri uygulanmaktadır. Birçok durumda, faaliyetler insanların günlük hayatlarında, insanlar tarafından tamamıyla veya farkında olmadan gerçekleştirilmektedir. Nispeten son zamanlarda risk yönetimi, askeri alandan hayır kurumlarına, finansal kurumlara ve diğer tüzel kişilere kadar olan geniş bir yelpazedeki

⁶⁹ John C. Hull, **Risk Management and Financial Institutions**, 4. Bskı, Wiley, 2015, s. 481.

⁷⁰ ISO, **Risk Management-Vocabulary**, Guide 73, 2009, s. 5.

organizasyonlar için kullanılır hale gelmiştir. Bu organizasyonlar arasından, risk yönetimine odaklanmış olan 1985 yılında başlayan COSO'dur (Commission of Sponsoring Organisations of the Treadway Commission).

Faaliyetler daha karmaşık hale geldikçe, risk yönetimini resmi bir faaliyet yapma gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu resmîlik sürekliliği ve şeffaflığı getirmiştir. Bu resmîyeti destekleyen etmenler, ihtiyat prensibini, geniş bir hissedar grubunu etkileme ihtimali ile bireylere, organizasyonlara ve daha geniş toplumlara dezavantaj getiren durumlar dahi geniş yelpazede bir ciddiyeti içerir.

Etkili risk yönetim süreçleri olmadan risk denetimi işleyemez. Bireysel risklerin yakalanamadığı, eksik rapor edildiği, konumların veya belirli türdeki faaliyetlerin bilgilerinin tam olarak verilmediği şüpheleri olabilir. Risk bilgisi organizasyona ulaşırsa, tamamlılık, dakiklik ve doğruluk konusundaki problemler içinden çıkılmaz bir hal alır. Bu da dolayısıyla karar almayı, özellikle de belirsizlik unsurunu etkiler.⁷¹

2.1.2.2.4. Ticari Risk

Ticari risk terimi; tüketim tercihi değişikliği, tüketicilerin tercihleri, grevler, artmış olan rekabet, devlet politikasında değişiklik, demode olma gibi belirsizliklerden kaynaklanan yetersiz kazançlar veya kayıplar ihtimalini ifade eder. Her ticari organizasyon iş hayatında çeşitli risk unsurları ile karşı karşıyadır. Ticari riskler; kazançlardaki belirsizliği veya kayıp tehlikesini ve şirketin başarısız olmasına sebep olan, öngörülememesinden kaynaklanan şirketi riske maruz bırakan olayları ifade eder.

Örneğin, bir işletme sahibi; üretimde riskler, ham maddelerin düzensiz tedarikinden kaynaklanan riskler, makinenin bozulması, işçi huzursuzluğu vb. gibi farklı risklerle karşı karşıya kalabilir. Pazarlamada riskler, farklı piyasa fiyatı dalgalanmalarından, trend ve moda değişikliğinden, satış tahminlerinde yanlışlıklardan vb. durumlardan kaynaklanabilir. Ek olarak; ticari faaliyetlerde istenmeyen kesintilere yol açabilecek yangınlardan, selden, depremlerden, isyanlardan veya savaşlardan ve siyasi huzursuzluktan kaynaklanan durumlardan dolayı firma varlık kaybı yaşayabilir. Bu

⁷¹ Laycock ve Mark, **Risk Management at the Top: A Guide to Risk and its Governance in Financial Institutions**, 2014, s. 60.

yüzden, işin tabiatına ve büyüklüğüne bağlı olarak riskler farklı biçimlerde ortaya çıkabilir.

İki büyük risk olan, işletme içi riskler (kurum içerisinde meydana gelen olaylardan doğan riskler) ve işletme dışı risklerin (kurum dışında meydana gelen olaylardan doğan riskler) etkisi ile ticari riskler daha büyük bir hale gelebilir.

2.2. RİSKE GÖRE AYARLANMIŞ YÖNTEMLER

Riske göre ayarlanmış yöntemler, yönetilen portföy ile benchmark portföy arasındaki risk seviyelerini hesaba katmak adına getirilerde düzenlemeler yaparlar. Bu şekilde birçok yöntem olmasına karşın en dikkate değer olanları Sharpe oranı (S), Treynor oranı (T), Jensen Alfası (α), Sortino oranı (SO), Modigliani Modigaliani (M^2), Treynor kare (T^2) dir. Bu ölçümler aşağıda uygulamaları ile birlikte verilmiştir.

2.2.1. Sharpe Oranı

Sharpe oranı, bir yatırım varlığındaki ya da ticaret stratejisindeki risk birimi başına fazla getirinin (veya risk priminin) hesaplanması için bir ölçüttür. Bu metoda William Forsyth Sharpe'nin adı verilmiştir. 1994'te orijinal yazarı tarafından incelemesinin yapılmasından sonra şu şekilde tanımlanmıştır:⁷²

$$\text{Sharpe oranı} = \frac{R - R_f}{\alpha}$$

$$S = \frac{R - R_f}{\sigma} = \frac{E[R - R_f]}{\sqrt{\text{var}[R - R_f]}}$$

R varlık getirisi, R_f benchmark varlığın getirisi yani risksiz getiri oranıdır. $E[R - R_f]$ ise benchmark getirisi üzerinden varlık getirisinin fazlasının beklenen değeridir ve σ varlığın standart sapması (portföy riski)'dir. R_f 'nin zaman dilimi süresince sabit risksiz getiri olduğunu dikkate alırsak;

⁷² William F. Sharpe, Mutual Fund Performance, **The Journal of Business**, 1966, s. 119.

$$\sqrt{\text{var}[R - R_f]} = \sqrt{\text{var}[R]}$$

Sharpe oranı bir varlığın getirisinin yatırımcının aldığı riskleri ne derecede telafi edebildiğini belirlemek için kullanılır. Sharpe oranının yüksekliği ile rakamların yüksekliği doğru orantılıdır.

Her ikisi de R_f getirisine sahip olan, aynı benchmarka karşı olan ve beklenen getirisi $E[R]$ olan iki varlığı karşılaştırırken, daha yüksek Sharpe oranı olan varlık aynı risk için daha fazla getiri sağlar.

Yatırımcılar genellikle yüksek Sharpe oranı olan yatırımları seçmek üzere tavsiye alırlar. Ancak tüm matematiksel modeller gibi Sharpe oranı verilerin doğru olmasına dayanır. Getirileri düzgünleştirilmiş varlıkların (kâr fonları gibi) yatırım performansları incelenirken Sharpe oranı fon getirileri yerine dayanak varlıkların performansından elde edilmelidir.⁷³

Sharpe, yukarıdaki ortak fonların görevlerine dayanarak ortak fonların performansları arasındaki farkları açıklar. Verimli bir piyasada bir ortak fonun görevi, uygun bir risk grubundan zengin portföyler arasından seçim yapmaktır. Çünkü mükemmel bir piyasada herhangi bir zengin portföy verimli olacaktır.

Çeşitlendirilmiş portföy işleminin oldukça basitleştiğini göz önünde bulundurursak, fon performansındaki ısrarlı farklılık ihtimalinin oldukça düşmesi beklenmektedir.

Sharpe'a göre düşmesi beklenmeyen tek ihtimal, yanlış fiyatlandırılmış tahvillerin araştırılmasına fazla para harcama olarak açıklanabilen alt (inferior) performanstır.

Sharpe oranı, herhangi bir diğer getiri serisine kıyasla ekstra bilgiye ihtiyaç olmaksızın direkt olarak hesaplanabilir olması açısından oldukça avantajlıdır.

Fiyatlarda gözlemlenen dalgalanmanın risk alan için gözlemlenen getiriler zaman serilerinde özellikle kötü bir vekil olabileceği durumları ele almak için, çarpıklık oranı (bias ratio) gibi farklı oranlar da yakın zamanda literatüre girmiştir.

⁷³ Sharpe, s. 138.

2.2.2. M² Ölçütü (Modigliani Modigliani Ölçütü)

M² performans kriterleri Franco Modigliani ve Leah Modigliani tarafından Sharpe oranındaki kusura bir çözüm bulmak üzere geliştirilmiştir. Bu kriterler portföy performansı açısından Sharpe oranı ile aynı sonuçları sağlar ancak daha kolay bir şekilde anlaşılabilir ve yorumlanabilir. ⁷⁴

Sharpe oranında olduğu gibi, M² performans kriterleri de toplam riski bir risk kriteri olarak alır; ancak portföy getirisi performanslarını incelemek benchmark ile karşılaştırıldığında daha kolaydır. M² performans kriterleri aşağıda gösterilmiştir. ⁷⁵

$$M^2 = (R_p - R_f) \times (\sigma_M / \sigma_p) + R_f$$

$$M^2 = R_f + [\text{Sharpe oranı} \times \sigma_m]$$

Bu formüldeki **R_f** risksiz oranı, **σ_m** ise piyasa riskini (değişkenlik, benchmark getirisinin standart sapması) göstermektedir. Bu yöntem, fonları riskle aynı seviyeye taşıyarak karşılaştırma yapılmasına olanak sağlar. İki yatırım alternatifi arasından seçim yaparken aynı Sharpe oranında olduğu gibi daha yüksek M² performans kriterleri olan alternatif tercih edilir.

M² olarak bahsi geçen Modigliani Modigliani (1997) ölçütü, ekonomik olarak anlamlı bir yorumu olan performansın riske göre ayarlanmış bir ölçüsünü sunar. M² aşağıdaki gibidir:

$$M^2 = r_p^* - r_m \quad (1)$$

$$W_{rp} = \frac{\sigma_m}{\sigma_p} \quad (2)$$

W_{rp} yönetilen portföyün standart sapmasına (σ_p) bölünen piyasa portföyünün standart sapmasına (σ_m) eşdeğer olan, yönetilen portföye verilen ağırlığı temsil eder. W_{rf} risksiz varlıktaki ağırlıktır ve yönetilen portföy üzerindeki ağırlık eksi bire eşittir. Düzeltilmiş portföyün riski (σ_p^{*}), denklem (3)'te gösterildiği üzere; yönetilen portföy ağırlığı çarpı yönetilen portföyün standart sapmasına eşittir.

⁷⁴ Franco Modigliani ve Leah Modigliani, Risk-Adjusted Performance, **The Journal of Portfolio Management**, 1997, s. 46.

⁷⁵ Scholz ve Wilkens, **Portfolio Performance Evaluation**, 2005, s. 10.

$$\sigma_{p^*} = W_{rp} \times \sigma_p = \frac{\sigma_p}{\sigma_m} \times \sigma_p = \sigma_m \quad (3)$$

Düzeltilmiş portföyün getirisi (r_{p^*}) yönetilen portföy ve risksiz oranın getirilerinin ağırlıklı ortalamaları olarak hesaplanır. Ağırlıklar denklem (2) ve (3)'te gösterilmiştir:

$$r_{p^*} = W_{rf} \times r_f + W_{rp} \times r_p$$

Düzeltilmiş portföy getirisi ile piyasa portföyü getirisi, her ikisi de aynı derecede risk taşıdığı için kolaylıkla karşılaştırılabilir. Farklılık gösteren getiri, M^2 , toplam riskteki farklılıklar için yapılan düzeltmelerden sonra Benchmark portföye kıyasla yönetilen portföyün fazla getirisini verir. Böylece, M^2 Sharpe oranından daha anlamlı olur.

2.2.3. Sortino Oranı

Sharpe oranının düzeltilmiş bir hali olan Sortino oranı Frank A. Sortino tarafından geliştirilmiştir. Genellikle çeşitlendirmenin kazancını ölçmek için kullanılır. Sharpe oranında riski temsil etmek üzere standart sapma kullanılırken, Sortino oranında aşağı doğru risk (downside risk) ölçümü kullanılır.⁷⁶

Sortino oranı Sharp oranının aksine, toplam sapma yerine minimum hedef değerin altındaki getirilerin sapmalarını hesaba katar. Bu yüzden, tüm getirilerin standart sapması yerine; kabul edilebilir minimum getiri seviyesi altındaki portföy getirilerinin standart sapması formülün paydasında verilir.⁷⁷

Kabul edilebilir minimum getiri oranı, yatırımcı tarafından beklenen ve garanti edilen bir riski olmayan getiri oranı olarak tanımlanır. Sortino oranı asimetric olarak dağılan getirileri veya hedef getirinin yatırımcı için farklı bir önemi olduğu durumları değerlendirmek için kullanılır.⁷⁸

⁷⁶ John Wiley ve Sons, **Investment Performance Measurement**, Feibel, B. J. 2003, s. 199.

⁷⁷ Mete M. Doğanay, Hisse Senedi Fonlarının Çok Kriterli Karar Yaklaşımı ile Derecelendirilmesi, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 2002, s. 57.

⁷⁸ Jon A. Christopherson, **Portfolio Performance Measurement and Benchmarking**, McGraw Hill Professional, 2009, s. 101.

Sortino oranı yukarı doğru dalgalanmaları gidermeden yalnızca aşağı doğru dalgalanmaları göz önüne aldığı için, sola çarpık dağılımların standart sapmasını hesaplamada uygulanabilir. Bu yönden, getiri dağılımının asimetrik olması problemine bir sonuç sunar.

Sortino oranı risksiz getiri oranının altına düşmesi mümkün olan zarar riski hesaplamalarına göre geliştirildiği için, oranın hesaplamasında aşağı doğru dalgalanma kullanılır. Standart sapma performans kriterlerinin hesaplaması sırasında iki çeşit kısıtlama ile karşılaşılır. Bunlardan biri hem yukarı hem aşağı doğru sapmaların giderilmesi iken, diğeri hedef getirinin ortalama olarak alınmasıdır. Yarı sapma ve aşağı doğru sapma olan iki ayrı risk kriteri, getiri dağılımının aşağı tarafının riskini belirlemede kullanılabilir. Standart sapma hesaplamasına benzer olmasına rağmen, yarı sapma hesaplaması ortalamanın altında olan getirileri de hesaba kattığı için standart sapma hesaplamasından ayrılır. Yarı değişme hesaplamasını takiben, yarı sapma onun karekökünü alarak hesaplanabilir.

Aşağı sapma hem standart sapmanın kısıtlamalarına yöneliktir hem de riski, ortalama getiri yerine yatırımcının hedeflediği değeri hariç tutarak hesaplar. Bu çalışma kapsamında, Sortino oranı aşağı doğru sapmayı hesaba katarak hesaplanmıştır.

Formülde tüm pozitif getiriler sıfır olarak alınmıştır ve minimum hedef değer altındaki performansların değişkenliğini ölçebilmek için yalnızca negatif getirilerin olduğu günlerdeki sapmalar hesaba katılarak yapılması nedeniyle aşağı doğru sapma bu şekilde gösterilmiştir:

$$SO = \frac{R_P - R_t}{DSR}$$

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{\text{Portföy getirisi} - \text{Hedef getiri}}{\text{Aşağı doğru risk}}$$

$$\text{Aşağı doğru risk} = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (\text{getiri} - \text{hedef getiri})^2 f(t)}$$

Getiri < hedef getiri ise $f(t) = 1$

Getiri > hedef getiri ise $f(t) = 0$

Yatırımcılar için önemli olan kayıp günlerin dalgalanması olan Sortino oranının yalnızca negatif getirilerin mevcut olduğu günlerde meydana gelen sapmayı hesaba kattığını söylemiştik. Bu durum portföy yatırımcısının, Sortino oranının yüksek değer kazandığı durumlarda kabul edilebilir minimum miktar yoluyla nispeten yüksek bir getiri elde ettiğini gösterir. Sortino oranının başka bir yorumu ise yüksek kayıpların gerçekleşmesi riski düşüktür şeklinde yapılabilir.

