

Türkiye’de A Tipi Yatırım Fonlarının Performansı: 2004-2013 Dönemi Analizi

Performance of Type A mutual funds in Turkey: Analysis of 2004-2013 period

Dündar KÖK ^{1*}

Mustafa Ertuğrul ERİKÇİ ²

¹ Pamukkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Denizli. dkok@pau.edu.tr

² T.C. Ziraat Bankası A.Ş., Bireysel Müşteri İlişkileri Yetkilisi, Denizli. ertugrulerikci@gmail.com

* Yazılan Yazar/Corresponding author

Geliş Tarihi/Received: 03.11.2015, Kabul Tarihi/Accepted: 22.12.2015

doi: 10.5505/pibyd.2015.99609

Özet

Temel amacı Türkiye’de işlem gören A tipi yatırım fonlarının performanslarını belirleyerek hangi tür yatırım fonunun daha kârlı bir yatırım aracı olduğunu tespit etmek olan bu çalışmada, Türkiye’de işlem görmekte olan 44 adet A tipi yatırım fonunun 2004-2013 periyodundaki verileri değerlendirilmiştir. Örneklem kapsamındaki yatırım fonlarının dağılımı 22 adet A tipi değişken fon, 7 adet A tipi endeks fon, 7 adet A tipi hisse senedi fonu ve 8 adet A tipi karma fon şeklindedir. Uygulama kısmında ilk olarak yatırım fonlarının göstermiş oldukları performanslar açısından farklılık olup olmadığı araştırılmıştır. Daha sonra da yatırım fonlarının göstermiş oldukları performansın BIST100 performansına göre ne kadar başarılı olduğu araştırılmıştır. Performans değerlendirmesi yapılırken Ortalama Getiri, Sharpe ve Treynor Endeksleri, Jensen Alfa’sı, M2 ve T2 yaklaşımları kullanılmıştır. Çalışma sonucunda A tipi yatırım fonlarının genel itibarıyla bünyesinde hisse senedi de barındırması nedeniyle performans ve getirilerinin, piyasa getirisindeki (BIST100) dalgalanmalardan doğrudan etkilendiği belirlenmiştir. Buna göre piyasa getirilerine en duyarlı fonlar diğer fon türlerine göre endeks fonlardır. Tersî şekilde duyarlılığı en düşük fon türü ise karma fonlardır.

Anahtar kelimeler: Yatırım fonları, Risk, Getiri, Performans değerlendirme.

JEL kodları: G11, D53.

Abstract

The main purpose of this study is to measure the development and performance of A type mutual funds that is processed in Turkey and to determine which funds are more profitable after those measures. In this study, the data of 44 A type mutual funds which is processed in Turkey had been examined between the periods of 2004-2013. The distribution of the mutual funds are 22 A type variable funds, 7 A type index funds, 7 A type stock funds and 8 A type composite funds. First of all, it had been investigated as whether there is a difference or not in terms of performances shown by mutual funds. Afterwards, the amount of success compared with mutual funds to the BIST100 performance had been examined. During the rehearsal evaluation, the indexes of Average Return, Sharpe, Treynor and Jensen had been prepared. A type of mutual funds, stocks in general as well as on-site performance and returns is hosting, has been shown to be directly affected by fluctuations in market returns (BIST100). In addition to, in comparisons depending on the type of fund, beta values significantly differ from the others. Accordingly, index funds are the most sensitive to market returns than other types of funds. In contrast, the mixed fund’s sensitivity to market returns is very low.

Keywords: Mutual funds, Risk, Return, Performance evaluation.

JEL codes: G11, D53.

1. GİRİŞ

Yatırım fonları, hisseler satarak küçük yatırımcıların kaynaklarının toplandığı ve getirilerle yeni menkul kıymetlerin alındığı finansal araçlardır (Mishkin, 2000: 330). Bu anlamda yatırım fonları, küçük tasarruf sahiplerinden katılma belgeleri karşılığında topladıkları paralarla, belirli amaçlar doğrultusunda çeşitlendirilmiş menkul kıymetlerle bir portföy oluşturan mal varlıkları olarak tanımlanabilir. Tüzel kişiliği bulunmayan yatırım fonları, inançlı mülkiyet esasına dayanarak menkul kıymet portföyü oluşturup bu portföyü, katılma belgesi sahibi adına ve fon içtüzüğüne göre en verimli biçimde yöneten; güvenilir kişi veya kişilerle yönetim ilişkisine dayanan ve menkul kıymetler portföyünü ortakları adına ve fon sözleşmesine göre yöneten uzman finansal kuruluşlardır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 467; Ural, 2010: 7).

Bireysel yatırımcıların finansal piyasalarda tasarruflarını değerlendirmesi uzmanlık, bilgi ve deneyim gerektirmektedir. Böyle bir ortamda profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen yatırım fonları, bireysel yatırımcıların tasarruflarının, risk ve getiri beklentisine uygun alternatifler arasından en uygun kombinasyonla değerlendirilmesi bakımından diğer finansal varlıklardan görece avantajlı bir yatırım aracıdır. Yatırım fonlarının performans değerlendirmesi, gerek bireysel ve kurumsal yatırımcılar için öncü gösterge olması gerekse yatırım fonlarının yönetim başarısının ortaya konmasında önemli bir kriter olması açılarından akademik anlamda en dikkat çekici konulardan biri olagelmıştır.

Bu çalışmada, Türkiye'de 2004-2013 döneminde kesintisiz faaliyet gösteren toplam 44 yatırım fonunun literatürde belirlenmiş temel performans göstergeleri bakımından analizinin yapılması amaçlanmıştır.

2. YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ÖLÇÜMÜNE İLİŞKİN SEÇİLİ LİTERATÜR

Yatırım fonlarının performansını hangi kriterlerin belirlediği, fonların performanslarını farklılaştıran faktörlerin neler olduğu, yatırım fonlarının geçmiş performanslarının gelecekteki performansları hakkında ne kadar bilgi taşıdığı konuları, akademisyenlerin ve uzman yatırımcıların hemen her dönem ilgisini çekmiştir. Bu doğrultuda yatırım fonları ve portföylerin performansının ölçülmesi ve devamlılığının analizine yönelik birçok çalışma mevcuttur.

Treynor (1965), Sharpe (1966) ve Jensen (1968) tarafından yapılan çalışmalar, klasik anlamda portföy performans ölçütlerinin geliştirildiği ilk çalışmalar olması bakımından öncü çalışmalardır.

Treynor (1965), çalışmasında Modern Portföy Teorisi ve Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli kullanarak sonradan kendi adıyla anılacak olan - reward to volatility - , toplam risk yerine sistematik riski dikkate alan kendine özgü bir endeks model geliştirmiştir. *Sharpe (1966)* ise 1954-1963 periyodunda işlem gören 34 açık uçlu yatırım fonunun performansını, hem kendi geliştirdiği, Sharpe endeksi adıyla anılan, performansı toplam riski dikkate alarak ölçen farklı bir ölçüt aracılığıyla hem de Treynor endeksiyle ölçmüş, sonuçta 23 yatırım fonunun piyasa gösterge endeksi olarak alınan "Dow Jones Endeksi" performansından daha düşük seviyede kaldığını belirlemiştir. Bu düşük performansın devamlılık içerdiğini tespit eden Sharpe, eğer geçmiş 10 yıllık performansın gelecek 10 yıllık performans için de bir gösterge olacağı düşünülürse, geçmişte kazandıran bir fonun gelecekte de

kazandırabileceğini savunmuştur. *Jensen de (1968)*, 1945-1964 yılları arasında faaliyet gösteren 115 adet yatırım fonunun yıllık verilerini kullanarak yatırım fonlarının performansını ve fon yöneticilerinin seçicilik kabiliyetlerini ölçmüştür.

Yapılan bu ilk çalışmalar, genel itibariyle yatırım fonlarının piyasanın altında performans gösterdiği sonucunu vermiştir. Ancak yatırım fonları tek tek incelendiğinde bazı fonların piyasanın üzerinde performans gösterdiği görülmüştür. Yatırım fonu yöneticilerinin seçicilik kabiliyetlerinin ise başarısız olduğu tespit edilmiştir. Jensen ayrıca performans ölçümünde karşılaşılan problemlere değinmiş, Alfa değerinin uzun dönemli performans devamlılığını ölçmede iyi sonuçlar verdiğini ancak kısa dönemli analizlerde başarısız olduğunu belirtmiştir.

Bu temel çalışmalarda ortaya çıkan ve geliştirilen Sharpe, Treynor ve Jensen performans ölçütleri, daha sonraki yıllarda yatırım fonlarının performans ölçümüne ilişkin birçok çalışmada temel ölçüt olarak kullanılmıştır. Yatırım fonlarının performansının incelendiği çalışmalar ve bu çalışmalar sonucu elde edilen temel bulgular aşağıda verilmiştir:

Dahlquist, Engström ve Soderlind (2000), 1993-1997 yılları arasında işlem görmüş 210 adet yatırım fonunun performansını, fon getirileri ve çeşitli karşılaştırma ölçütlerinin doğrusal regresyonu sonrası elde edilen alfa katsayısı ile ölçtükleri çalışmada, yatırım fonlarının piyasa performansına göre üstün performans göstermediği; *Giles, Wilsdon ve Worboys (2002)*, 1981-2001 yılları arasında işlem görmüş 508 adet fonun performans devamlılığını inceledikleri çalışmalarında hisse senedi yatırım fonlarının performansının çok yüksek ve istatistiki olarak anlamlı olduğu, ayrıca fonların büyük bir kısmının performans devamlılığı gösterdiği; *Ibbotson ve Patel (2002)*, 1978-1999 döneminde faaliyet gösteren hisse senedi yatırım fonlarının yatırım biçimlerini baz alarak bir yıllık dönemler halinde fon performansının devamlılığını araştırdıkları çalışmada, geçmişte iyi performans gösteren yatırım fonlarının gelecek dönemlerde de iyi performans sergiledikleri; *Papadamou ve Siriopoulos (2004)*, Avrupa'da işlem gören 19 hisse senedi fonunun 1996-2001 yılları arasındaki performansını Sharpe, Treynor ve Jensen endekslerini kullanarak ölçtükleri çalışmada kısa vadede yüksek performans gösteren yatırım fonlarının bir sonraki dönemde de yüksek performans sergilediği, ancak buna rağmen performanslarının piyasa gösterge endeksi değerinin altında kaldığı; *Jan ve Hung (2004)*, 1961-2000 döneminde işlem görmüş, hayatta kalma eğilimleri dikkate alınarak seçilen 3.316 adet yatırım fonunun performanslarının kısa ve uzun dönemde devamlılık gösterip göstermediğini test ettikleri çalışmalarında, kısa ve uzun dönemde güçlü performans gösteren yatırım fonlarının, kısa ve uzun dönemde zayıf performans gösteren fonlardan daha yüksek bir performans sergilediği, dolayısıyla yatırım fonu performansının kısa ve uzun dönemde devamlılık gösterdiği sonuçlarına ulaşılmıştır.

