



Prof. Dr.
Sudi Apak

Dr. Kamer
Hagop Taşçıyan

Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi ile Türk Emeklilik Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi

Prof. Dr. Sudi APAK

Beykent Üniversitesi, İİBF.

Dr. Kamer Hagop TAŞCIYAN

Kadir Has Üniversitesi, SBE.

Özet

Yatırım fonu endüstrisinin derecelendirilmesinde etkili bir araç olarak kullanılan Morningstar yıldız derecelendirme sistemi gerek akademik çalışmalarda gerekse de uygulamada yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Morningstar şirketi tarafından yaratılan bu sistem, yatırım fonlarının düzeltilmiş riske göre sahip oldukları performans sonuçlarını farklı dönemlerde beş yıldız (en iyi) ile bir yıldız (en kötü) arasında sıralamaktadır.

Bu çalışmada Ocak 2004-Aralık 2008 döneminde Türk emeklilik yatırım fonlarının performansları Morningstar yıldız derecelendirme sistemi kullanılarak değerlendirilmektedir. Sonuç olarak emeklilik yatırım fonlarıyla ilgili etkin bir portföy yönetiminin söz konusu olmadığı ve fonların çoğunlukla hazine bonusu ortalama getirisinden düşük bir performans sergileyerek toplamda negatif Morningstar performans sonucu elde ettikleri görülmektedir. Orta yaş grubunda en iyi performansı sergileyen fon grubu Kamu Borçlanma Fonları iken, en kötü performansı sergileyen fon grubu Uluslararası-Dövizle Endeksli Fonlardır.

Anahtar Sözcükler: Emeklilik yatırım fonları, performans, sıralama, Morningstar yıldız derecelendirme sistemi.

Jel Sınıflaması: G11, G23, G24.

Abstract (Performance Evaluation of Turkish Pension Mutual Funds Using Morningstar Star Rating System)

The Morningstar star rating system, has been used commonly in both academic and practitioner circles as having the most effective rating system tool in the mutual fund industry. A system created by Morningstar company which ranks mutual funds based on their risk adjusted performance over various periods from five star (is best) to one star (is worst).

In this study we use Morningstar star rating system to evaluate performances of Turkish pension mutual funds during the period January 2004-December 2008. As a result, it can't even be discussed an efficient portfolio management and pension mutual funds mostly have a lower mean return performance than the treasury bond and their Morningstar overall performance results are negative. Involved in a middle aged fund group, the best performing fund group is Government Bonds and Bills Funds, whereas the worst performing fund group is International-FX Indexed Funds.

Key Words: Pension mutual funds, performance, rank, Morningstar star rating system.

Jel Classification: G11, G23, G24.

Giriş

Dünyanın çeşitli ülkelerinde uzun yıllardır uygulanmakta olan gönüllü katılıma dayalı bireysel emeklilik sistemi, mevcut emeklilik sistemlerini tamamlayıcı bir özelliğe sahiptir. Türkiye’de henüz gelişme aşamasında olan bireysel emeklilik sistemi ve emeklilik yatırım fonları 7 Ekim 2001 tarihinde “Bireysel Emeklilik Yatırım ve Tasarruf Sistemi Kanunu” ile yürürlüğe girmiş ve 27 Ekim 2003 tarihinde faaliyete geçmiştir. Türk sermaye piyasasının gereksinim duyduğu uzun vadeli kaynak ihtiyacını karşılama potansiyeline sahip olan bireysel emeklilik sistemi ve emeklilik yatırım fonları kısa sürede hızlı bir gelişme kaydetmiştir. 2007 yılı sonunda halka arz edilmiş olan 102 adet emeklilik yatırım fonunun toplam net varlık değeri 4,5 milyar YTL’lik bir fon büyüklüğüne ulaşmıştır.¹

Emeklilik yatırım fonlarının sayı ve aktif büyüklüğünün bu şekilde artış göstermesi, yatırımcıların bu fonlar arasında seçim yapmalarını zorlaştırmaktadır. Bu kapsamda emeklilik fonlarının riske göre ayarlanmış (düzeltilmiş) performanslarının çeşitli yöntemler ile ölçülmesi ve derecelendirilmesi hem etik açıdan hem de emeklilik dönemine ilişkin yatırım kararlarının doğru alınabilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Özellikle bu tür finansal araçların gelişmiş olduğu ABD ve İngiltere gibi ülkelerde, uzun süreden beri bu alandaki çalışmalar diğer yatırım piyasalarında da ilgi görmeye başlamıştır. Ancak ülkemizde emeklilik yatırım fonu gibi kurumsal yatırımcı statüsünde yer alan yatırım araçlarının çok kısa bir geçmişe sahip olması bu alanla ilgili performans ölçüm ve derecelendirme çalışmalarının son derece sınırlı kalmasına yol açmaktadır. Bu noktadan hareketle, Türkiye’de henüz gelişme aşamasında olan emeklilik yatırım fonlarının performansları uzun vadeli bir bakış açısıyla

¹ EGM, Bireysel Emeklilik Gelişim Raporu 2007, s.36

“Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi” ile değerlendirilmektedir.