Sortino oranı, aynı Sharpe oranı gibi, portföylerin veya fonların diğer fon veya benchmark endekslerine göre karşılaştırmasında kullanılır. Yüksek değeri olan bir Sortino oranı daha iyi bir performans sağlandığını gösterir. Bununla beraber fonlar birbirine karşı kullanıldığında, fonların aynı T'ye (kabul edilebilir minimum getiri) sahip olduğu göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca, Sharpe ve Sortino oranlarının karşılaştırılması düşük performans karşılığında yüksek performans gösteren fon sapması miktarı hakkında bilgi sağlar.⁷⁹

Sortino oranına göre elde edilen değerlerin pozitif veya büyük olması portföy performansının iyi olduğuna işaret eder.⁸⁰

2.2.4. Treynor Oranı

Sharpe oranının dezavantajlarından biri, çeşitlendirme ile artık riskten kurtulmak için özellikle varlığın ya da portföyün diğer varlık veya portföylerle birleştirilebileceği bir durumda iyi bir risk ölçüm yöntemi olmayan portföyün standart sapması ile bölünmesidir. Sharpe oranının kullanımı aynı zamanda kaldıraç kullanımını gerektiren durumlarda sorun yaratır.⁸¹

Riskin dağıtma yoluyla azaltılabildiği durumlarda Treynor ölçütü, birleştirilip portföy haline gelebilecek varlıkları karşılaştırmak için daha iyi bir yoldur.⁸²

⁷⁹ Deborah Kidd, **The Sortino Ratio: Investment Performance Measurement**, CFA, <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ipmn.v2012.n1.1>, (07/03/2017).

⁸⁰ Elif Gökgöz, **Riske Maruz Değer (VaR) ve Portföy Optimizasyonu**, SPK Yayınları, Yayın No.190, Ankara, 2006, s. 80.

⁸¹ Christopherson, s. 100.

⁸² Jack Treynor, How to Rate Management of Investment Funds, **Harvard Business Review**, vol. 43, No. 1, 1965, s. 63.

Treynor oranı 1965'te Jack Treynor tarafından yalnızca sistematik riski göz önünde bulunduran riske göre adapte edilen portföy performansını ölçmek için geliştirilmiştir.

Bu oran portföy volatilitesinin ödülü olarak ifade edilebilir. Volatilite ödülü, portföy yöneticisi tarafından piyasa riski olarak adlandırılan dalgalanmalara karşı gösterilen performans olarak açıklanabilir. Treynor oranı, bir birim sistematik riske karşı elde edilen fazla getiriyi gösterir.

Treynor yatırım riskini sistematik ve sistematik olmayan risk olarak iki gruba ayırmıştır ve oranda çeşitlendirme yöntemi ile ortadan kaldırılamayan piyasa riski olan sistematik riski, risk kriteri olarak almıştır. β portföy performansındaki sistematik riski ölçmek için kullanılır. Treynor oranı, portföyün risksiz faiz oranını aşan getiriyi riske oranlar. Treynor oranının formülü gösterildiği üzere, risksiz faiz oranının portföyün beklenen değerinden çıkarılması ve farkın portföyün betasına bölünmesi ile elde edilir.

$$T = \frac{R - R_f}{\beta_P}$$

Burada T Treynor oranını, R toplam portföy getirisini, R_f risksiz faiz oranını ve β_P portföy betasını göstermektedir. Portföy betası sistematik risk ölçüsü olarak da ifade edilebilir.

Formülde açıkça görüldüğü üzere, Treynor oranı yapısı bakımından Sharpe oranına benzemektedir. Ancak Sharpe oranından farklı olarak, standart sapma yerine sistematik risk anlamına gelen beta katsayısı kullanır. Treynor'un sistematik risk kullanmasının sebebi sistematik olmayan riskin çeşitlendirme yöntemi ile ortadan kaldırılabilmesine inanmasıdır. Sharpe ve Treynor oranlarının, tam anlamıyla çeşitlendirilmiş bir portföy performansını ölçerken birbirine oldukça yakın değerler almalarını göz önünde bulundurursak bunun sebebi, sistematik olmayan riskin iyi çeşitlendirilmiş bir portföyde ortadan kaldırılabilmesidir. Sistematik riski göz önünde bulundurarak kriterin hesaplanması aynı zamanda fonun iyi çeşitlendirilmiş olarak kabul edildiğini gösterir.

Sharpe oranları, Treynor oranları ve Jensen Alfasi ile birlikte çoğunlukla portföyün veya ortak fon yöneticilerinin performansını derecelendirmek için kullanılırlar.

Treynor oranı yalnızca portföyün sistematik riski ile birlikte çalışırken, Sharpe oranı hem sistematik hem de kendine özgü riskleri inceler.

Ölçülen getiriler, normal bir şekilde dağıtıldıkları sürece herhangi bir sıklıkla (yani günlük, haftalık, aylık veya yıllık) ölçülebilirler çünkü getiriler her zaman yıllık esasa dayandırılabilir. Bu oranların altta yatan zayıflığı ise tüm getiriler normal bir şekilde dağılmazlar. Kürtosis (normal eğriye oranla diklik veya yatıklık özelliği), daha kalın kuyruk oluşumu, daha yüksek zirveler veya eğimlilik gibi anormallikler oran üzerinde problem oluşturabilir çünkü standart sapma bu problemler ortaya çıktığında aynı işlevselliğe sahip değildir. Bazı durumlarda, getiriler normal bir şekilde dağılmadığında bu formülü kullanmak yanlış sonuçlar çıkarılmasına neden olacaktır.

2.2.5. Treynor Kare Ölçütü (T² Ölçütü)

T² ölçütü riske göre ayarlanmış performans kriterlerinden biri olarak, portföy performanslarını Treynor oranı getirisi bazında yüzdeye dönüştürerek ölçer. İlk olarak, T² ölçütünü hesaplayabilmek için ayarlanmış portföy getirisini hesaplamak gerekir. Ayarlanmış portföy getirisinin hesaplanmasında kullanılan portföy ağırlığı aşağıdaki formülde gösterilmiştir.⁸³

$$W_{TP} = \frac{\beta_m}{\beta_p}$$

Burada β_m piyasa betası, β_p portföy betası, W_{TP} yönetilen portföy ağırlığını göstermektedir.

Yönetilen portföyün ağırlığının hesaplanmasının sebebi ayarlanmış portföy getirisinin formül içerisine dâhil olmasıdır. Ayarlanmış portföy getirisi, yukarıdaki formülde açıklandığı gibi ulaşılan portföy ağırlığının, portföy getirisi ile çarpımı

⁸³ Véronique Le Sourd, Performance Measurement for Traditional Investment, **EDHEC Risk and Asset Management Research Centre**, Lile-Nice, 2007, s. 21.

sonucunda elde edilir. Ayarlanmış portföy getirisi elde edildikten sonraki adım, T^2 ölçütünün hesaplanmasıdır. Ancak bu ölçüt piyasa getirisinin portföy getirisinden çıkarılması sonucu bulunur.⁸⁴

$$T^2 = R_p - R_m$$

Burada T^2 Treynor kare ölçütü, R_p ayarlanmış portföy getirisi, R_m piyasa getirisini göstermektedir.

Yukarıdaki formülde T^2 ölçütü yapısal olarak M^2 ölçütüne benzerdir ve açıkça görülebilir ki M^2 ile aynı altyapı üzerine kurulmuştur. T^2 ölçütü ile fon performanslarını karşılaştırmak ve T^2 ölçütünü uygulamak Treynor oranından daha kolaydır.

T^2 ölçütünün diğer performans kriterleri ile ilişkisini düşünürsek; Sharpe, Treynor, Jensen ve M^2 kriterleri ile büyük bir korelasyon içerisindedir. Ancak bu korelasyon kusursuz değildir.

Ayarlanmış portföy, piyasa portföyü ile aynı sistematik riske sahip olacak şekilde ayarlanmıştır. Piyasa riskine göre ayarlanmış bir portföy 1'e eşittir ve risksiz varlığı ve yönetilen portföyü örtecek şekilde ayarlanmıştır. Bu bakımdan ayarlanmış portföyün β 'sı 1'e eşitlenmiştir.⁸⁵

Yönetilen bir fon piyasa riski ile aynı risk seviyesine sahip olduğunda, ayarlanmış portföy getirisi kolaylıkla piyasa portföy getirisi ile karşılaştırılabilir. Dahası, portföyün betası piyasanın iki katına eşit olduğunda, portföy getirisi yarıya düşer. Alternatifler arasında T^2 ölçütü yüksek olan tercih edilir.

2.2.6. Jensen Alfası

Jensen alfası olarak tanımlanan performans ölçütünün formülü aşağıdaki gibidir:

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

Burada α_p Jensen alfasını, R_p portföy getirisini, R_m piyasa portföyü getirisini, R_f risksiz faiz oranını, β_p portföyün betasını göstermektedir. Buna göre $(R_m - R_f)$ ifadesi

⁸⁴ Lalith P. Samarakoon ve Tanweer Hasan, Portfolio Performance Evaluation, **Social Science Research Network**, 2005, s. 12.

⁸⁵ Samarakoon ve Hasan, s. 13.

risksiz faiz oranı üzerindeki getiriye, bir başka ifadeyle piyasa getirisinden fazla olan getiriyi göstermektedir.

Jensen alfası, varlığın fazla getirisini veya varlığın beklenen getirisi üzerindeki ortak fonu belirler. Beklenen getiri tek finansal varlık fiyatlandırma modeli ile hesaplanır. Klasik model ile hesaplandığında ortak fonun getirisi beklenen getiriden daha yüksek olduğu ve tam tersi olduğu zaman, “Jensen Alfası sabit terimi” olumlu bulunmaktadır. Bu yüzden; bu sabitlik, ortak fonlarını sıraya koymak ve ona göre yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için ilgi alanıdır. Jensen denklemine göre, portföy yöneticisi borsaların fiyat hareketlerini iyi tahmin ederse; alfa terimi, seçiciliğin ve borsada yatırım için iyi seçim yapabilme yeteneğinin var olduğunu gösteren pozitif bir değere sahip olur. Ek olarak, portföy yöneticisi piyasa hareketlenmeleri üzerinde üstün tahminler sergiler ise piyasanın gelecek süreçte pozitif getiriler sağlayacağını düşündüklerinde portföyleri için borsaya duyarlı daha fazla piyasa seçerek risk seviyelerini artırabilirler. Bunun gibi karar almalar yöneticilerin piyasadaki yeteneğini zamanla ortaya çıkarır.

Jensen, benchmark ile ilgili olarak fonun performansını istatistiksel olarak ölçen modelin tanıtımını yaparak ortak fonların net performansını ölçen ilk çalışmadır. Onun modeli Finansal Varlık Fiyatlandırma Modelinin pratik adaptasyonudur. Tüm yatırımcıların riskten kaçındığını varsayan Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli, homojen beklentilere ve riskleri ile getirisine dayanarak portföyler arasında seçim yapma yeteneğine sahiptir. Jensen piyasanın genel durumunu ortaya çıkarmak için 1945-1964 yılları arasındaki 115 ortak fon verilerini ve S&P 500 endeksi getirilerini kullanmıştır. Fonlar, sistematik risk seviyesinde verilen kazanmaları gereken miktardan ortalama olarak %1,1 daha az kazanmıştır. Fonların sıklık dağılımı, fonların çoğunluğunun $\alpha < 0$ olduğunu ve sadece 39 fonun $\alpha > 0$ olarak rapor edildiğini göstermektedir.

Bu yüzden, ortalama olarak ortak fonlar; araştırma masraflarını ve yönetim ücretlerini karşılayacak getirileri üretmiyorlar. Jensen aynı zamanda alfanın istatistiksel önemini değerlendirmiş ve sadece 3 fonun önemli bir biçimde pozitif seviye %5'te performans ölçümlerine sahip iken 14 fonun -2'den daha az olan alfa t-değerlerine sahip olduğunu (negatif seviye %5'te) rapor etmiştir. Bu yüzden, her bireysel fonun sadece

rastgele bir ihtimalden daha iyi işlediğini gösteren küçük bir kanıt olduğu sonucunu çıkarmıştır.

Yukarıdaki açıklamalardan görüldüğü gibi portföy performansının ölçümüne yönelik olarak geliştirilen ölçütlerin her birinin güçlü ve zayıf yönleri bulunmaktadır. Bu farklılıkları belirtmek üzere Tablo 7 düzenlenmiştir.



Tablo 7: Yatırım Fonu Performans Ölçütlerinin Karşılaştırması

Performans Ölçütü	Formül	Açıklama
Sharpe oranı	$\frac{R_p - R_f}{\alpha_p}$	Sharpe ölçütü örnek zaman dilimindeki portföyün ortalama fazla getirisini bu zaman dilimi getirilerinin standart sapmasına böler.
M ² ölçütü	$(R_p - R_f) \times (\sigma_M / \sigma_p) + R_f$	M ² performans kriteri Franco Modigliani ve Leah Modigliani tarafından Sharpe oranındaki yetersizliğe çözüm bulma amacıyla geliştirilmiştir.
Sortino ölçütü	$\frac{\text{Portföy getirisi} - \text{Hedef getiri}}{\text{Aşağı doğru risk}}$	Sortino oranı zararlı volatilitiyi, toplam genel volatiliteden negatif varlık getirilerinin varlık standart sapmasını kullanarak ayıran ve aşağı doğru sapma olarak adlandırılan Sharpe oranının bir varyasyonudur.
Treynor ölçütü	$\frac{R_p - R_f}{\beta_p}$	Sharpe’de olduğu gibi, Treynor ölçütü her risk birimi için fazla getiriye verir, ancak toplam risk yerine sistematik risk kullanır.
T ² ölçütü	$R_p - R_m$	T ² ölçümü, riske göre ayarlanmış performans kriterlerinden biri olarak, portföy performanslarını onları Treynor oranı bazında yüzdelere çevirerek ölçümler. T ² ölçütünü hesaplamak için ilk önce, ayarlanmış portföy getirisini hesaplamak gerekir.
Jensen ölçütü	$\alpha_p = R_p - [R_f + \beta_p (R_m - R_f)]$	Jensen ölçütü portföyün ortalama getirisiyle ayrıca finansal varlık fiyatlandırma modeli tahminlerine göre portföyün beta’sı ve ortalama piyasa getirisi de verilmiştir. Jensen Endeksi portföyün Alfa değeridir.