Öte yandan yatırım fonlarının performans ölçümüne ilişkin ülkemizde de dikkat çeken birçok çalışmanın varlığı bilinmektedir. *Karatepe ve Karacabey (2000)*, 1997-1999 döneminde işlem gören 9 adet; *Gürsoy ve Erzurumlu (2001)*, 1998-2000 döneminde işlem gören 132 adet; *Arslan (2005)*, 2002-2005 döneminde faaliyet gösteren 45 adet A tipi; *Karatepe ve Gökğöz (2007)*, 2001-2002 döneminde işlem görmüş 15 adet A tipi; *Omağ (2010)*, 2000-2008 döneminde A ve B tipi; *Ata (2010)*, 2000-2008 döneminde faaliyet göstermiş 24 adet A tipi; *Tural (2011)*, 2004-2010 periyodunda işlem gören 53 adet A tipi ve 57 adet B tipi olmak üzere 110 adet;

Mammadov (2011) 2008-2010 periyodunda işlem gören 54 adet A tipi; Gökgez ve Günel (2012) ise 2008-2009 periyodunda faaliyet gösteren 30 adet yatırım fonunun performanslarını, çeşitli performans kriterleri bağlamında değerlendirdikleri çalışmalarında, fonların piyasadan daha düşük performans gösterdiği genel bulgusuna ve genel olarak performanslarda devamlılık probleminin varlığına işaret etmişlerdir.

Bununla birlikte farklı bulguların da raporlandığı birçok çalışma mevcuttur. Örneğin Güçlü (2007) tarafından, 2002-2006 periyodunda işlem görmüş farklı türlerdeki 138 adet yatırım fonu üzerinde yapılan inceleme sonucunda, yatırım fonlarının özellikle Treynor ve Sharpe performans oranlarına göre yüksek başarı gösterdiği, IMKB100 endeksine göre ise kimi zaman başarılı kimi zaman başarısız oldukları, ayrıca fonların geçmiş performanslarına bakılarak devamlı aynı performansı gösteremediği bulgularına ulaşılmıştır. Ancak fon türleri içinde her zaman daha iyi performans gösteren fonların bulunduğu da tespit edilmiştir. Bu ölçümlerin portföy yöneticisinin geçmiş dönemdeki başarısı hakkında bilgi verirken gelecek dönemdeki başarısına da ışık tuttuğu savunulmuştur. Akel (2007)'in yaptığı bir çalışmada, 2000-2004 döneminde işlem görmüş 51 adet A tipi ve 51 adet B tipi yatırım fonunun hayatta kalma eğilimleri dikkate alınarak incelenen performans verilerinden, A tipi fon yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlaması kabiliyetine sahip olmadığı, B tipi fon yöneticilerinin ise sadece seçicilik kabiliyetine sahip oldukları bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca A tipi fonları sadece kısa dönemde göreceli ve mutlak performans devamlılığına sahipken, B tipi fonların her iki dönemde de hem göreceli hem de mutlak performans devamlılığı gösterdiği belirlenmiştir. Şahin (2008), 2005-2008 döneminde işlem gören 60 adet yatırım fonunun performanslarının piyasa portföyünün performansına göre ne seviyede olduğunu araştırdığı çalışma sonucunda, 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 sergilediğini raporlamıştır. Teker, Karakurum ve Tav (2008), 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 taşınmış oldukları riskin çok fazla olduğu savunulmuştur. Korkmaz ve Uygurtürk (2009) ise, 2006-2009 yılları arasında işlem gören 12 yatırım fonunun performansını inceledikleri çalışma sonuçlarına göre; genel olarak A tipi hisse senedi yatırım fonları ile emeklilik yatırım fonlarının performansının birbirine yakın olduğunu, analiz döneminde portföy yöneticilerinin piyasa zamanlaması stratejisinde başarı gösteremediklerini tespit etmişlerdir. Son olarak Yolsal (2012), 2009-2012 yıllarında işlem görmüş 20 adet A tipi yatırım fonunun günlük getirileri üzerinden yaptığı performans incelemesi sonucunda, 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.

3. A TİPİ YATIRIM FONLARININ 2004-2013 DÖNEMİ PERFORMANS ANALİZİ

Bu çalışmada Türkiye'de faaliyet gösteren A tipi yatırım fonlarının getiri performansının değerlendirilmesi, fon türlerine göre performans farklılığının olup olmadığının tespit edilmesi ve piyasanın getiri performansına göre karşılaştırılması amaçlanmıştır. Performans değerlendirmesinden kasıt, yatırım fonlarını önce portföy dağılımlarına göre dahil oldukları

fon grubu içerisinde kendi aralarında, daha sonra da piyasa getirisi ile kıyaslayarak sıralamaktır. Bu amaç doğrultusunda, belirlenmiş performans ölçüm yöntemlerine göre gerekli hesaplamalar yapılarak yatırım fonlarının performansı değerlendirilmiş ve başarı durumlarına göre bir performans sıralamasına tabi tutulmuştur.

Çalışma kapsamına Ocak 2004 – Aralık 2013 periyodunda Türkiye'de faaliyet gösteren A tipi yatırım fonları dahil edilmiştir. Bu periyotta kesintisiz faaliyette bulunan, başka bir fon ile birleşmeyen, başka bir fon tarafından devralınmayan, tasfiye durumunda olmayan eksiksiz verilere sahip 44 adet A tipi yatırım fonu belirlenmiştir. Uygulama kapsamındaki A tipi yatırım fonlarının 22 adeti değişken fon, 7 adeti endeks fon, 7 adeti hisse senedi fonu ve 8 adeti de karma fon niteliğindedir.