Açıklamalarda da belirtildiği üzere ölçütler arasında hesaplama kolaylığı açısından öne çıkan Sharpe ölçütüdür. Ancak bu ölçütün yanıt veremediği sorular nedeniyle diğer ölçütler geliştirilmiştir. Farklılıklar dikkate alındığında tek bir ölçüte göre performans

sıralaması yapılması yetersiz kalabilecektir. Bu nedenle son bölümde bulgularını tartıştığımız uygulamamızda farklı ölçütler hesaplanmıştır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DEKİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANSINA YÖNELİK BİR UYGULAMA

3.1. LİTERATÜR TARAMASI

Yatırım fonlarının büyümesi ve finansal performansı ile ilgili çok sayıda çalışma, geçmişte, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilmiştir. Aşağıdaki araştırma çalışmalarına kısa bir gözden geçirme, fon yöneticilerinin yatırım fonu, piyasa zamanlaması ve hisse seçim yeteneklerinin performans değerlendirmesine yönelik katkıların zenginliklerini ortaya koymaktadır.

Gelişmekte olan piyasalarda yatırım fonu performanslarıyla ilgili bazı çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin, Türkiye'de yatırım fonu performansını incelemek 1990'lı yıllardan sonra akademisyenler arasında çok popüler oldu.

Erçekin (1997), 1995 yılında 36 adet A tipi ve 53 adet B tipi yatırım fonunun haftalık getirilerini kullanarak, performanslarını ölçen bir çalışma yapmıştır. Jensen, Sharpe ve Treynor performans ölçütlerini yapmıştır. Sonuç olarak fonların performansının karşılaştırma ölçütüne göre düşük olduğunu tespit etmiştir.⁸⁶

Karatepe ve Karacabey (2000), 1991-1999 yılları arasında Sharpe, Treynor, Jensen ve Graham & Harvey metotlarını kullanarak 9 A tipi fonunu ölçmüştür. Graham & Harvey metodu geleneksel ölçme yöntemlerine bir alternatif olarak geliştirmiş ve yeni ve geleneksel yöntem arasında fazla bir fark olmadığını tespit etmiştir. Sonuç olarak, 9 fonun pazardan daha iyi bir performansa sahip olmadığını ortaya çıkarmıştır.⁸⁷

Gürsoy ve Erzurumlu (2001), 1998-2000 yılları arasında 55 A tipi fon 77 B tipi fonu haftalık getirilerini kullanarak, Sharpe, Treynor, Jensen ve Graham & Harvey

⁸⁶ Turhan Korkmaz ve Hasan Uygurtürk, Türkiye'deki Emeklilik Fonları ile Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yetenekleri, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:15, 2008, s. 116.

⁸⁷ Fazıl Gökgez ve Mehmet Ogan Günel, Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performanslarının Analizi, **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:3, Sayı:2, 2012, s. 6.

yöntemleriyle incelemiştir. Sonuç olarak, her A tipi ve B tipi fonun pazardan daha düşük performans gösterdiği ortaya çıkmıştır.⁸⁸

Vuran (2002), 1997-2000 döneminde 53 adet A tipi yatırım fonunun performansını Sharpe, Treynor ve Jensen modellerini kullanarak incelemiştir. İncelenen fonların çoğunluğunun piyasaya göre düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşmıştır.⁸⁹

Arslan (2005), Ocak 2002 - Kasım 2005 tarihleri arasında 45 yatırım fonu incelemiştir. Yöneticiler arasındaki zamanlama yeteneğini bulmak için performansını Sharpe, M^2 , Jensen ve Treynor performans ölçütleri ve kuadratik regresyon uygulamıştır. Elde ettiği sonuçlara göre, 45 fondan sadece 3'ünde pozitif "c" katsayıları vardı; bu da fon yöneticilerinin piyasa zamanlaması yeteneğine sahip olmadığını gösteriyor.⁹⁰

Yıldız (2005), 2001-2004 yılları arasında 53 A tipi fonları değerlendirdi. Bu araştırmada Borsa Endeksi sadece referans olarak değil, Kurumsal Yatırım Yöneticileri Derneği tarafından geliştirilen faktör endeksi ile de sağlanmıştır. Sonuçlar, A tipi fonların endeksten daha düşük performans gösterdiğini bulmuştur. Öte yandan, A tipi fonların Fon Endeksine göre görece daha yüksek bir performansı vardır.⁹¹

Güçlü (2007), tarafından, 2002-2006 periyodunda işlem görmüş farklı türlerdeki 138 adet yatırım fonu değerlendirdi, yatırım fonlarının özellikle Treynor ve Sharpe performans oranlarına göre yüksek başarı gösterdiği. Bu fonların geçmiş performanslarına bakılarak devamlı aynı performansı gösteremediği bulgularına ulaşılmıştır. Bu ölçümlerin portföy yöneticisinin geçmiş dönemdeki başarısı hakkında bilgi verirken gelecek dönemdeki başarısına da ışık tuttuğu savunulmuştur.⁹²

Akel (2007), Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen oranı, Treynor-Mazuy ve Henriksson-Merton kullanarak, Ocak 2000 - Aralık 2004 tek endeks modeli 51 A tipi ve 51 B tipi yatırım fonunun 5 yıllık getirilerini kullanarak, hayatta kalma eğilimleri dikkate alınarak incelenen performans verilerinden. Daha sonra fon yöneticilerinin piyasa

⁸⁸ Korkmaz ve Uygurtürk, s. 116.

⁸⁹ Korkmaz ve Uygurtürk, s. 116.

⁹⁰ Korkmaz ve Uygurtürk, s. 116.

⁹¹ Ayşe Yıldız, A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının İMKB ve Fon Endeksi Bazında Değerlendirilmesi, **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi**, 2005, s. 196.

⁹² Dündar Kök ve Erikci Mustafa Ertuğrul, Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonlarının Performansı: 2004-2013 Dönemi Analizi, **Pamukkale Üniversitesi İşletme ve Bilişim Yönetimi Dergisi**, 2015, s. 18.

zamanlama yeteneğini inceledi. B tipi yatırım fonu müdürlerinin seçme kabiliyetine sahipken, A tipi yatırım fonu yöneticilerinin seçicilik becerileri ve zamanlama yeteneği olmadığını ortaya koydu.⁹³

Teker, Karakurum ve Tav (2008), Sharpe oranı, Treynor oranı, Sortino oranı, M^2 , T^2 , Jensen'in performans ölçütü, VaR oranı ve Fama ölçütü kullanılarak 2003-2005 yılları arasında işlem görmüş, günlük kapanış fiyatları üzerinden 5 adet B tipi likit, 5 adet B tipi tahvil ve bono, 5 adet B tipi değişken ve 5 adet A tipi değişken fondan oluşan veri seti üzerinden risk odaklı performans değerlendirmesi sonucunda, ortalama getirisi yüksek fonların, performans ölçütlerine göre aynı başarıyı gösteremediği tespit edilmiştir. Buradan hareketle yatırım fonlarının elde ettiği getiriye göre taşımış oldukları riskin çok fazla olduğu savunulmuştur.⁹⁴

Şahin (2008), 2005-2008 döneminde işlem gören 60 adet yatırım fonunun performanslarının piyasa portföyünün performansı araştırıldı, Türkiye'de faaliyet gösteren A tipi yatırım fonlarının piyasadan daha düşük bir performans göstermekte olduğunu, buna karşılık B tipi yatırım fonlarının ise piyasadan daha iyi performans olduğu savunulmuştur.⁹⁵

Eken M.H., Pehlivan E (2009), Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen'in performans ölçütü, VZA-BCC ve VZA-CCR yöntemleri kullanılarak 2000-2006 yılları arasında işlem görmüş, yıllık getirilerini kullanarak 46 adet A tipi yatırım fonu, 49 adet B tipi yatırım fonu getirilerinden oluşan veri seti kullanılarak üzerinden risk odaklı performans değerlendirmesi sonucunda, bu yöntemleri kullanan endekslerin değişkenlerini girdi olarak kullanan VZA sonuçları ile paralellik göstermektedir.⁹⁶

M. Arslan ve S. Arslan (2009), Ocak 2006 ile Şubat 2010 arasındaki dönem için günlük getiri verileri ile 12 yatırım fonunu değerlendirdi. Kuadrik regresyon testinde

⁹³ Veli Akel, 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**, Cilt: 22, Sayı: 2, 2007, ss. 172-173.

⁹⁴ Kök ve Erikci, s. 18.

⁹⁵ Kök ve Erikci, s. 18.

⁹⁶ Fatih Temize ve Berfu Ece Bayçelebi, Yatırım Fonu Performans Değerlemesinde Güncel Yaklaşımlar Ve Tefas Sonrası Dönem İçin Türkiye Önerisi, **Uluslararası İşletme ve Yönetim Dergisi**, 2015, s. 278.

yalnız bir fonun pozitif olması durumunda ise sadece bir fon yöneticisinin zamanlama yeteneği olduğu anlamına gelmektedir.⁹⁷

Korkmaz ve Uyguntürk (2009), Kasım 2006 ile Kasım 2009 tarihleri arasında Türkiye’de işlem gören ağırlıklı hisse senedi yatırım fonlarının performansını karşılaştırmış ve yatırım fonları yöneticilerinin zamanlama yeteneklerini araştırmışlardır. Zamanlama yeteneğini analiz etmek için, kuadratik regresyon analizi ve kukla değişken regresyon analiz yöntemleri uygulandı. Sonuçlar, fon yöneticilerinin zamanlama yeteneğinde başarılı olmadığını gösteren hiçbir fonun istatistiksel olarak anlamlı olmadığını gösterdi.⁹⁸

Omağ (2010), Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen’in performans ölçütü kullanılarak 2000-2008 yılları arasında A tipi ve B tipi fonları araştırdı. BIST 100 endeksinin ve risksiz menkul kıymetlerin fonlardan daha yüksek bir getiri sağladığı ve Jensen’in performans ölçütlerine göre portföylerin düşük performans gösterdiğini ve bunun da getirilerinin piyasadan düşük olduğunu gösterdiği bulundu.⁹⁹

Tural (2011), 2004-2010 periyodunda işlem gören 53 adet A tipi ve 57 adet B tipi yatırım fonunun yıllık getirilerini kullanarak, performanslarını ölçen bir çalışma yapılmıştır. Sharpe ve Sortino oranı, M^2 performans ölçütü, Treynor oranı, T^2 performans ölçütü ve Jensen Alfası kullanılmıştır. Sonuç olarak A-tipi yatırım fonlarının piyasa gösterge endeksine göre daha düşük performans gösterdiği, B tipi yatırım fonlarının ise piyasa gösterge endeksine göre daha üstün performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.¹⁰⁰

Yolsal (2012), 2009-2012 yıllarında işlem görmüş 20 adet A tipi yatırım fonunun günlük getirileri üzerinden yaptığı performans incelemesi sonucunda, performanslarını ölçen bir çalışma yapılmıştır Treynor, Sharpe, Jensen Alfası ve Treynor-Mazuy kullanılmıştır, risk düzeyi yüksek olan yatırım fonlarının daha yüksek getiri elde ettiğini tespit etmiştir. Ayrıca risk düzeyi yüksek fonların da büyük çoğunluğunu banka fonlarının oluşturduğunu raporlamıştır.¹⁰¹

⁹⁷ Temize ve Bayçelebi, s. 279.

⁹⁸ Kök ve Erikci, s. 18.

⁹⁹ Kök ve Erikci, s. 17.

¹⁰⁰ Tural, ss. 2-128.

¹⁰¹ Kök ve Erikci, s. 18.

Gökgöz ve Günel (2012), 2008-2009 döneminde 10 toplam A-tipi ve B-tipi fonlara 6 aylık alt dönemlerde tek endeksli modeller (Sharpe, Teynor, Sortino ve Jensen Alfasi) uyguladı. Tek endeks modellerinin önemli sonuçlar verdiğini tespit etti.¹⁰²

Özek P (2014), Haziran 2012 - Aralık 2013 döneminde 23 adet hisse senedi yatırım fonundan aylık getirilerini kullanarak, performanslarını ölçen bir çalışma yapmıştır. Aşırı Getiri ve Jensen Alfasi kullanılmıştır. Analiz kapsamındaki hisse senedi yatırım fonlarının göstermiş olduğu getiri performansı ve performans ölçütleri piyasasının gelişimine bağlı olarak artacak verilerle gelecek dönemlerde yapılacak araştırmalara bir gösterge niteliği taşıdığı ifade edildi.¹⁰³

Kök ve Erikçi (2015), 2004-2013 döneminde 44 adet A tipi yatırım fonunun yıllık getirilerini kullanarak, performanslarını ölçen bir çalışma yapmıştır. Ortalama Getiri, Treynor, Sharpe endeksleri, Jensen Alfasi, T² ve M² yaklaşımları kullanılmıştır. Analiz kapsamındaki A tipi yatırım fonlarının göstermiş olduğu getiri performansı ve performans ölçütleri, fon türüne göre farklılık göstermektedir.¹⁰⁴

Dünya’da yatırım fonlarının performansı üzerine yapılan bazı çalışmalar ise aşağıda özetlenmiştir.

Friend, et al (1962), yatırım politikası, portföy devir hızı, yatırım fonlarının performansı ve hisse senedi piyasalarındaki etkisi ile ilgili konuları analiz etmiştir. Yatırım fonlarının borsadaki fiyat hareketi üzerinde önemli bir etkisi olduğunu tespit ettiler. Onlar, ortalama olarak, fonların bileşik pazarlardan daha iyi performans göstermediği ve portföy ciro ile fon performansı arasında kalıcı bir ilişki bulunmadığı sonucuna varmışlardır.¹⁰⁵

Irwin, Brown, FE (1965), yatırım politikası, portföy devir hızı, yatırım fonlarının performansı ve hisse senedi piyasalarındaki etkisi ile ilgili konuları analiz etmiştir. Yatırım fonlarının borsadaki fiyat hareketi üzerinde önemli bir etkisi olduğunu tespit ettiler. Onlar, ortalama olarak, fonların bileşik pazarlardan daha iyi performans

¹⁰² Gökgöz ve Günel, s. 18.

¹⁰³ Pelin Özek, Yatırım Fonu Performansının Portföy Bilgileri İle İlişkili Olarak Analiz Edilmesi, **Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2014, s. 53.

¹⁰⁴ Kök ve Erikci, s. 15.

¹⁰⁵ Redman, s. 75.

göstermediği ve portföy ciro ile fon performansı arasında kalıcı bir ilişki bulunmadığı sonucuna varmışlardır.¹⁰⁶

Treynor (1965), bir fonun beklenen getiri oranını uygun bir piyasa ortalamasının getirisi oranı ile ilişkilendiren “Karakteristik Çizgi” kullandı. Yatırım riskini göz önüne alarak bir fon performans ölçütü hazırladı. Ayrıca, bir portföyü ele almak için portföy sahibinin risk tercihinə dönmesi beklenen getiriyi ilişkilendirmek için ‘Portföy-Olasılık Satırı’ kullanılmıştır.¹⁰⁷

Sharpe (1966), yatırım fonlarının riske göre düzeltilmiş performansını değerlendirmek için, değişkenlik ödeneği oranı (şu anda Sharpe oranı) olarak bilinen ölçü geliştirdi. Bu oranın yardımıyla 1945-1963 döneminde 34 açık uçlu yatırım fonunun getirisini değerlendirdi. Sonuçlar, örneklemin çoğunluğunun Dow Jones Endeksine kıyasla daha düşük performansa sahip olması nedeniyle sermaye piyasasının büyük ölçüde etkili olduğunu gösterdi. Sharpe (1966), 1954’ten 1963’e kadar sadece 11 fon Dow-Jones Endüstri Ortalamasından (DJIA) daha iyi performans gösterirken, 23 fon DJIA tarafından daha iyi performans gösterdi. Araştırma, yatırım fonlarının dönem içinde daha düşük yatırımlar olduğu sonucuna varmıştır. Sonuçlar aynı zamanda iyi yöneticilerin riski değerlendirmeye ve çeşitlendirmeye odaklandığını gösterdi.¹⁰⁸

Treynor ve Mazuy (1966), 57 fon yöneticisinin performansını pazar zamanlama yetenekleri açısından değerlendirdi ve fon yöneticilerinin piyasayı başarıyla gözden geçirmediklerini buldu. Sonuçlar, yatırımcıların pazardaki dalgalanmalara tamamen bağımlı olduklarını ileri sürdü. Dönüş oranlarındaki iyileşme, fon yöneticilerinin düşük fiyatlı endüstrileri ve şirketleri tanıma yeteneklerinden kaynaklanmıştır. Çalışma, Treynor’un (1965) yatırım fonlarının performansını gözden geçirme metodolojisini benimsemiştir.¹⁰⁹

¹⁰⁶ Irwin, Brown, FE, et al., **A Study of Mutual Funds: Investment Policy and Investment Company Performance reprinted in Hsiu-kwangwer and Alan Jzakon (Ed.) Elements of Investments**, New York: Holt, Renchart and Winston, 1965, s. 371.

¹⁰⁷ Jack L. Treynor, s. 63.

¹⁰⁸ Sharpe, s. 119.

¹⁰⁹ Treynor ve Mazuy, Can Mutual Funds Outguess The Markets, **Harvard Business Review**, Vol. 44, 1966, s. 131.

Jensen (1968), Risk-portföyünün riske ayarlı performansını incelemek ve yatırım fonları yöneticilerinin öngörülebilir kabiliyetini tahmin etmek için Jensen Alfa olarak bilinen kendi ölçütlerini geliştirdi. Ölçü, sermaye varlıklarının fiyatlandırılması teorisine dayanıyordu. Bu amaçla 1955-1964 dönemi için 115 açık uçlu yatırım fonu örneği (net varlık ve temettü bilgileri mevcuttu) alınmıştır. Jensen Alfası uyguladıktan sonra, hisse senedi fiyatlarının yatırım fonları yardımıyla doğru olarak tahmin edilemediği, bu nedenle alım-satım stratejisinin avantaj elde etmek için kullanılamayacağı sonucuna varmıştır. Benzer şekilde, bireysel bir yatırım fonu, rasgele seçilen paylardan oluşan bir portföyden daha yüksek getiri elde edebileceğine dair çok az kanıt vardır.¹¹⁰

Carlson (1970), 1948-1967 döneminde yatırım fonlarının gelecekteki performansını tahmin etmede geçmiş sonuçların tahmini değerini analiz etmek için bir araştırma yaptı. Yazar ayrıca, piyasa etkinliğini incelemiş ve fon performansı ile ilgili faktörleri tespit etmiştir. Her şeyden önce üç çeşit yatırım fonu endeksleri oluşturdu (Çeşitlendirilmiş Hisse senedi, Dengeli, Gelir) ve bu endeksleri piyasa endeksleriyle karşılaştırdı. Performansı analiz etmek için regresyon kullanılmıştır. Sonuçlar, sermaye varlık fiyatlandırma modelinin getiri riskine dayanan varsayımına ampirik bir destek sağlamakta ve yatırım fonlarının piyasadan üstün olup olmadığını hem dönem hem de piyasa vekilinin seçimine bağlı olarak vermiştir. Yazar ayrıca, geçmişteki performansın çok az tahmin değeri gösterdiğini ve performansın, yatırım amaçlı yeni nakit kaynakların mevcudiyeti ile pozitif bir ilişki olduğuna karar verdi.¹¹¹

Fama (1972), Piyasadaki fiyat hareketlerinin tahmininden belirli bir risk düzeyinde en iyi menkul kıymetleri alma kabiliyeti nedeniyle gözlemlenen getiriyi ayırt etmek için geliştirilen yöntemler. O dönemsel bazda ve kümülatif bazda değerlendirmeye izin veren çok parçalı bir model sundu. O bir portföyün getirisinin, güvenlik seçimi ve dönüş riski getirisinin geri dönüşünü oluşturduğuna karar verdi. Katkıları, portföy seçimi ve sermaye piyasası dengesinin modern teorilerinden gelen kavramları, daha iyi geleneksel portföy yönetimi kavramlarıyla birleştirdi.¹¹²

¹¹⁰ Jensen, The Performance of Mutual Funds in The Period 1945-1964, **Journal of Finance**, 1968, s. 36.

¹¹¹ V. Akel, s. 153.

¹¹² Fama, Components of Investment Performance, **Journal of Finance**, Vol. 27, 1972, ss. 551-567.

Williamson (1972), 1961-1965 ve 1966-1970 yılları arasında 180 fonun sıralamasını karşılaştırdı. İki dönemin sıralamaları arasında bir korelasyon yoktu. Fon yöneticilerinin çoğunun yatırım yetenekleri aynıydı. Yatırım riskinin ölçülmesinde oynaklığın giderek artan önemini vurguladı.¹¹³

Klemosky (1973), 1966-1971 döneminde çeyreklik getirilere dayanan 40 fonun yatırım performansını analiz etti. Sharpe, Treynor ve Jensen'in performanstaki önyargıların, CAPM'den (Capital Asset Pricing Modal) elde edilen bileşik önlemlere kıyasla, ortalama mutlak sapma ve yarı-standart sapmayı risk taşıyıcıları olarak kullanarak kaldırılabilirliğini kabul etti.¹¹⁴

McDonald (1973), iki ülkede menkul kıymet tutan fonların yatırım performansını değerlendirmek için bir model geliştirdi. Bu amaçla, en eski Fransız yatırım fonlarından 8 örnek alındı. Bu fonların aylık getirileri 1964-1969 dönemi için hesaplanmış ve analiz edilmiştir. Sonuçlar, fonların genel olarak daha iyi riske göre düzeltilmiş getiri ürettiğini ve Fransız pazarının bilginin yayılımının bütünlüğü ve hızında verimsiz olduğunu gösterdi. Yazar, 1964-1969 yıllarında Fransa pazarına yatırım yapan fonların, belirli piyasa seviyelerine göre daha düşük getiri sağladığı sonucuna varmışlardır. McDonald (1973), fonların genel olarak naif portföy stratejisine göre daha üstün getiri elde edebildiğini bulmuşlardır.¹¹⁵

McDonald (1974), 1960-1969 döneminde Amerikan yatırım fonlarının amaç ve performansını (risk ve getiri) incelemek üzere bir araştırma yaptı. 123 Amerikan yatırım fonunun örneği Treynor (1965) ve Sharpe (1966) endeksleri kullanılarak analiz edildi. Sonuçlar belirtilen hedeflerin, sonraki sistematik risk ve toplam değişkenlik ölçümleri ile önemli ölçüde ilişkili olduğunu gösterdi. Bu nedenle agresif hedeflere sahip fonlar genellikle daha iyi bir performans gösterdi. Sonuçlar ayrıca 67 fonun Treynor'un (1965) endeksinde borsa ortalamasından daha iyi performans gösterdiğini, Sharpe'in (1966) endeksinde ise sadece 39 yatırım fonunun borsa ortalamasından daha yüksek performans

¹¹³ Williamson, Measurement and Forecasting of Mutual Fund Performance: Choosing an Investment Strategy, **Financial Analysts Journal**, Vol. 28, 1972, s. 78.

¹¹⁴ Klemosky, The Bias in Composite Performance Measures, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 8, 1973, s. 505.

¹¹⁵ McDonald, **Mutual Fund Performance: Evaluation of Internationally-Diversified Portfolios**, The Journal of Finance, 1973, s. 1161.

gösterdiğini gösterdi. Yazar, Ortalama fon getirisinin risk artışıyla birlikte arttığını belirtti.¹¹⁶

Gupta (1974), Sharpe, Treynor ve Jensen modellerini kullanarak 1962-1971 döneminde yatırım fonu endüstrisinin performansını değerlendirdi. Çalışma kapsamında kapsanan tüm fonlar, piyasa endeksinin seçimine bakılmaksızın pazardan daha iyi performans gösterdi. Sonuçlar, üç modelin de aynı sonuçları verdiğini gösterdi. Risk birimi başına getiri, oynaklığın düzeyine bağlı olarak değişti ve daha yüksek volatiliteye sahip fonların üstün performans sergilediği sonucuna vardı.¹¹⁷

Klemosky (1977), 1968-1975 döneminde 158 fon yöneticisinin performans tutarlılığını inceledi. Performans sıralaması dört yıllık dönemler arasında daha iyi bir tutarlılık ve bitişik iki yıllık dönemler arasındaki nispeten daha düşük tutarlılık gösterdi.¹¹⁸

Yatırım fonlarının piyasa zamanlaması performansını analiz etmek için bir araştırma Henriksson (1984), tarafından yapılmıştır. Bu amaçla, Şubat 1968 - Haziran 1980 yılları arasında 116 açık uçlu yatırım fonu örneği alınmıştır. Parametrik ve parametrik olmayan teknikler kullanılarak yazar, bu açık uçlu yatırım fonlarının performansını aylık verileri kullanarak inceledi. Dönüş verileri, fon tarafından ödenen tüm temettüleri içermektedir ve tüm yönetim giderleri ve ücretleri nettir. Hem parametrik hem de parametrik olmayan testler, karşılıklı fon yöneticilerinin başarılı bir yatırım stratejisini takip edemediklerini gösterdi. Sonuçlar ayrıca tahmincilerin piyasa portföyünün değerindeki daha küçük değişikliklere göre büyük değişikliklerin tahmininde piyasa zamanlaması aktivitesinde daha başarılı olduklarına dair hiçbir kanıt bulunmadığını gösterdi.¹¹⁹

Gupta and Ramesh (1989), uluslararası aralıklı yatırım fonlarının uluslararası sermaye endeksiyle ve Amerika Birleşik Devletleri için Morgan Stanley Index ile karşılaştırılmasında Cumby ve Jack (1990) tarafından bir araştırma yürütülmüştür. Bu

¹¹⁶ McDonald, Objectives and Performance of Mutual Funds 1960-1969, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 1974, s. 311.

¹¹⁷ Manak C. Gupta, The Mutual Fund Industry and Its Comparative Performance, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 1974, s. 894.

¹¹⁸ V. Akel, s. 153.

¹¹⁹ Henriksson, Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation, **The Journal of Business**, 1984, s. 73.

çalışmada 1982-1988 yılları arasında ABD merkezli 15 uluslararası çeşitlendirilmiş yatırım fonu örneği kullanılmıştır. Performans daha sonra Jensen (1968) ölçütü ve Pozitif Dönem Ağırlıklandırma Ölçümü yardımı ile karşılaştırılmıştır. Sonuçlar, fonların tek tek veya bir bütün olarak performansının uluslararası sermaye endeksinin performansından daha yüksek olmadığı sonucuna vardı. Yazarlar ayrıca Morgan Stanley'in ABD'ye yönelik endeksine göre fonların performansını inceledi ve fonların ABD endeksinden daha iyi performans gösterdiğine dair bazı kanıtlar buldular.¹²⁰

Grinblatt ve Sheridan (1992), Yatırım fonu performansının geçmiş performansla ilgisi olup olmadığını analiz etmek için bir araştırma yaptı. Bu amaçla 279 fon örneği alındı. Çalışma, örneği iki beş yıllık alt dönemlere bölmüş ve her beş yıllık alt dönem için her bir fonun anormal getirilerini hesaplamıştır. Benzer şekilde, anormal getirilerin eğim katsayısı kesitsel regresyonda hesaplanmıştır. Sonuçlar, yatırım fonu performansında pozitif bir ısrarlı olduğuna işaret etti ve fon yöneticileri anormal getiriler elde edebildiler. Bu nedenle, araştırma, bir fonun geçmiş performansının yatırım fonu yatırımlarını düşündüğü yatırımcılar için yararlı bilgiler sağladığı sonucuna vardı.¹²¹

Martin et al. (1993), bono yatırım fonlarının performansını incelemektedir. Tahvil fon örnekleri: İlk örnek hayatta kalma yanlılığını gidermek için tasarlanmış ve 1979'un başından 1988 sonuna kadar olan 10 yıllık dönem için 46 belediye dışı tahvil fonundan oluşmaktadır. İkinci örnek, tüm tahvil fonlarından oluşmaktadır. Araştırmacı, iki örneği incelemek için doğrusal ve doğrusal olmayan modeller kullandı. Sonuçlar, tahvil fonlarının giderler sonrası ilgili endekslerden daha düşük performans gösterdiğini gösteriyor.¹²²

Malkiel (1995), 1971-1991 dönemi için özkaynak yatırım fonlarının performansını analiz etmek için bir araştırma yaptı. Bu amaçla çalışma, dönemin her yılında var olan tüm yatırım fonlarından getirileri içeren bir veri setini içeriyordu. Tüm fonlardan getirileri analiz ettikten sonra yatırım fonlarının piyasadan daha düşük performans gösterdiğini

¹²⁰ Gupta ve Ramesh, Mutual Funds, **The Management Accountant**, 1989, s. 320.

¹²¹ M. Grinblatt ve S. Titman, The Persistence of Mutual Fund Performance, **The Journal of Finance**, 1992, s. 1977.