3.1. Çalışmanın Hipotezi, Kullanılan Veriler ve Hesaplanması

Çalışmanın ana hipotezi; *"A tipi yatırım fonlarının göstermiş olduğu getiri performansı ve performans ölçütleri, fon türüne göre farklılık göstermektedir."* şeklinde oluşturulmuştur.

Uygulamada kullanılacak olan yatırım fonu aylık getirisi, piyasa gösterge endeksi, risksiz getiri ve ölçüm kriterlerinin hesaplanışına ilişkin yöntemler ve formüller aşağıda açıklanmıştır:

Yatırım Fonu Aylık Getirisi; uygulama kapsamındaki yatırım fonlarının ay sonu birim pay değerleri üzerinden hesaplanmıştır. Yatırım fonlarının ay sonu birim pay değerleri Sermaye Piyasası Kurulu'nun internet sitesinden temin edilmiştir.

Elde edilen ay sonu birim pay değerleri aşağıdaki formülde yerine konularak, her bir yatırım fonunun 2004-2013 yılları arasındaki 120 ay boyunca sağlamış olduğu getirileri aylık olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Gösterge Endeksi; BIST100 endeksi verileri kullanılarak hesaplanmıştır. Çalışmada BIST100 endeksinin ay sonu getiri endeksi değerleri Borsa İstanbul'un internet sitesinden temin edilmiştir. BIST100 aylık getirileri de yatırım fonlarının getirilerinin hesaplandığı yöntemle bulunmuş ve aşağıdaki formül uygulanmıştır.

Risksiz Getiri; genellikle yatırım fonlarının yapısına uygun veriler kullanılarak hesaplanmaktadır. Genel kabul görmüş veri (3 aylık) 91 günlük hazine bonosu getirisidir. Bu veriler de Borsa İstanbul'un internet sitesinden temin edilmiştir. 91 günlük hazine bonosuna ait ay sonu performans endeksi verileri kullanılarak, yine aynı formül üzerinden hazine bonosunun getiri oranları hesaplanmıştır.

Aylık getiriler üzerinden de ortalama hesabı yapılarak yıllık ve 10 yıllık getiriler hesaplanmıştır.

Elde edilen bu veriler üzerinden yapılacak ilk çalışma tarih ve tür bazında fonlara ait risk kriterleri ve ortalama getiriler arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığının, farklılık varsa ne düzeyde ve hangi kriterlere göre olduğunun tespit edilmesi olacaktır.

İkinci aşamada ise bütün veriler üzerinden Sharpe, Treynor ve Jensen ölçütleri kullanılarak performans analizi yapılırken, fonlar hem genel olarak hem de kendi türleri arasında değişken fon, hisse senedi fonu, endeks fon, karma fon olarak ayrı ayrı değerlendirilecektir. Yatırım fonlarına ait elde edilen bu veriler piyasanın göstermiş olduğu performans ile

karşılaştırılarak piyasaya göre ne kadar karlı ve ne kadar istikrarlı olduğu da görülmüş olacaktır.

Tablo 1. Kullanılan Verilere İlişkin Hesaplama Yöntemleri

Ölçüm Kriteri	Hesaplama	Notasyon
Beta	$\beta = \frac{COV_{m,r}}{\sigma_m^2}$	β : Beta katsayısı $COV_{m,r}$: Varlık getirisi ile piyasa getirisinin kovaryansı σ_m^2 : Piyasa getirisinin varyansı
Sharpe	$S_p = \frac{r_{pt} - r_{ft}}{\sigma_p}$	S_p = Sharpe oranı ölçütü ; r_{pt} = Portföyün getirisi r_{ft} = Risksiz faiz oranı ; σ_p = Toplam portföy riski
Treynor	$T_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$	T_p = Treynor oranı ; r_p = Portföyün getirisi r_f = Risksiz faiz oranı ; β_p = Portföyün betası
Jensen	$E(R_p) = R_f + \beta_p(E(R_m) - R_f)$	$E(R_p)$ = Portföyün beklenen getirisi R_f = Risksiz faiz oranı β_p = Portföyün betası $E(R_m)$ =Piyasanın beklenen getirisi
M ²	$M^2 = R_f + \left[\frac{R_a - R_f}{\sigma_a} \right] \times \sigma_m = R_f + [Sharpe Oranı \times \sigma_m]$	R_f = Risksiz faiz oranı R_a = Portföyün beklenen getirisi σ_a = Portföyün standart sapması σ_m = Piyasanın std. sapması
T ²	$T^2 = Treynor\ Endeksi - (R_m - R_f)$	R_m = Piyasanın beklenen getirisi R_f = Risksiz faiz oranı
Yatırım Fonu Aylık Getirisi	$r_a = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$	r_a Yatırım fonunun aylık getirisi V_t Yatırım fonunun ay sonu pay değeri V_{t-1} Yatırım fonunun bir önceki ay sonu pay değeri
Piyasa Gösterge Endeksi	$r_m = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$	r_m PGE aylık getirisi V_t PGE ay sonu kapanış getiri endeksi V_{t-1} PGE bir önceki ay sonu kapanış getiri endeksi
Risksiz Getiri	$r_f = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$	r_f Risksiz aylık getiri V_t Risksiz getiri ay sonu kapanış performans endeksi V_{t-1} Risksiz getiri bir önceki ay sonu kapanış performans endeksi