¹²² Martin et al., Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios, **Review of Financial Studies**, 1993, s. 20.

keşfetti. Hayatta kalma yanlılığı analizin önemli bir parçası olarak düşünülmüştür. Çalışma ayrıca, sermaye varlık fiyatlama çerçevesi bağlamında fon getirilerini inceledi ve sermaye varlık fiyatlandırma modeli tarafından belirtilen herhangi bir risk getiri ilişkisi veya aşırı getiri olduğuna dair herhangi bir kanıt bulamadı. Araştırma, yatırımcıların aktif bir fon yöneticisi seçmekten ziyade düşük harcama endeksi fonu satın almasının daha iyi olduğu sonucuna vardı.¹²³

Modigliani ve Modigliani (1997), Sharpe oranıyla yakından ilişkili bir yöntem geliştirdi. Bir şemanın portföyünün pazar ile aynı standart sapmayı yansıtacak şekilde kaldırılacağı ya da teslim edilebileceği konsepti üzerinde çalışır. Bu düzeltilmiş portföyün kazanılan getiriye M^2 denir. Standart sapma eşitlendiğinden, M^2 doğrudan piyasa ile karşılaştırılabilir.¹²⁴

Otten ve Dennis (1999), 1991-1998 tarihleri arasında Avrupa yatırım fonlarının performansını analiz etmiştir. Araştırma, fon yöneticilerinin performansını, fon özelliklerinin riske uyarlanmış performans üzerindeki etkisini de araştırmıştır. Bu amaçla 506 fon örneği alınmış ve 4 faktörlü model kullanılmıştır. Sonuçlar, Avrupa yatırım fonlarının özellikle küçük ölçekli fonların değer katmayı başardıklarını ve 5 ülkenin 4'ünün toplam seviyede belirgin bir performans sergilediğini gösterdi. Sonuçlar ayrıca, riske göre düzeltilmiş getiri ile fon büyüklüğü ve riske uyarlanmış ve fonların gider oranı arasındaki negatif ilişki arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.¹²⁵

Redman (2000), 5 uluslararası yatırım fonunun portföyü için risk düzeltilmiş getirilerini analiz etti. Çalışma üç dönem boyunca gerçekleştirildi: 1985-1994, 1985-1989 ve 1990-1994. Performans, Treynor (1965) endeksi, Sharpe (1966) endeksi ve Jensen Alpha kullanılarak ölçülmüş ve ABD pazarıyla karşılaştırma yapılmıştır. Sonuçlar, Sharpe (1966) ve Treynor (1965) endekslerinde, uluslararası yatırım fonlarının portföyünün, 1985-1994 ve 1985-1989 yılları arasındaki ABD pazarından daha yüksek olduğunu

¹²³ Malkiel, Returns From Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, **Journal of Finance**, 1995, s. 549.

¹²⁴ Franco Modigliani ve Leah Modigliani, s. 45.

¹²⁵ Otten and Dennis, European Mutual Fund Performance, **European Financial Management**, 1999, s. 75.

gösterdi. Diğer taraftan, ABD hisse senedi portföyünün ve piyasa endeksinin performansı, 1990-1994'teki küresel portföylerden daha yüksekti.¹²⁶

Otten ve Mark (2002), tarafından Avrupa yatırım fonu endüstrisinin performansını ABD fon endüstrisinin performansı ile karşılaştırmak için bir çalışma yürütülmüştür. 506 Avrupa açık uçlu yatırım fonunun ve 2096 Amerikan açık uçlu yatırım fonunun örneği, Ocak 1991'den Aralık 1997'ye kadar alındı. Çalışma, sadece en az 24 aylık veri içeren yurt içi sermaye fonları ile sınırlıydı. Sonuçlar aynı zamanda, Avrupa yatırım fonlarının, Amerikalı muadillerinden daha iyi bir performans sergilediğini ve Avrupa'daki ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki küçük yatırım fonlarının karşılaştırma ölçütlerinden ve tüm diğer yatırım fonlarından daha iyi performans gösterdiğini belirtti.¹²⁷

Noulas, John ve John (2005), 1997-2000 döneminde Yunan hisse senedi fonlarının riske uyarlanmış performansını değerlendirdi. Bu çalışma, hisse senedi yatırım fonlarının haftalık verilerine dayanmaktadır ve incelenen tüm dönem boyunca var olan 23 hisse senedi fonunu içermektedir. Yatırım fonları Treynor (1965), Sharpe (1966) ve Jensen tarafından kullanılan teknikler üzerine sıralandı. Sonuçlar, ilk üç yılda borsa pozitif getiri ve dördüncü yıl için negatif getiri gösterdi. Sonuçlar aynı zamanda dört yıllık dönem için tüm fonların betalarının 1'den küçük olduğunu gösterdi. Yazarlar hisse senedi fonlarının aynı riske ne de aynı getiriye sahip olduğu sonucuna varmışlardır. Yatırımcı, doğru yatırım kararını vermek için yatırım fonlarının uzun vadeli davranışını bilmelidir.¹²⁸

Leite ve Cortez (2006), yatırım fonlarının performansının değerlendirilmesinde şartlandırma bilgilerinin kullanılmasının etkisini analiz etmek için bir araştırma yaptı. Bu amaçla, Haziran 2000'den Haziran 2004'e kadar Portekizlilere ait olan açık uçlu hisse senedi fonlarının iki farklı örneği oluşturuldu. İlk örnek, Haziran 2004'ün sonunda 24 fondan (10 ulusal fon ve 14 Avrupa Birliği fonları) sağlandı. İkinci örnek, inceleme dönemi boyunca devam eden toplam 20 fon içermektedir. Performansı değerlendirmek için koşullu ve koşulsuz modeller kullanıldı. Koşulsuz modelin sonuçları, Avrupa Birliği

¹²⁶ Redman, The Performance of Global and International Mutual Funds, **Journal of Financial and Strategic Decisions**, 2000, s. 75.

¹²⁷ Otten ve Mark, A Comparison Between the European and the U.S. Mutual Fund Industry, **Managerial Finance**, Cilt:28, sayı:1, 2002, s. 14.

¹²⁸ Noulas, John ve John, Performance of Mutual Funds, **Managerial Finance**, 2005, s. 101.

fonlarının performansı negatifken, ulusal fonların performansının tarafsız olduğunu gösterdi. Öte yandan koşullu modeller, koşullu betaların (ancak alfa değil) zaman içinde değişmekte olduğunu ve temettü getiri değişkenine bağlı olduğunu ileri sürdü.¹²⁹

Boudreaux and Suzanne (2007), 2000-2006 döneminde uluslararası yatırım fonlarının riske göre düzeltilmiş getirilerini incelemek için bir çalışma yürüttü. Bu amaçla, 10 uluslararası yatırım fonu portföyünden bir örnek alınmış ve riske göre düzeltilmiş performans, Sharpe (1966)'nın Değişken Oranına Göre Ödül Endeksi kullanılarak hesaplanmıştır. Yatırım fonlarının ABD pazarı benchmark olarak alındı. Sonuçlar, uluslararası yatırım fonunun onda dokuzunun performansının ABD pazarından yüksek olduğunu gösteriyor. Sadece ABD Hazine borsa yatırım fonlarını içeren portföyler, tüm uluslararası yatırım fonlarını içeren fonları düzeltilmiş bir riskle daha düşük performans sergilemektedir. Yazarlar, uluslararası yatırım fonları hariç tutulduğunda yatırımcıların olası portföy riskini azaltma ve daha yüksek getiriden yararlanamayabileceği sonucuna varmışlardır.¹³⁰

Arugaslan and Ajay (2008), 1994-2003 yılları arasında ABD merkezli uluslararası sermaye fonlarının riske göre düzeltilmiş performansını inceledi. Analiz, 1999-2003 yılları arasında 5 yıllık dönem ve 1994-2003 yılları arasında 10 yıllık dönem için yapılmıştır. Bunun için ABD merkezli 50 büyük sermaye fonu örneği alınmış ve Modigliani ve Modigliani'nin (M kareli) yeni bir ölçüm yöntemi uygulanmıştır. Performans hem iç hem de uluslararası karşılaştırma endeksleri ile karşılaştırılmıştır. Sonuçlar, riskin fonların çekiciliği üzerinde büyük etkisi olduğunu gösterdi. Daha yüksek getiri fonları, daha yüksek risk nedeniyle cazibeyi kaybedebilirken düşük getirili fonlar, düşük risk nedeniyle yatırımcıları cazip hale getirebilir.¹³¹

Dietze, Oliver and Macro (2009), Avrupa yatırım dereceli şirket bonusu yatırım fonlarının riske ayarlı performansını değerlendirmek için bir araştırma yaptı. 19 yatırım niteliğindeki kurumsal tahvil fonunun örneği 5 yıllık dönem için (Temmuz 2000 - Haziran

¹²⁹ Leite ve Cortez, **Conditional Performance Evaluation: Evidence from the Portuguese Mutual Fund Market**, Working Paper, University of Minho, 2006, s. 19.

¹³⁰ Boudreaux ve Suzanne, Empirical Analysis of International Mutual Fund Performance, **International Business & Economics Research Journal**, 2007, s. 19.

¹³¹ Onur Arugaslan, Ed Edwards ve Ajay Samant, Evaluating Large US-based Equity Mutual Funds Using Risk-adjusted Performance Measures, **International Journal of Commerce and Management**, 2008, s. 6.

2005) kullanılmıştır. Fonlar, tek endeks modeli ve birkaç çoklu endeks ve varlık sınıf faktörü modeli temel alınarak değerlendirildi. Yatırım amaçlı şirket tahvil fonlarının risk ve getiri özelliklerini hesaplamak için vade tabanlı endeksler ve derecelendirmeye dayalı endeksler kullanılmıştır. Sonuçlar, şirket tahvillerinin ortalama olarak gösterge portföyünün altına düştüğünü ve önemli bir pozitif performans sergileyen tek bir fon olmadığını gösterdi. Sonuçlar ayrıca, daha büyük ve eski fonların riske göre düzeltilmiş performansının ve düşük ücretleri karşılayan fonların daha yüksek olduğunu gösterdi.¹³²

Bauer et al. (2015), karşılıklı fonların ahlaki bakış açısı üzerinde bir araştırma yaptı ve istisnai büyümeye sahip fonların, karşılıklı fon piyasalarının etik çalışması nedeniyle olduğunu doğruladı. Yukarıdaki denetimden yola çıkılarak, yatırım fonu yazının büyük çoğunluğu, fonun belirli unsurları ve performans ile ilgili konunun şimdiye kadar olmadığı halde, genel ticaret sektörü ile ilgili olarak, fon performansı konusunda tartışmalı bir husus üzerine ışık tutar.¹³³

Yukarıdaki açıklamalarda yer verildiği gibi, gerek Türkiye’de gerek uluslararası araştırma örneklerinde yatırım fonlarının performansının analizine yönelik olarak yoğun bir araştırma gereksinimi hissedilmektedir. Bu gereksinimi karşılamaya dönük olarak yapılan araştırmalarda, tektip bir sonuç elde edilemediği de görülmektedir. Genellikle yatırım fonlarının karşılaştırma portföyü olarak belirlenen piyasa performansının yenilemediği dikkati çekmektedir. Bununla birlikte bazı araştırmalarda daha iyi portföy yönetimine sahip yatırım fonlarının bulunduğu da tespit edilmiştir.

60 yılı aşkın bir süredir gerçekleştirilmekte olan bu araştırmalarda yanıt verilmemiş bir soru ortada durmaktadır. Çok sayıda araştırmada bir veya birkaç performans ölçütü ile inceleme yapılmıştır. Buna karşılık bu ölçütlerden hangisinin daha etkin bir karşılaştırma aracı olarak kullanılabileceği açıkta kalan bir sorundur. Aşağıda bulgularını da tartışmaya açacağımız araştırmamızda kısmen bu soruya yanıt bulunmaya çalışılacaktır.

¹³² Lief H. Dietze, O. Entrop ve M. Wilkens, The Performance of Investment Grade Corporate Bond Funds: Evidence from the European Market, **The European Journal of Finance**, 2009, s. 10.

¹³³ Priscilla Boahene, **Evaluating The Performance Of Mutual Funds: A Case Study Of Anidaso Mutual Fund**, Yüksek lisans Tezi, School of Business, Knust, 2015, s. 45.

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

3.2.1. Araştırmanın Amacı

Araştırmamızın temel amacı, Türkiye’deki yatırım fonlarının geçmiş performanslarının risk odaklı performans değerlendirmesi yapılarak, yatırımcıların fon seçiminde kullanabilecekleri yöntemleri değerlendirmek ve öneriler geliştirmektir.

Yatırım fonlarının performans değerlendirmesi, yatırımcıların yatırım kararlarını almasında önem taşımakta ve yatırım fonlarını karşılaştırma imkânı sunarak yatırımcılara yol göstermektedir. Fakat yatırım fonlarının geçmişteki performanslarının değerlendirilmesi ile ortaya çıkan sonuçların gelecekte tekrar gerçekleşmesinin, yani yatırım fonlarından geçmişte elde edilen kâr veya zararların gelecekte tekrar gerçekleşeceğinin bir garantisinin olmadığı da bilinmesi gerekmektedir.

3.2.2. Araştırmanın Önemi

Türkiye’de genel olarak sermaye piyasasına ve özel olarak yatırım fonlarına ilişkin olarak yapılan son düzenlemeler kapsamında, tasarruf sahiplerinin yatırım fonu katılım belgelerine ulaşımı tek bir platform üzerinden sağlanmıştır. Bu bağlamda tasarrufların değerlendirilmesinde yatırım fonlarının daha geniş bir yelpaze ile kullanımı olanaklı hale gelmiştir. Bu düzenlemeler öncesinde genellikle tasarruf sahipleri müşterisi oldukları finansal kurumun sunduğu yatırım fonlarıyla sınırlı tercih yapma eğilimindeydi. Bu düzenlemeler kapsamında, TEFAS aracılığıyla bütün fon kurucularının yatırım fonlarına, fon bedellerini başka bir kuruma transfer etme zorunluluğu olmaksızın yatırım yapabilme olanağına kavuşmuştur. Dolayısıyla son düzenlemelerle yatırım fonlarının karşılaştırılması gereksinimi artmıştır.

3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE BULGULARI

Yatırım fonlarına ilişkin son yıllarda gerçekleştirilen bazı mevzuat değişiklikleri nedeniyle yatırım fonlarının pek çoğunda tür değişiklikleri gerçekleştirildi. Bu değişiklik nedeniyle ortaya çıkan en önemli düzenleme, yatırım fonlarının kurucularına yönelik olarak yapılan düzenlemedir. Bankalar, yatırım fonu kurucusu olabilecekler arasında yer alırken, bu düzenlemelerde bankalar fon kurucuları listesinden çıkarılmıştır. Yatırım fonlarının büyük bir bölümünün bankalar tarafından kurulmuş yatırım fonu olması nedeniyle, bu düzenlemeler yatırım fonu sektöründe de önemli bir değişim yaşanmasını kaçılmaz kılmıştır. Bankalar tarafından kurulan yatırım fonlarının 2015 yılı Temmuz ayı sonuna kadar portföy yönetim şirketlerine devri zorunluluğu getirilmiştir. Bazı sarkmalar olmakla birlikte devri gereken fonların tümü 2015 yılı içinde devredilmiştir. Bu değişimin çalışmamız açısından önemi, yatırım fonlarına yönelik analizlerde inceleme döneminin çok geriye götürülememesidir.

İnceleme dönemimizde mevcut bulunan 67 hisse senedi yoğun yatırım fonları tek tek incelenmiştir. Bu incelemede görülmüştür ki, SPK tarafından getirilen düzenlemeler kapsamında yatırım fonlarının önemli bir bölümü yeni kurulmuş veya tür değişikliği geçirmiştir. Bunun sonucu olarak araştırma kapsamına alınan yatırım fonu sayısı kısıtlı kalmıştır. Fon seçiminde dikkate alınan bir diğer kriter de, fon yönetimlerinin tercih ettikleri karşılaştırma ölçütü olmuştur. İncelemeye dahil ettiğimiz yatırım fonlarının karşılaştırma ölçütü (%90 BİST 100 endeksi + %10 BİST KYD O/N Repo Endeksi) şeklindedir.

Çalışmamızda 2016 yılı için toplam 15 hisse senedi yoğun yatırım fonunun haftalık kapanış fiyatlarına göre performansları değerlendirilmiştir. Uygulamada, haftalık bazda, yatırım fonlarının getirisi, piyasa gösterge endeksi, risksiz getiri kullanılmıştır.

Yatırım Fonu Haftalık Getirisi; Sermaye Piyasası Kurulu'nun internet sitesinden temin edilen yatırım fonlarının haftanın son işgünü (Cuma) birim pay değerleri üzerinden hesaplanmıştır. Piyasa Gösterge Endeksi; Borsa İstanbul'un internet sitesinden temin edilen BIST 100 endeksi verilerinden haftalık getiri olarak hesaplanmıştır. Risksiz Getiri;

Borsa İstanbul'un internet sitesinden temin edilen Gecelik Repo Faizleri günlük performans endeksi verilerinden hareketle haftalık getiri olarak hesaplanmıştır.

Bu analizlerde Sharpe Oranı, M^2 Performans Ölçütü, Sortino Oranı, Treynor Oranı, T^2 Performans Ölçütü ve Jensen Ölçütü yöntemlerine göre performans ölçümü yapılmıştır. İncelememize dâhil edilen yatırım fonları ise Tablo 8'de gösterilmiştir.

Tablo 8: Analize Dâhil Edilen Yatırım Fonları

Fon Kodu	Fon Adı (HİSSE SENEDİ YOĞUN FON)
AK3	AK Portföy Hisse Senedi Fonu
ARC	Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu
FAF	Finans Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu
GHS	Garanti Portföy Hisse Senedi Fonu
ICF	ICBC Turkey Portföy Hisse Senedi Fonu
TI2	İş Portföy Hisse Senedi Fonu
TAP	İş Portföy Privia Bankacılık Hisse Senedi Özel Fonu
SKH	Şeker Portföy Hisse Senedi Fonu
EID	Qinvest Portföy Hisse Senedi Fonu
TLH	Taaleri Portföy Hisse Senedi Fonu
TKF	Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu
YHS	Yapı Kredi Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu
YAU	Yapı Kredi Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu
YDE	Yapı Kredi Portföy BIST Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu
TZD	Ziraat Portföy Hisse Senedi Fonu

Çalışmamızın ikinci bölümünde açıklanan yöntemler kullanılarak hesaplanan performans ölçütlerinin sonuçları Tablo 9'da verilmiştir. 2016 yılbaşından 2016 yılsonuna kadar haftalık veriler kullanılarak hesaplanan performans ölçütleri yanında her bir yatırım fonunun ilgili performans ölçütüne göre tercih sıralaması da tabloda yer almaktadır.

15 yatırım hisse senedi yoğun fonu içinde, bütün performans ölçütleri açısından en yüksek performans Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonuna (TKF) aittir. Bu fon için Sharpe oranı 0,2695, M^2 oranı 0,3570, Treynor oranı 0,5197, Jensen alfası 0,0039, Sortino oranı 0,2719 ve T^2 oranı 0,2079 düzeyindedir.

Tablo 9: Yatırım Fonu Performans Göstergeleri ve Sıralama

Fon Adı	Sharpe	Sıra	M ²	Sıra	Treynor	Sıra	T ²	Sıra	Alpha	Sıra	Sortino	Sıra
AK3	0,0913	12	0,1218206	13	0,142935	11	0,02823	6	-0,000066	13	0,03574	11
ARC	0,0477	15	0,0641605	15	0,069897	15	0,00521	14	-0,001191	15	0,00096	15
EID	0,0687	14	0,091982	14	0,107694	14	0,0163	11	-0,000575	12	0,01436	14
FAF	0,134	4	0,1779098	4	0,207221	4	0,0351	3	0,001001	4	0,06859	4
GHS	0,117	5	0,155512	5	0,178214	5	0,02697	8	0,000576	5	0,05524	6
ICF	0,109	7	0,1454388	7	0,156148	7	0,001	13	0,000458	7	0,04498	7
SKH	0,113	6	0,1502251	6	0,176413	6	0,03331	4	0,000469	6	0,0559	5
TAP	0,0997	8	0,1329004	8	0,155424	8	0,0272	7	0,000165	8	0,04135	8
TI2	0,0948	9	0,1263342	10	0,151074	9	0,03194	5	0,000038	9	0,03877	9
TKF	0,27	1	0,35703	1	0,51977	1	0,208	1	0,003994	1	0,272	1
TLH	0,145	3	0,1928192	3	0,235459	2	-0,1869	15	0,001375	2	0,0768	3
TZD	0,0934	10	0,1245767	11	0,143471	10	0,02223	9	0,000004	10	0,03595	10
YAU	0,085	13	0,1264971	9	0,126497	13	0,01443	12	-0,000227	14	0,02833	13
YDE	0,1462	2	0,1942719	2	0,231166	3	0,04202	2	0,001345	3	0,0879	2
YHS	0,0923	11	0,1230848	12	0,138496	12	0,01738	10	-0,000038	11	0,03422	12

15 yatırım hisse senedi yoğun fonunda, Sharpe oranına göre 7 tane yatırım hisse senedi yoğun fonu piyasa portföyüne göre yüksek performans, 7 tane yatırım hisse senedi yoğun fonu piyasa portföyüne göre düşük performans gösteriyor. Sadece bir tane yatırım hisse senedi yoğun fonu piyasası aynı performansı göstermektedir.

Toplam risk kriterlerinden Sharpe oranına göre en yüksek performans fon, 0,2695 ile Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF) olurken, en düşük performans 0,0477 ile Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu (ARC) olmuştur.

Yapılan analiz sonucunda yatırım hisse senedi yoğun fonlarının performansı Sharpe endeksine göre oldukça başarılı olmuştur.

Tablo 10: Sharpe Yöntemine Göre Sonuçlar

Max St. Sapma	1.420452907
Min St. Sapma	1,157010943
Max Sharpe oranı	0,2695
Min Sharpe Oranı	0,0477
Ortalama Sharpe Oranı	0,1138
Toplam Fon sayısı	15
Üstün Performans	7
Düşük Performans	7
Ortalama Performans	1
Piyasa Sharpe Oranı	0,099783013

15 yatırım hisse senedi yoğun fonundan Treynor oranına göre; 9 tane yatırım hisse senedi yoğun fonu piyasa portföyünden yüksek, 6 adet yatırım hisse senedi yoğun fonu ise piyasa portföyünden düşük performans göstermiştir.

Sistematiik riski esas alan kriterler açısından sıralama yapıldığında; Treynor endeksi açısından 0,519769504 oranı ile Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF) ilk sırada yer alırken bunu 0,235458518 ile Taaleri Portföy Hisse Senedi Fonu (TLH) takip etmiştir. En düşük performans ise 0,069897239 ile Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu (ARC) olmuştur.

Tablo 11: Treynor Yöntemine Göre Sonuçlar

Max Beta	0,99357072
Min Beta	0,599853932
Max Treynor Oranı	0,5198
Min Treynor Oranı	0,0699
Ortalama Treynor Oranı	0,1827
Toplam Fon sayısı	15
Üstünü Performans	9
Düşük Performans	6
Ortalama Performans	0
Piyasa Treynor Oranı	0,150652004

Jensen endeksi açısından 0,003994 oranı ile Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF) ilk sırada yer alırken bunu 0,001375 ile Taaleri Portföy Hisse Senedi Fonu (THL) takip etmiştir. En düşük performans ise -0,001191 ile Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu (ARC) olmuştur.

Tablo 12: Jensen Yöntemine Göre Sonuçlar

Max Beta	0,99357072
Min Beta	0,59985393
Ortalama Beta	0,8336
Max Alfa	0,0040
Min Alfa	-0,0012
Ortalama Alfa	0,000488609
Pozitif Alfa	10
Negatif Alfa	5

M² açısından da Sharpe oranına benzer bir sıralama söz konusudur. Toplam risk kriterlerinden M² oranı 0,357028607 ile en yüksek fon Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF) olurken, en düşük performans 0,064160516 ile Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu (ARC) olmuştur.

Toplam riski esas alan diğer bir kriter olan Sortino oranı açısından en yüksek performansı 0,27198 oran ile Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF) gösterirken, bunu 0,0879 ile Yapi Kredi Portföy BIST Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YDE) takip etmiştir. En düşük performans ise 0,00096 Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu (ARC) olmuştur. Yani toplam riski esas alan Sharpe ve M² oranları benzer sonuçlar verirken, risksiz faizdeki toplam riski esas alan Sortino oranı farklı bir performans göstermiştir.

T² oranı açısından en yüksek olumlu fark 0,207984 ile Tacirler Portföy Hisse Fonu (TKF) olurken bunu 0,042019 ile Yapi Kredi Portföy BIST Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YDE) takip etmiştir. Bu bakımdan en düşük oran -0,18686 ile Taaleri Portföy Hisse Senedi Fonu (TLH) olmuştur.

Genel olarak en iyi performans Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF) ve en kötü performans Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu (ARC) standart sapmaya göre tüm

fonlar piyasasından daha fazla risklidir. Çünkü analizde kullanılan yatırım fonlarının ortalama standart hatası piyasa portföyünün standart hatasından yüksektir.

3.3.1. Sharpe Oranı Analiz Sonuçları

Sharpe'ın ortaya koyduğu toplam risk baz alınarak analiz edilen hisse senedi yoğun fonların performans değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Sharpe performans analiz tekniğine göre; Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF), Yapi Kredi Portföy BIST Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YDE) ve Taaleri Portföy Hisse Senedi Fonu (TLH) en başarılı 3 performansı göstermektedir.

Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu (ARC), Qinvest Portföy Hisse Senedi Fonu (EID) ve Yapi Kredi Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YAU) hisse senedi yoğun yatırım fonları en düşük performansa sahip fonlardır. Sharpe performans ölçütü kullanılarak analiz edilen 15 şirketin 7 tanesi piyasa performansına göre (BIST 100 endeksi performansı=0.0997) daha yüksek performansa sahip olan başarılı fonlardır; Sadece bir tane piyasası aynı performans göstermektedir. Geriye kalan 7 adet fonun performansları gösterge endeksin altında kaldığı için başarısız fonlardır.

Tablo 13: Sharpe Yöntemi Analiz Sonuçları

Fon Adı	Sharpe	Sıra
TKF	0,2695	1
YDE	0,1462	2
TLH	0,1451	3
FAF	0,1338	4
GHS	0,1169	5
SKH	0,1128	6
ICF	0,1092	7
TAP	0,0997	8
TI2	0,0948	9
TZD	0,0934	10
YHS	0,0923	11
AK3	0,0913	12
YAU	0,0850	13
EID	0,0687	14
ARC	0,0477	15
Piyasa	0,0997	

3.3.2. M^2 Analiz Sonuçları

M^2 performans ölçütü de Sharpe ölçütü gibi toplam riski baz almaktadır.

Bu ölçüt bir fonun performansını ölçerken, portföye risksiz varlığın eklendiğini varsayar ve buna göre portföyün getiri performansını hesaplar. M^2 analiz sonuçları aşağıdaki tablodan görülebilmektedir.

M^2 performans analiz tekniğine göre; Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF), Yapi Kredi Portföy BIST Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YDE) ve Taaleri Portföy Hisse Senedi Fonu (TLH) en başarılı 3 performansı göstermektedir.

M^2 performansa ölçütüne göre de en başarısız fonlar Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu (ARC), Qinvest Portföy Hisse Senedi Fonu (EID) ve Yapi Kredi Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YAU)'dur. M^2 analiz sonuçlarına göre 13 adeti piyasa performans göstergesini üzerinde kaldığı için başarılıdır, fakat 2 fon ise gösterge endeksin altında olduğu için başarısız bir performansa sahiptir.

Tablo 14: M² Yöntemi Analiz Sonuçları

Fon Adı	M ²	Sıra
TKF	0,3570	1
YDE	0,1942	2
TLH	0,1928	3
FAF	0,1779	4
GHS	0,1555	5
SKH	0,1502	6
ICF	0,1454	7
TAP	0,1329	8
TI2	0,1264	9
YHS	0,1263	10
TZD	0,1245	11
AK3	0,1230	12
YAU	0,1218	13
EID	0,0919	14
ARC	0,0641	15
Piyasa	0,0997	

3.3.3. Sortino Oranı Analiz Sonuçları

Toplam riski temel alan performans ölçütlerinin aksine Sortino Oranı getirilerin asimetrik dağıldığını varsayarak performans ölçütü yapmaktadır. Sortino analiz sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir. Analiz sonuçları Sharpe ve M² analiz sonuçları ile paraleldir.

Sortino performans analiz tekniğine göre; Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF), Yapi Kredi Portföy BIST Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YDE) ve Taaleri Portföy Hisse Senedi Fonu (TLH) en başarılı 3 performansı göstermektedir.

Sortino analiz sonuçlarında da Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu (ARC), Qinvest Portföy Hisse Senedi Fonu (EID) ve Yapi Kredi Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YAU) fonları en başarısız performansa sahiptirler. Performans sonuçlarına göre 15 hisse senedi yoğun fon gösterge endeks değerinin altında kalarak başarısız olmuştur.

Tablo 15: Sortino Yöntemi Analiz Sonuçları

Fon Adı	Sortino	Sıra
TKF	0,271978399	1
YDE	0,087899139	2
TLH	0,076796213	3
FAF	0,068594084	4
SKH	0,055903165	5
GHS	0,055239721	6
ICF	0,044980779	7
TAP	0,041352171	8
TI2	0,038772289	9
TZD	0,035946268	10
AK3	0,035739541	11
YHS	0,034218278	12
YAU	0,034218278	13
EID	0,014361482	14
ARC	0,000956714	15
Piyasa	0,0997	

3.3.4. Treynor performans Analiz Sonuçları

Treynor endeksi, yalnızca sistematik riski (betayı) dikkate alarak analiz yapmaktadır. Treynor endeks sonuçlarına göre yalnızca performans sıralaması değişmiştir. Diğer performans ölçüm tekniklerinin sonuçlarında da gözlenen durumla paralel olarak; Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF), Yapi Kredi Portföy BIST Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YDE) ve Taaleri Portföy Hisse Senedi Fonu (TLH) en başarılı 3 performansı göstermektedir.

Treynor performans ölçütüne göre en başarısız üç fon ise; Yapi Kredi Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (YHS), Yapi Kredi Portföy BIST Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YDE) ve Yapi Kredi Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YAU) olmuştur.

Treynor endeksine göre 15 adet hisse senedi yoğun fonların hepsi gösterge endeksin üzerinde performans gösterdiğinden başarılı olmuştur.