3.3. Yatırım Fonu Getirileri ve Risk Düzeylerine İlişkin Analiz ve Bulgular

22 adet değişken, 7 adet endeks, 7 adet hisse senedi ve 8 adet karma olmak üzere toplamda 44 adet A tipi yatırım fonunun incelendiği çalışmaya ait temel tanımsal istatistikler Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2'ye göre değişken fonların 2004-2013 yılı getirileri dikkate alındığında ortalama getiri %0,84 olarak tespit edilmiş olup riski de 0,0207'dir. Fonlar arasında 10 yıllık ortalamaya göre en düşük Sharpe oranı -0,0122 en düşük Jensen alfası -0,0047 ve en düşük M² oranı 0,0064 ile değişken fonlara aittir. Yatırım fonları ayrı ayrı incelendiğinde genel itibariyle en yüksek getiriye elde eden fonlar değişken fonlar olsa da araştırmada kullanılan değişken fon sayısının diğer fon türlerine göre daha fazla olması değişken fonların ortalama getirisini düşürücü bir etki yaratmaktadır.

Endeks fonların 10 yıllık ortalama getirisi ise %1,21'dir. Riski 0,0310 olan endeks fonların fon türleri arasında en riskli grup olduğunu söylenebilir. Ayrıca endeks fonların beta katsayısı 0,9325 ile piyasaya çok yakın değer almıştır. Piyasa getirisindeki değişimlerden en çok endeks fonlar etkilenmektedir. Fonlar arasında 10 yıllık ortalamaya göre en düşük Treynor oranı -0,0021 ve en düşük T² oranı -0,0086 ile endeks fonlara aittir.

Tablo 2. Yatırım Fonlarına İlişkin Tanımsal İstatistikler

Tanımsal İstatistikler								
Tür Kodu	Fon Sayısı		En Küçük Değer	En Büyük Değer	Ortalama Değer	Std. Sapma	Çarpıklık	Baskılık
DEĞİŞKEN FON	22	Fonun Ort. Getirisi	-5,09%	10,12%	0,84%	0,0207	-0,0405	1,5553
		Beta Katsayısı	0,0103	1,2804	0,5442	0,2201	0,5448	0,3261
		Sharpe Oranı	-0,8630	0,8639	-0,0122	0,3676	-0,0964	-0,6334
		Treynor Oranı	-0,1323	0,8389	-0,0014	0,0719	7,1393	84,9585
		Jensen Alfası	-0,0380	0,0398	-0,0047	0,0092	0,1065	3,0744
		M ² Oranı	-0,0993	0,0909	0,0064	0,0347	-0,6706	0,7027
		T ² Oranı	-0,1194	0,8520	-0,0080	0,0626	11,8592	164,2311
ENDEKS FON	7	Fonun Ort. Getirisi	-5,38%	7,87%	1,21%	0,0310	-0,4410	-0,5172
		Beta Katsayısı	-0,0914	1,2208	0,9325	0,1834	-2,7972	13,5648
		Sharpe Oranı	-0,6536	0,7423	0,0536	0,3567	-0,1904	-1,1344
		Treynor Oranı	-0,2271	0,0964	-0,0021	0,0462	-1,9301	7,4760
		Jensen Alfası	-0,0335	0,0297	-0,0039	0,0097	0,1832	4,8848
		M ² Oranı	-0,0719	0,0794	0,0114	0,0324	-0,6125	-0,0070
		T ² Oranı	-0,2593	0,0411	-0,0086	0,0335	-6,3307	47,0457
HİSSE SENEDİ FONU	7	Fonun Ort. Getirisi	-4,54%	6,83%	1,25%	0,0258	-0,2723	-0,3276
		Beta Katsayısı	0,1033	1,1086	0,7307	0,1836	-0,5595	0,8077
		Sharpe Oranı	-0,7074	0,8273	0,0587	0,3753	-0,0956	-0,8805
		Treynor Oranı	-0,1011	0,0893	0,0018	0,0403	-0,5001	0,1714
		Jensen Alfası	-0,0228	0,0206	-0,0021	0,0086	-0,0918	-0,0717
		M ² Oranı	-0,0655	0,0875	0,0125	0,0335	-0,3375	-0,0908
		T ² Oranı	-0,1197	0,0340	-0,0047	0,0193	-3,1833	17,7525
KARMA FON	8	Fonun Ort. Getirisi	-3,40%	3,96%	0,92%	0,0140	-0,6041	0,1715
		Beta Katsayısı	0,1108	0,7967	0,4077	0,1398	0,4812	0,2723
		Sharpe Oranı	-0,7547	1,3612	0,0280	0,3757	0,4743	0,8241
		Treynor Oranı	-0,1140	0,1639	0,0008	0,0420	0,3906	2,7972
		Jensen Alfası	-0,0217	0,0203	-0,0027	0,0067	-0,0080	1,7018
		M ² Oranı	-0,0851	0,1381	0,0103	0,0344	0,1573	2,1411
		T ² Oranı	-0,0516	0,1086	-0,0057	0,0208	2,0324	10,8975

Hisse senedi fonlarının ortalama getirisi %1,25 olup riski 0,0258'dir. Fonlar arasındaki 10 yıllık ortalamaya göre en yüksek Sharpe oranı 0,0587 en yüksek Treynor oranı 0,0018 en yüksek Jensen alfası -0,0021 en yüksek M² oranı 0,0125 ve en yüksek T² oranı -0,0047 ile hisse senedi fonlarına aittir.

Karma fonların ortalama getirisi %0,92 ile diğer fon türlerinin gerisinde kalmış olup riski de 0,0140 olarak hesaplanmıştır. Karma fonlar 0,4077 beta katsayısı ile piyasadaki değişimlere karşı duyarlılığı en az olan fon türüdür.

Teker, Karakurum, Tav (2008), Şahin (2008) ve Yolsal (2012) çalışmalarında olduğu gibi bu çalışmada da A tipi yatırım fonlarının elde ettikleri ortalama getiriye karşılık taşıdıkları risk düzeyinin çok yüksek olduğu görülmektedir.

3.3.1. Fon Türü Bazında Ortalama Getiri ve Risk Düzeyi Analizi

A tipi yatırım fonlarının fon türlerine göre 10 yıllık genel ortalamalar üzerinden getirilerinin ve risk düzeylerinin analizine ilişkin veriler aşağıda sunulmuştur:

Tablo 3. Fon Türü Bazında Ortalama Getiriler ve Risk Düzeyleri

FON TÜRÜ	Ort. Getirisi	Beta	Sharpe	Treynor	Jensen	M ²	T ²
DEĞİŞKEN FON	0,84%	0,5442	-0,0122	-0,0014	-0,0047	0,0064	-0,0080
ENDEKS FON	1,21%	0,9325	0,0536	-0,0021	-0,0039	0,0114	-0,0086
HİSSE SENEDİ FONU	1,25%	0,7307	0,0587	0,0018	-0,0021	0,0125	-0,0047
KARMA FON	0,92%	0,4077	0,0280	0,0008	-0,0027	0,0103	-0,0057

Sistemik riskin ölçütü olan Beta katsayısı, pazar portföyünün getiri oranlarında meydana gelen değişimlerle, menkul kıymetlerin getirilerinde meydana gelen değişimler arasındaki ilişkiyi ortaya koyarak, aslında bir menkul kıymetin getirisini, piyasa getirisi ile karşılaştırmaktadır (Başoğlu vd., 2001: 238). Örneklem betaları bu açıdan ele alındığında, bütün fon türlerinin piyasaya uyum noktasında performanslarının düşük kalmakla birlikte, piyasa getirisiyle en uyumlu fon türünün, doğal olarak endeks fonlar olduğu (0.9325) görülmektedir. Endeks fonlar, bilindiği gibi portföyün en az %80'i devamlı olarak SPK tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısmından oluşan fonlardır (Bolak, 2001: 118).

Piyasadaki genel değişmeye ilişkin beklentilere bağlı olarak, menkul kıymet seçiminde beta katsayılarından yararlanmak mümkündür. Gelecek dönem piyasada bir yükselme bekleniyorsa, en yüksek beta değerlerini taşıyan menkul kıymetler, piyasada bir düşme bekleniyorsa en küçük, mümkünse negatif beta değerini taşıyan menkul kıymetler seçilmelidir (Bolak, 2001: 262). Örneklem betaları bu açıdan ele alındığında ise piyasanın düşeceği beklentisinin hakim olduğu şartlarda piyasayla ilişkisi görece düşük betayla nitelenen (0.4007) karma fon tercihinin daha akılcı bir yatırım seçeneği olduğu görülecektir.

Sharpe'ın "risk priminin toplam riske oranı" biçiminde ifade ettiği performans endeksi, portföyün veya menkul kıymetin sahip olduğu toplam riskine göre yatırımcıların risksiz faiz oranı üzerinden talep ettiği ek getiriye gösterir (Sharpe, 1966: 119-138). Bu oran ne kadar yüksek ise, portföyün performansı da o oranda yüksektir. Ancak değerlendirmenin anlamlı olabilmesi için, diğer portföylerle veya piyasa portföyü ile bir karşılaştırma yapılması gerekmektedir (Usta, 2008: 369). Daha yüksek Sharpe ölçütü yöneticinin başarısını

gösterirken düşük ölçüt ise başarısızlığını ortaya koymaktadır (Karan, 2001: 673). Örneklem Sharpe oranlarına bu açıdan bakıldığında son derece düşük oranların söz konusu olduğu, dolayısıyla bir birimlik ilave riske karşı getiri oralarının önemli ölçüde düşük kaldığını gözlemek mümkündür.

Diğer bir performans ölçütü olan Treynor endeksi, ölçüsü beta katsayısı olan ve her bir birim sistematik riske karşılık gelen getiriyi ölçen bir orandır. Yüksek bir Treynor endeksi, fonun üstlendiği bir birimlik riske karşılık daha fazla ek getiri sağlandığı anlamına gelmektedir (Treynor, 1965: 69-87). Treynor oranı ne kadar yüksek olursa portföyün de o kadar başarılı olması beklenir. Örneklem oranları, bütün fon türleri için geçerli olmak üzere, diğer performans oranlarıyla da uyumlu şekilde son derece düşük oranları işaret etmektedir. Bu açıdan 10 yıllık örneklem ortalamaları bağlamında portföy performansının bu kriter açısından başarısız görüldüğü ifade edilebilir.