Hisse senedi yatırım fonlarının gösterge endeks performans değerine göre sonuçları önemli olmakla birlikte, fonun başarılı ya da başarısız olarak değerlendirilmesi açısından yeterli değildir. Toplam riski baz alan performans ölçüm teknikleri kullanılarak elde edilen sonuçların yorumlanmasında da olduğu gibi, fonların başarı durumlarına pozitiflik-negatiflik açısından da bakmak daha doğru bir sonuç elde etmemizi sağlayacaktır. Bu noktadan hareketle, Treynor performans ölçütü sonuçlarına göre; 15 adet yatırım hisse senedi yoğun fonu gösterge endeks performans değerinin üzerinde yer almakla birlikte pozitif değer almıştır. Dolayısıyla, 15 adet yatırım hisse senedi yoğun fonu ağırlıklı yatırım fonunun başarılı olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 16: Treynor Yöntemi Analiz Sonuçları

Fon Adı	Treynor	Sıra
TKF	0,519769504	1
TLH	0,235458518	2
YDE	0,231165791	3
FAF	0,207220993	4
GHS	0,178214174	5
SKH	0,176413015	6
ICF	0,156147643	7
TAP	0,155423898	8
TI2	0,151073815	9
TZD	0,143470774	10
AK3	0,142935249	11
YHS	0,138495921	12
YAU	0,126497117	13
EID	0,107694137	14
ARC	0,069897239	15
Piyasa	0,0997	

3.3.5. T^2 performans Analiz Sonuçları

T^2 performans ölçütü de sistematik riski temel alan bir ölçüttür ve T^2 analiz sonuçları Tablo 17’de gösterilmiştir.

Tablo’da de görüldüğü gibi, T^2 performans ölçümü sonuçları, T^2 performans ölçütü sonuçlarına göre de en başarılı 3 fon, Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF),

Yapi Kredi Portföy BIST Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YDE) ve Finans Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (FAF); en başarısız 3 fon Taaleri Portföy Hisse Senedi Fonu (TLH), Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu (ARC) ve ICBC Turkey Portföy Hisse Senedi Fonu (ICF) olarak gerçekleşmiştir. T^2 performans ölçütüne göre 15 adet hisse senedi yoğun fon başarılı olarak bulunmuştur. 15 adet yatırım hisse senedi yoğun fonu ağırlıklı yatırım fonunun başarılı olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 17: T^2 Yöntemi Analiz Sonuçları

Fon Adı	T^2	Sıra
TKF	0,207983723	1
YDE	0,042018939	2
FAF	0,035099768	3
SKH	0,033309743	4
TI2	0,031940766	5
AK3	0,02823148	6
TAP	0,027202604	7
GHS	0,026965429	8
TZD	0,022225239	9
YHS	0,017379012	10
EID	0,016303483	11
YAU	0,014427579	12
ICF	0,001003917	13
ARC	0,005213885	14
TLH	-0,186857633	15
Piyasa	0,0997	

3.3.6. Jensen Performans Sonuçları

Jensen performans endeksi sistematik riski baz almasının yanı sıra bir fonun performansını yalnızca gösterge endeksin performansına göre kıyaslayarak ölçmektedir. Sonuçlar aşağıdaki tablodan görülebilir. Jensen performans ölçütü, portföyün başarısını grupta yer alan diğer fonlara göre değil, gösterge endeksin performansına göre değerlendirir.

Jensen performans ölçütü sonuçları ile diğer performans ölçütü sonuçları farklılık göstermekle birlikte, en yüksek ve en düşük fonlar açısından sonuçlar paraleldir.

Tablo 18: Alpha Yöntemi Analiz Sonuçları

Fon Adı	Alpha	Sıra
TKF	0,003993594	1
TLH	0,001375104	2
YDE	0,001345189	3
FAF	0,001001326	4
GHS	0,000575933	5
SKH	0,000469093	6
ICF	0,000458462	7
TAP	0,000164584	8
TI2	0,000038146	9
TZD	0,000003731	10
YHS	-0,000037817	11
EID	-0,000575081	12
AK3	-0,000065506	13
YAU	-0,000226981	14
ARC	-0,001190650	15
Piyasa	0,0997	

Jensen performans ölçüm tekniğine göre hem gösterge endeksle kıyaslandığında hem de pozitiflik açısından en yüksek değeri alan üç fon; Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF), Taaleri Portföy Hisse Senedi Fonu (TLH) ve Yapi Kredi Portföy BIST Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YDE) olmuştur. Aynı tekniğe göre en düşük değeri alan üç fon ise; Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonu (ARC), Yapi Kredi Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Fonu (YAU) ve AK Portföy Hisse Senedi Fonu (AK3) olmuştur. Jensen performans ölçüm tekniğine göre, toplam 15 adet hisse senedi yoğun fonu ağırlıklı yatırım fonundan gösterge endeksin üstünde bir performans göstererek endekse kıyasla başarılı olmuştur.

Yukarıdaki tekil olarak verilen araştırma bulgularının toplulaştırılmış hali, 2017 getiri ortalaması ile birlikte Tablo 19’da verilmiştir. Tablodan görüldüğü gibi gerçekleşen getiri oranları incelendiğinde performans ölçütlerine göre yapılan sıralama ile getiri oranları sıralaması tam olarak örtüşmemektedir.

Tablo 19: Yatırım Fonu Karşılaştırma ve Düzeltilmiş Getiriye Göre Sonuçları

Fon Adı	Sharpe	Sıra	M ²	Sıra	Treynor	Sıra	T ²	Sıra	Alpha	Sıra	Sortino	Sıra	2017 Getiri Ortalaması	Sıra
AK3	0,0913	12	0,12182	13	0,143	11	0,02823	6	-0,000066	13	0,0357	11	42	14
ARC	0,0477	15	0,06416	15	0,07	15	0,00521	14	-0,001191	15	0,001	15	71	1
EID	0,0687	14	0,09198	14	0,108	14	0,0163	11	-0,000575	12	0,0144	14	52	9
FAF	0,1338	4	0,17791	4	0,207	4	0,0351	3	0,001001	4	0,0686	4	46	13
GHS	0,1169	5	0,15551	5	0,178	5	0,02697	8	0,000576	5	0,0552	6	31	15
ICF	0,1092	7	0,14544	7	0,156	7	0,001	13	0,000458	7	0,045	7	68	3
SKH	0,1128	6	0,15023	6	0,176	6	0,03331	4	0,000469	6	0,0559	5	47	12
TAP	0,0997	8	0,1329	8	0,155	8	0,0272	7	0,000165	8	0,0414	8	70	2
TI2	0,0948	9	0,12633	10	0,151	9	0,03194	5	0,000038	9	0,0388	9	59	8
TKF	0,2695	1	0,35703	1	0,52	1	0,20798	1	0,003994	1	0,272	1	64	5
TLH	0,1451	3	0,19282	3	0,235	2	-0,1869	15	0,001375	2	0,0768	3	61	7
TZD	0,0934	10	0,12458	11	0,143	10	0,02223	9	0,000004	10	0,036	10	50	11
YAU	0,085	13	0,1265	9	0,126	13	0,01443	12	-0,000227	14	0,0283	13	52	10
YDE	0,1462	2	0,19427	2	0,231	3	0,04202	2	0,001345	3	0,0879	2	65	4
YHS	0,0923	11	0,12308	12	0,138	12	0,01738	10	-0,000038	11	0,0342	12	62	6

Tablonun incelenmesinden görüleceği gibi getiri sıralamasında önlerde yer alan yatırım fonları ile performans ölçütlerinde ilk sıralarda yer alan yatırım fonları arasında birebir örtüşme yoktur. Buradan hareketle performans ölçütlerinden herhangi birine göre hesaplama yapıp en iyi performans ölçütüne sahip olan yatırım fonuna yatırım yapılması önerisi getirilemeyeceği açıktır.

Ancak bu durum beklenmeyen bir sonuç değildir. Zira performans ölçütleri genel olarak getiri oranlarını değil, riske göre düzeltilmiş getiri oranlarını baz almaktadır. Bir başka ifadeyle yatırım fonlarına yatırım yapılmasının amacı, “her ne koşulda olursa olsun, maksimum getiri sağlamak” olmayıp, “makul bir risk düzeyinde olabildiğince yüksek getiri sağlamak” şeklinde ifade edilebilir.

Bu çerçevede değinilmesi gereken bir diğer nokta da, tekil hisse senedi yatırımı yerine yatırım fonlarına yatırım yapılmasının riski azaltma olanağı sağlamış olması mantığı yatırım fonlarında da kullanılabilecek olmasıdır. Benzer bir mantıkla birden fazla yatırım fonuna yatırım yapılması istendiğinde, performans ölçütleri yatırımcılara katkı sağlayabilecektir. Her ne kadar en yüksek getiri sağlayan yatırım fonunun belirlenmesinde performans ölçütleri yardımcı olamıyorsa da, fon sepeti oluşturulmasında yardımcı olabilecektir. Nitekim inceleme konusu yapılan yatırım fonlarının getiri ortalaması dikkate alındığında; ortalamanın üstünde getiri sağlayan yatırım fonları, performans

ölçütlerine göre yapılan sıralamada ilk yarıda yer alan yatırım fonlarıdır. Dolayısıyla performans ölçütlerine göre yapılacak tekil yatırım fonu seçimi, en yüksek getiriye elde etme olanağı sağlayamamakta, buna karşılık performans ölçütlerine göre yapılacak fon sepeti seçimi ortalamanın üstünde bir getiri sağlama olanağı verebilecektir.

Esas olarak yatırım fonlarının bireysel yatırımcılara sağlayacağı en önemli fayda, düzenli ve az riskli getiri sağlayabilme olanağıdır. Bu açıdan bir değerlendirme yapılabilmesi için getirilerde zaman içinde süreklilik olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Ancak 2015 yılında gerçekleştirilen dönüşüm nedeniyle, getirilerde süreklilik analizi yapılamamıştır. SPK tarafından getirilen yatırım fonu kurucularına ilişkin değişiklik kapsamında, bankaların kurucular arasından çıkarılması nedeniyle hisse yoğun fonların pek çoğunda dönüşüm yaşanmıştır. İnceleme dönemimizde toplam 67 hisse yoğun fon olmasına karşın çalışmamıza 15 fonun alınmasının gerekçesinin bu dönüşüm olduğu daha önce de belirtilmişti. Buradan hareketle daha sonra gerçekleştirilecek araştırmalarda getirilerin sürekliliği analizleri yapılması önerilebilir.

SONUÇ

Sermaye piyasası, fon fazlası olanlar ile fon açığı olanların karşılaştıkları ve uzun vadeli fon değişimini gerçekleştirdikleri piyasadır. Bu piyasalarda fon talep edenler, elde ettikleri fonlar karşılığında hisse senedi veya tahvil gibi borçlanma araçlarını arz ederler. Genellikle işletmeler ve kamu kesimi tarafından gerçekleştirilen bu finansal araç ihraçları birincil piyasada veya ikincil piyasada olabilmektedir.

Söz konusu finansal araçları satın alarak ellerindeki fon fazlasını fon gereksinimi içindeki ekonomik birimlere aktaranlar, finansal yatırımcı olarak adlandırılabilir. Finansal yatırımcılar sahip oldukları olanaklar ve yetenekler kapsamında bireysel yatırımcı ve kurumsal yatırımcı şeklinde ikiye ayrılır. Bireysel yatırımcılar bireysel olarak verdikleri kararlar çerçevesinde tercih ettikleri finansal araçlara birincil veya ikinci piyasalarda yatırım yapabilirler. Ancak finansal araç seçiminde gerekli olan uzmanlık bilgisi bireysel yatırımcılarda genellikle eksik olduğundan bu yatırım kararları sorunlu olabilmektedir. Buna karşılık kurumsal yatırımcılar sahip oldukları olanaklar kapsamında bu sorunlara çözüm olabilmektedirler. Kurumsal yatırımcılar istihdam ettikleri uzman personel aracılığıyla finansal yatırım kararları için gerekli olan teknik bilgi ve desteği bireysel yatırımcılara sunmaktadır.

Kurumsal yatırımcılar arasında sigorta şirketleri, emeklilik yatırım fonları, menkul kıymet yatırım fonları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları gibi yapılar sayılabilir. Türkiye’de de bu yapılar bulunmaktadır. Bu yapıların Avrupa ülkelerinde veya ABD’de olduğu kadar etkin çalışmadıkları üzerinde uzlaşılan temel tespitlerden biridir. Bu etkinlik zayıflığı, sayısal eksiklikten çok, niteliksel sorunlardan kaynaklanmaktadır. Söz konusu eksikliklerin giderilmesine yönelik olarak Türkiye sermaye piyasasında düzenleyici otorite olan SPK tarafından son yıllarda bir dizi düzenleme yapılmıştır. Söz konusu düzenlemeler kapsamında 2015 yılından itibaren tek bir platform üzerinden¹³⁴ yatırım fonu katılım belgelerinin satın alınmasıdır. Bu yasal ve kurumsal düzenleme ile

¹³⁴ Bütün kurucuların yatırım fonlarına yatırım yapılmasını sağlayan bu platform www.fonturkey.com adresinden yatırımcılara fonlar arasında karşılaştırma yapılabilmesi olanağını da sağlamaktadır.

bireysel yatırımcıların finansal yatırımlarını daha etkin bir şekilde yapabilmelerinin yolu açılmıştır. TEFAS adı verilen bu platformun faaliyete geçmesiyle birlikte, yatırım fonları arasında karşılaştırma yapılması gereksinimi artmıştır. Araştırmamızın temel motivasyonu da bu gereksinimdir.

Bu çalışmada, yatırım fonları türlerinden ve bunlardan beklenen rolden bahsedilmiştir. Elde ettiğimiz bilgilere dayanarak bir yatırım ortamı yaratmak için bir ön adım olarak sermaye piyasası çok sayıda küçük ve büyük tasarruf sahibinin yatırımcılara dönüştürülmesi için avantaj sağlar.

Yatırım fonları, her bir fonun özel hedeflerine göre özenle seçilmiş menkul kıymetleri sağlamaktadır. Yatırım fonlarının genel hedefi, özel bir menkul kıymet portföyü oluşturmak için finansal kaynaklara sahip olmayan yatırımcılara ve kaynaklara sahip, ancak deneyim ve bilgiye sahip olmayan ya da bu portföyleri yönetmek için zamanları olmayan yatırımcılardır.

Çalışmanın amacı yatırım fonlarının risk getiri ilişkisinin performans düzeylerini değerlendirmektir. Çalışmamızda, 2016 dönemini kapsayan 15 yatırım hisse senedi yoğun fonunu seçilmiştir. Haftalık olarak verilerde risksiz faizi temsil etmek (BIST) Gecelik Repo Faizleri haftalık getirileri ve piyasa endeksini temsilen BIST 100 endeksi haftalık verileri kullanılmıştır. Yatırım fonlarının performanslarının analizi için Sharpe oranı, M^2 ölçütü, Treynor indeksi, Sortino oranı, T^2 oranı ve Jensen oranı yer almaktadır, Ortaya çıkan sonuçlar yatırım fonlarını sırlamada bir biri ile uyum içerisinde olduğu tespit edilmiştir fakat getiri sıralamaya göre uyum olmadığı tespit edilmiştir.

Sharpe oranı, M^2 ölçütü, Treynor indeksi, Sortino oranı, T^2 oranı ve Jensen oranına göre Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu (TKF) en başarılı fon yani en düşük risk taşıyan fondur. Bu fon için Sharpe oranı 0,2695, M^2 oranı 0,3570, Treynor oranı 0,5197, Jensen alfası 0,0039, Sortino oranı 0,2719 ve T^2 oranı 0,2079 düzeyindedir.