Bir diğer performans kriteri olan Jensen Alfası, portföy performansını portföyün ortalama getirisinin Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu'ndan sapma derecesiyle ölçmüştür. Bu yöntemin amacı, gerçekleşen riske göre bir portföyün beklenen getirisini hesaplayarak o dönemdeki gerçekleşen getirisi ile karşılaştırmaktır. A ve B gibi iki portföy olduğu varsayıldığında sadece bunlardan hangisinin üstün olduğu değil, aynı zamanda her ikisinin de mutlak bir ölçüte göre performansının ne olduğu belirlenmek durumundadır. Bu mutlak ölçüte Jensen Alfası adı verilmektedir. Jensen Alfası, bir portföyün getirisi ile gerçekleşen risk seviyesinde Finansal Varlık Fiyatlama Modeli'nin o portföy için tahmin ettiği getiriyi kıyaslamaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 562). Tespit edilen alfa değeri, portföy yöneticisinin menkul kıymet veya portföy fiyatlarını tahmin edebilme yeteneği varsa pozitif, yoksa negatif değer alır. Değer negatif olursa bu portföy yöneticisinin tahmin yeteneğinin ve performansının düşük olduğunu gösterir. Örneklem alfa değerlerinin bütün fon türleri bakımından negatif değer aldıkları görülmektedir. Bu bulgu, seçili yatırım fonu portföylerinin 10 yıllık ortalamalarının, beklenen performans düzeylerinden uzakta değerler aldığına işaret etmektedir.

Örneklemenin performans değerlerinin saptanmasında kullanılan bir diğer performans ölçütü olan M² yaklaşımı, portföylerin performans sıralamasında Sharpe oranı ile aynı sonuçları vermekte ancak daha kolay anlaşılabilir ve yorumlanmaktadır. Sharpe oranında olduğu gibi M² performans ölçütü de risk ölçütü olarak toplam riski dikkate almakta fakat karşılaştırma ölçütüne (benchmark) göre portföy getirilerinin performanslarını yorumlamak daha kolay olmaktadır. Karşılaştırma ölçütü olarak genellikle borsa ya da sektör endeks getirileri kullanılmaktadır (Ural, 2010: 44). Portföye risksiz menkul kıymetleri ekleyerek risk düzeltmesi yapan T² performans ölçütü de Treynor oranını yüzde getiri şekline dönüştürmektedir (Ural, 2010: 46). Gerek M², gerek T² ölçütleri açısından örneklem değerlerin düşük performans değerlerini işaret ettiği Tablo 3'ten takip edilebilmektedir.

3.3.2. Fon Türü Bazında Ortalamalar Arası Fark Analizleri

Örneklem kapsamındaki yatırım fonlarının fon türü bazında ortalamalar arası fark analizi sonuçları Tablo 4'te raporlanmıştır.

Tablo 4. Fon Türü Bazında Ortalama Getiri ve Risk Düzeyi Farklılık Analizi

Kriterler	F İstatistik Değeri	Anlamlılık
Ortalama Getiri	0.870	0.457
Beta	108.383	0.0001
Sharpe	1.013	0.387
Treynor	0.082	0.970
Jensen	2.063	0.104
M ²	0.818	0.484
T ²	0.126	0.945

Fon türlerinin beta katsayılarına yönelik yapılan analizde, betaların tüm fon türlerine göre farklılaştığı görülmektedir. Tablo 3'te raporlanan fonlara ilişkin ortalama getiri ve risk düzeylerine bakıldığında; en yüksek beta katsayısının 0,9325 ile endeks fonlara ait olduğu görülecektir. Hisse senedi fonu beta katsayısı 0,7307 değişken fon beta katsayısı ise 0,5442'dir. En düşük beta katsayısı ise 0,4077 ile karma fonlara aittir. Bu bulgulara göre piyasa getiri performansındaki değişimlerden en fazla etkilenen fonlar en yüksek beta katsayısına sahip endeks fonlarken piyasaya karşı duyarlılığı en düşük olan fon türü ise karma fonlardır.

Yıl ayrımı olmaksızın fon bazında hesaplanmış olan Ortalama Getiri, Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen alfası, M² ve T² oranı ölçütleri ise her ne kadar homojen dağılıma sahip olsa da bu oranlar fon türlerine göre analiz edilebilecek derecede anlamlı bir farklılık göstermemiştir.

4. SONUÇ

Türkiye'de faaliyet gösteren A tipi yatırım fonlarının getiri performansının fon türlerine göre farklılaşıp farklılaşmadığının belirlenmesi amacıyla Türkiye'de Ocak 2004 – Aralık 2013 arasında aralıksız faaliyet gösteren 22 adet değişken fon, 7 adet endeks fon, 7 adet hisse senedi fonu ve 8 adet karma fon olmak üzere toplam 44 adet A tipi yatırım fonunun getiri performanslarının incelendiği bu çalışmada ulaşılan bulgular aşağıda özetlenmiştir.

Fon türüne göre yapılan karşılaştırmalarda sadece beta katsayısı değerlerinin anlamlı derecede farklılaştığı görülmektedir. Piyasa getiri performansındaki değişimlerden en fazla etkilenen fonlar en yüksek beta katsayısına sahip olan endeks fonlar olurken piyasaya karşı duyarlılığı en düşük olan fon türü ise karma fonlardır. Fon türü bazında en yüksek ortalama getiriye sahip olan hisse senedi fonlarıdır. Ortalama getiri açısından hisse senedi fonlarını sırasıyla endeks fonlar, karma fonlar ve değişken fonlar izlemektedir. Performans ölçütlerine göre ise Sharpe oranına göre endeks fonlar daha başarılıyken Treynor oranına göre karma fonlar daha başarılıdır. Sharpe oranına göre endeks fonların karma fonlardan daha başarılı olması, endeks fonların daha iyi çeşitlendirildiğini göstermektedir. Karma fonlar iyi çeşitlendirilemediği için toplam riskin dikkate alındığı Sharpe oranında geride kalmıştır. Jensen alfası değerlerine göre A tipi yatırım fonlarında fon yöneticilerinin fiyatlama ve tahmin konusunda başarısız olduğu görülmektedir.

Bu bulgulara bağlı olarak "A tipi yatırım fonlarının göstermiş olduğu getiri performansı ve performans ölçütleri, fon türüne göre farklılık göstermektedir." şeklinde kurulan araştırma hipotezinin fon türü bazında beta katsayısı için geçerli olduğu söylenebilir.

Bu bulgulardan hareketle bireysel yatırımcının kullanmak istediği yatırım fonunu seçmeden önce belirlediği alternatif yatırım fonlarının geçmiş yıllardaki getirilerini ve performans ölçütlerini incelemesi gerektiği söylenebilir. Yatırımcı piyasadaki ve yatırım araçlarındaki olası fiyat dalgalanmalarında katlanabileceği risk düzeyini belirlemeli, yatırım fonlarının portföy yapısını araştırmalı ve en uygun yatırım aracını bu şekilde tercih etmelidir.

KAYNAKÇA

- Akel, V. (2007). Türkiye'deki A ve B Tipi Yatırım Fonları Performansının Devamlılığının Parametrik ve Parametrik Olmayan Yöntemlerle Değerlendirilmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*, 22(2), 147-177.
- Arslan, M.(2005). A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans İlişkisi Analizi: 2002-2005 Dönemi Bir Uygulama. *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, 2, 1-23.
- Ata, S. M. (2010). *Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonlarının Analizi (2000-2008 Dönemi)*. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Başoğlu, U., Ceylan A. ve Parasız İ. (2001). *Finans Teori, Kurum ve Araçlar*. Ekin Kitabevi, Bursa.
- Ceylan A. ve Korkmaz T. (2006) . *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Ekin Kitabevi, Bursa
- Dahlquist M., Engström, S. & Söderlind, P. (2000). Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(3), 409-423.
- Gürsoy, C. T. ve Erzurumlu, Y. Ö. (2001). Evaluation of Portfolio Performance of Turkish Investment Funds. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4, 43-58.
- Güçlü, S. (2007). *Yatırım Fonlarının Performansının Ölçülmesi ve Bir Uygulama*. İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü İşletme Mühendisliği Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Gökgöz, F. ve Günel, M. O. (2012). Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performanslarının Analizi. *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(2), 3-25.
- Ibbotson, G. & Patel, K. A. (2002). *Do Winners Repeat With Style?* YALE International Center for Finance, Working Paper, No:00-70 zebacapm.com Erişim Tarihi: 12/07/2014
- İslatince, N. (2010). *Uluslararası Standartlar Kapsamında Portföy Performansının Değerlendirilmesi*. Anadolu Üniversitesi Basımevi, Eskişehir.
- Jan, Y. C. & Hung M.W. (2004). Short-Run and Long-Run Persistence in Mutual Funds, *The Journal Of Investing*, 13(1), 67-71.
- Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, *Journal of Finance*. 23(2), 389-416

- Karatepe, Y. ve Karacabey, A. (2000). A Tipi Yatırım Fonları Performansının Yeni Bir Yöntem Kullanılarak Değerlendirilmesi: Graham-Harvey Performans Testi, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 55(2), 55-67.
- Karatepe, Y. ve Gökgöz, F. (2007). A-Tipi Yatırım Fonu Performansının Değerlendirilmesi ve Performans Devamlılık Analizi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 62(2), 75-109.
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A.(2007.) *Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi*. Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2009). Türkiye'de İşlem Gören Hisse Senedi Ağırlıklı Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması. *Kilis 7 Aralık Üniversitesi İİBF Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 1(1), 1-15.
- Mammadov, E. (2011). *Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirilmesi*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Mishkin, S. F. (2000). *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*. (Çev: İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz) Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul
- Omağ, A. (2010). Türkiye'de A Tipi ve B Tipi Yatırım Fonlarının 2000-2008 Dönemi Performans Analizi, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(17), 235-250.
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual Fund Performance. *Journal of Business*, 39(1), 119-138.
- Stephanos, P. & Siriopoulos, C. (2004). American Equity Mutual Funds in European Markets: Hot Hands Phenomenon and Style Analysis. *International Journal of Finance & Economics*, 9(2), 85-97.
- Şahin, E. E. (2008). *Yatırım Fonlarının Performans Ölçümü ve 2005-2008 Döneminde Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performans Değerlemelerine Yönelik Bir Uygulama*. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Teker, S., Karakurum, E. ve Tav, O. (2008). Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9(1), 89-105.
- Treynor, J. L. (1965). How to Rate Management Investment of Funds, Performance Measurement. *Harvard Business Review*, 43, 69-87.
- Tural, A. O. (2011). *Türkiye'deki A ve B Tipi Yatırım Fonlarının 2004-2010 Yılları Arasındaki Performans Değerlendirmesi*, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Yolsal, H. (2012). A Tipi Yatırım Fonlarının Performansı: Banka ve Aracı Kurum Fonları Üzerine Bir İnceleme. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 32(1), 343-364.
- Sermaye Piyasası Mevzuatı 22 Nisan 2014 12/389 s.k.
- Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VII No:23
- <http://borsaistanbul.com/> Erişim Tarihi: 01.02.2014
- <http://www.spk.gov.tr/> Erişim Tarihi: 01.02.2014