15 yatırım hisse senedi yoğun fonu içinde, bütün performans ölçütleri açısından en düşük Ashmore Portföy Hisse Senedi Fonuna (ARC) aittir bu fon en başarısız fondur. Bu

fon için Sharpe oranı 0,0477, M^2 oranı 0,0641, Treynor oranı 0,0698, Jensen alfası - 0,0011, Sortino oranı 0,0009 ve T^2 oranı -0,1869 düzeyindedir.

İlk olarak incelenen dönemde Sharpe oranı, 15 yatırım hisse senedi yoğun fonunda, Sharpe oranına göre bir tane yatırım hisse senedi yoğun fonu piyasası aynı performansı göstermektedir, 7 tane yatırım hisse senedi yoğun fonu piyasa portföyüne göre yüksek performans, 7 tane yatırım hisse senedi yoğun fonu piyasa portföyüne göre düşük performans göstermektedir.

İkinci aşamada M^2 açısından da Sharpe oranına benzer bir sıralama söz konusudur.

Sharpe, M^2 ve Sortino analiz sonuçları birbirleriyle paraleldir. Bu üç yöntemde de en iyi ve en kötü performansa sahip olan fonlar benzerdir, Analizin üçüncü aşamasında Sortino.

Dördüncü aşamada sistematik riske göre Treynor oranına göre; 9 tane yatırım hisse senedi yoğun fonu piyasa portföyünden yüksek, 6 adet yatırım hisse senedi yoğun fonu ise piyasa portföyünden düşük performans göstermiştir.

Beşinci aşamada T^2 performans ölçütü diğer performans ölçümü tekniklerine göre farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bu yöntem ile 15 adet hisse senedinin tamamı gösterge endeks performansına göre başarılı fonlar olarak bulunmuştur. 15 adet yatırım hisse senedi yoğun fonu ağırlıklı yatırım fonunun başarılı olduğunu söylemek mümkündür.

Analizin sonuncu aşamasında Jensen performans ölçütü, T^2 performans ölçütünden farklı olmakla birlikte, en iyi ve en kötü performansa sahip olan hisse senedi yoğun fonlar açısından Sharpe, M^2 ve Treynor performans ölçüm teknikleri ile benzerdir.

Sharpe oranı, M^2 ölçütü, Treynor indeksi, Sortino oranı, T^2 oranı ve Jensen ölçütü kullanılarak 2016 yılında işlem görmüş, 15 adet yatırım hisse senedi yoğun fondan oluşan veri seti üzerinden risk odaklı performans değerlendirmesi sonucunda, ortalama getirisi yüksek fonların, performans ölçütlerine göre aynı başarıyı gösterdiği tespit edilmiştir.

Araştırmamızın bulguları göstermiştir ki, yatırım fonlarının getiri sıralaması ile performans ölçütleri sıralaması birebir örtüşmemektedir. Buna karşılık performans ölçütlerine göre ön sıralarda bulunan yatırım fonları piyasa ortalamasından daha iyi getiri

oranlarına sahiptir. Bu çalışmanın daha uzun dönemi kapsayacak şekilde genişletilmesi bireysel yatırımcıların yatırım fonu seçiminde daha rasyonel kararlar almalarına olanak sağlayacağı ifade edilebilir. Daha önce de belirtildiği gibi, şimdilik daha uzun zaman dilimini kapsayacak şekilde çalışma yapılması mümkün olmamıştır. 2016 yılından itibaren tam olarak hayata geçirilmiş olan yeni düzenlemelerin Türkiye yatırım fonu sektörüne önemli katkı sağlayacağı beklenmektedir. Daha sonraki yıllarda benzer çalışmalarla bu katkının beklentileri karşılayacak düzeyde ortaya çıkıp çıkmadığının araştırılması büyük önem taşımaktadır. Zira sermaye piyasalarının gelişmesinde kurumsal yatırımcıların önemi, gelişmiş ülke örneklerinde çok açık olarak görülebilmektedir. Sermaye piyasalarının gelişimi de, genel olarak ekonomik gelişmişliğe önemli katkılar sunacaktır.

KAYNAKÇA

AKEL, Tuğçe. **Yatırım Fonlarında Risk Maruz Değer Hesaplaması ve Küresel Krizin Etkileri**, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2010.

AKEL, Veli. 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**, Cilt: 22, Sayı: 2, 2007.

ANGELA, Copil, Crina. **Investment Funds In Romania**, Annals of the University of Oradea, 2014, Romania, <http://steconomiceuoradea.ro/anale/>, volume/2013/n1/065.pdf, (13/03/2017).

ARUGASLAN, Onur Ed Edwards ve Ajay Samant, Evaluating Large US-based Equity Mutual Funds Using Risk-adjusted Performance Measures, **International Journal of Commerce and Management**, 2008.

BOAHENE, Priscilla, **Evaluating The Performance Of Mutual Funds: A Case Study Of Anidaso Mutual Fund**, Yüksek Lisans Tezi, School of Business, Knust, 2015.

BODİE, Zvi. KANE, Alex ve J. MARCUS, Alan. **Essentials of Investments**, 7.baskı, McGraw-Hill International Edition, 2007.

BOUDREAUX ve SUZANNE, Empirical Analysis of International Mutual Fund Performance, **International Business & Economics Research Journal**, 2007.

BUDAK, Alparslan. FIKIRKOCA, Ekin. **Yatırım Yaparken Sorularla Türkiye Sermaye**

Piyasası, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, Şubat 2011. https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_yatirim_yaparken.pdf, (08/03/2017).

ÇELEPÇIKAY, Emine. **Türkiye’deki A Tipi Yatırım Fonlarının 2013 Yılındaki Performans Değerlendirmesi ve Sektörel Analizi**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, 2014.

CEYLAN, Ali. ve KORKMAZ, Turhan. **Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Ekin Kitapevi, Bursa, 1993.

CHRISTOPHERSON, Jon A. **Portfolio Performance Measurement and Benchmarking**, McGraw Hill Professional, 2009.

DAĞLI, Hüseyin. **Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2006.

DIETZE, Lief, O. Entrop ve M. Wilkens, The Performance of Investment Grade Corporate Bond Funds: Evidence from the European Market, **The European Journal of Finance**, 2009.

DOĞANAY, Mete M. Hisse Senedi Fonlarının Çok Kriterli Karar Yaklaşımı ile Derecelendirilmesi, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 2002.

ERDOĞAN, O. ve ÖZER, L. **Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1998.

FAMA, Components of Investment Performance, **Journal of Finance**, Vol. 27, 1972.

Finansal Piyasalar, **Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları**, Ekim 2014, <http://bizdosyalar.nevsehir.edu.tr/251e26563cc3fddabe6ce826c045b91d/spl.pdf>, (07/03/2017).

Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları, **Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları**, Şubat 2017

https://www.spl.com.tr/spl/eep/Specific/OEP/Upload/1002_Geni%C5%9F%20Kapsaml%C4%B1%20Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Mevzuat%C4%B1%20ve%20Meslek%20Kurallar%C4%B1_2017-1....pdf, (11/03/2017).

GÖKGÖZ, Elif. **Riske Maruz Değer (VaR) ve Portföy Optimizasyonu**, SPK Yayınları, Yayın No.190, Ankara, 2006.

TREYNOR, Jack. **How to Rate Management of Investment Funds**, Harvard Business Review, vol. 43, 1965.

GÖKGÖZ, Fazıl. ve GÜNEL, M. Ogan. Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performanslarının Analizi, **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2012.

GÜÇLÜ, Fatih. **Sermaye Piyasası Kurulu'nun Denetim Rolü ve Borsa İstanbul'da Bir İnceleme**, Yüksek Lisans Tezi, Karabük Üniversitesi S.B.E, Karabük, 2015.

GUPTA, Manak C. The Mutual Fund Industry and Its Comparative Performance, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 1974.

GUPTA ve RAMESH, Mutual Funds, **The Management Accountant**, 1989.

HENRIKSSON, Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation, **The Journal of Business**, 1984.

HULL, John C. **Risk Management and Financial Institutions**, 4.baskı, Wiley, 2015.

HUSTON, Elaine. The Early Managed Fund Industry: Investment Trusts in 19th Century Britain, **International Review of Financial Analysis**, vol:14, Dublin, 2005.

Investment Company Factbook, www.ici.org

IRWIN, Brown, FE, et al., **A Study of Mutual Funds: Investment Policy and Investment Company Performance** reprinted in Hsiu-kwangwer and Alan Jzakon (Ed.) **Elements of Investments**, New York: Holt, Renchart and Winston, 1965.

JENSEN, The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, **Journal of Finance**, 1968.

KARACABEY, Ali Argun. **A Tipi Yatırım Fonlarının Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi S.B.E, Ankara, 1998.

KARAN, M. Baha ve Karacabey, A. Argun. **Türkiye’de Sermaye Piyasasının Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği**, SPK, 2003.

KİDD, Deborah. **The Sortino Ratio: Investment Performance Measurement**, CFA, <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ipmn.v2012.n1.1>, (07/03/2017).

KLAPPER, Leora. SULLA, Víctor. VİTTAS, Dimitri. The Development of Mutual Funds Around the World, **Emerging Markets Review**, Washington, 2004, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1566014103000797>.pdf, (13/03/2017).

KLEMOSKY, The Bias in Composite Performance Measures, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 8, 1973.

KÖK, Dündar ve ERTUĞRUL, E. Mustafa. Türkiye’de A Tipi Yatırım Fonlarının Performansı: 2004-2013 Dönemi Analizi, **Pamukkale Üniversitesi İşletme ve Bilişim Yönetimi Dergisi**, 2015.

KORKMAZ, Turhan. ve UYGURTÜRK, Hasan. Türkiye’deki Emeklilik Fonları ile Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yetenekleri, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2008.

KÜHN, Jochen. **Optimal Risk-Return Trade-Offs of Commercial Banks: and the Suitability of Profitability Measures for Loan Portfolios**, 1.baskı, Springer-Verlag, Berlin, 2006.

LAYCOCK ve MARK, **Risk Management at the Top: A Guide to Risk and its Governance in Financial Institutions**, 2014.

LEİTE ve CORTEZ, **Conditional Performance Evaluation: Evidence from the Portuguese Mutual Fund Market**, Working Paper, University of Minho, 2006.

M. ATA, Siwal. **Türkiye’de A Tipi Yatırım Fonlarının Analizi (2000-2008 Dönemi)**, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2010.

M. Grinblatt and S. Titman, The Persistence of Mutual Fund Performance, **The Journal of Finance**, 1992.

MALKIEL, Returns From Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, **Journal of Finance**, 1995.

MAMMADOV, Elchin. **Türkiye’de A Tipi Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirilmesi**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi S.B.E, İstanbul, 2011.

MARTİN et al., Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios, **Review of Financial Studies**, 1993.

MARTY, Wolfgang. **Portfolio Analytics: An Introduction to Return and Risk Measurement**, **Springer International Publishing**, Switzerland, 2013.

MAZGİT, İsmail. **Sermaye Piyasası ve Reel Sektör İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme**, Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir, 2007.

MCDONALD, Mutual Fund Performance: Evaluation of Internationally-Diversified Portfolios, **The Journal of Finance**, 1973.

MCDONALD, Objectives and Performance of Mutual Funds 1960-1969, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 1974.

MISKHIN S. ve Frederic. **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, 9. Baskı Pearson Yayınevi, 2009.

MODIGLIANI, Franco ve MODIGLIANI, Leah. Risk-Adjusted Performance, **The Journal of Portfolio Management**, 1997.

NOULAS, John ve John, Performance of Mutual Funds, **Managerial Finance**, 2005.

ODABAŞI, Belgi. **Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: A Tipi Karma Fonlar İçin Çok Kriterli Modellerle Türkiye Uygulaması**, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2007.

OTTEN ve DENNIS, European Mutual Fund Performance, **European Financial Management**, 1999.

OTTEN ve MARK, A Comparison Between the European and the U.S. Mutual Fund Industry, **Managerial Finance**, 2002.

ÖZEK, Pelin. Yatırım Fonu Performansının Portföy Bilgileri İle İlişkili Olarak Analiz Edilmesi, **Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2014.

ÖZEROĞLU, A. İhsan. Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Gelişimi ve Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri, **Tarih Okulu Dergisi**, 2014.

REDMAN, The Performance of Global and International Mutual Funds, **Journal of Financial and Strategic Decisions**, 2000.

REILLY, Frank ve BROWN, Keith. **Investment Analysis Portfolio Management ED 7**, South-Western College Pub, 2002.

SAMARAKOON ve HASAN, Portfolio Performance Evaluation, **Social Science Research Network**, 2005.

SANCAKDAR, Canan. **Sermaye Piyasasının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi**, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi S.B.E, İzmir, 2006.

SCHOLZ ve Wilkens, **Portfolio Performance Evaluation**, 2005.

SEKHAR, G. V. Satya. **The Management of Mutual Funds**, Palgrave Macmillan, Gitam University, İndia, 2017.

SHARPE, William F. Mutual Fund Performance, **The Journal of Business**, 1966.

SOURD, Véronique Le. Performance Measurement for Traditional Investment, **EDHEC Risk and Asset Management Research Centre**, Lile-Nice, 2007.

SOYDEMİR, Selim. Kurumsa Yatırımcı Olarak Yatırım Fonları ve Ortaklıkları, **İşletme ve Finans**, 1993.

SPK, **6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu**, Madde 52, 2012.

SPK, **Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1)**, İkinci Bölüm, 2016.

SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları, Yatırım Fonları**, Ankara, Haziran 2016.

TEMİZE, Fatih ve BAYÇELEBİ, B. Ece. Yatırım Fonu Performans Değerlemesinde Güncel Yaklaşımlar Ve Tefas Sonrası Dönem İçin Türkiye Önerisi, **Uluslararası İşletme ve Yönetim Dergisi**, 2015.

TREYNOR ve MAZUY, Can Mutual Funds Outguess The Markets, **Harvard Business Review**, Vol. 44, 1966.

TREYNOR, Jack. How to Rate Management of Investment Funds, **Harvard Business Review**, vol. 43, 1965.

TURAL, A. Orçun. **Türkiye’deki A ve B Tipi Yatırım Fonlarının 2004-2010 Yılları Arasındaki Performans Değerlendirmesi**, Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2011.

UÇAR, Demirkan. **Sermaye Piyasaları ve Türkiye’deki Uygulamaları**, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu, Yayın Nr: 198/229, Başbakanlık Basımevi. Ankara, 1981.

ÜNAL, Targan. **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1995.

ÜNGİR, **Kerem**. **2008-2012 Dönemi Arası Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performans Analizi: Bir Uygulama**, Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.

URAL. Mert, **Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi**, DetayYayıncılık, Ankara, 2010.

WILEY, John ve Sons. **Investment Performance Measurement**, Feibel, B. J. 2003.

WILLIAMSON, Measurement and Forecasting of Mutual Fund Performance: Choosing an Investment Strategy, **Financial Analysts Journal**, Vol. 28, 1972.

YILDIZ, Ayşe. **A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının İMKB ve Fon Endeksi Bazında Değerlendirilmesi**, Muğla Üniversitesi SBE Dergisi, 2005