Bu çalışmanın ilk bölümünde Morningstar yıldız derecelendirmesi hakkında bilgilere yer verilmektedir. İkinci bölümde Morningstar yıldız derecelendirme sisteminin uygulama aşamalarına değinilmektedir. Üçüncü bölümde çalışmanın kapsamı açıklanmaktadır. Dördüncü bölümde Türkiye’de faaliyette bulunan 60 adet emeklilik yatırım fonuna ilişkin elde edilen performans ve derecelendirme sonuçları değerlendirilmektedir.

1. Morningstar Yıldız Derecelendirmesi

Morningstar şirketi tarafından yatırım fonlarının derecelendirilmesinde kullanılan “5 Yıldız Derecelendirme Sistemi” 1980 yılından itibaren büyük bir ilgi görmüştür. Morningstar yıldız derecelendirmesi, ABD’de en yaygın olarak kullanılan ve yatırımcılar tarafından en çok benimsenen performans ölçüm tekniklerinden birisidir. Günümüzde bu organizasyon içerisinde 13,000’den fazla yatırım fonunun performansı değerlendirilmektedir.²

Morningstar yıldız derecelendirmesinde, otel, film, restoranlarda olduğu gibi her bir yatırım fonuna 1’den 5’e kadar yıldız verilmekte olup, 5 yıldız en iyi performansı sergileyen yatırım fonuna, 1 yıldız ise en kötü performansı sergileyen yatırım fonuna denk gelmektedir.³ Bu açıdan Morningstar yıldız derecelendirmesi ile yatırımcıların binlerce fon içerisinde seçim yapmanın zorlaştığı anlarda, fon kalitesinin belirlenmesinde ve yatırım teorisi bakış açısıyla daha sağlıklı yatırım

² SINDELL Kathleen, Investing Online For Dummies,

5th Edition, Wiley Publishing, New Jersey, 2005, s.130

³ MOREY Matthew R., Mutual Fund Age and Morningstar Ratings, Financial Analysts Journal, Vol.58, No.2, March/April 2002, s.56

kararlarının alınmasında yardımcı olmaktadır.⁴

Morningstar tarafından 5 yıldızla taçlanan bir fon halk tarafından yüksek performanslı ürünlerde olduğu gibi daha fazla tercih edileceği düşünülmektedir. ABD’de birçok yatırımcı yatırımlardan elde edilecek nakit akımlarının Morningstar yıldız derecelendirmesi tarafından belirlendiğine inanmaktadır. Örneğin Ocak-Ağustos 1995 döneminde yatırım fonlarına yatırılan paranın %90’ının Morningstar tarafından 4 ve 5 yıldız alan yatırım fonlarına aktarılmış, 3’den az yıldız alan fonlardan ise aynı dönemde ciddi bir nakit çıkışı olmuştur.⁵ Ayrıca 1999 yılında Financial Research Corporation of Boston tarafından Wall Street Journal’da yayınlanan araştırma raporunda 4 ve 5 yıldızlı fonlara yıl içerisinde 223.6 milyar \$ nakit akışı, 3 ve daha az yıldızlı fonlarda ise 132 milyar \$ nakit çıkışı olduğu tespit edilmiştir.⁶

Diğer yönden yatırımcı kararları üzerinde etkili olan yıldız derecelendirmesi, yatırım fonu şirketlerinin reklam gösterimlerinde de tercih edilmektedir. Örneğin 2001-2004 döneminde ABD’de kurulu olan yatırım fonu şirketlerinden American Century, Dreyfus, Fidelity, Franklin Resources, Northern Funds ve Strong Funds reklamlarında geçmiş getiri performansları yerine yıldız derecelendirme sonuçlarını yayınlamışlardır.⁷

2. Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi Uygulama Aşamaları

Morningstar yıldız derecelendirmesi yapmak için fonlar ülke içinde ihraç edilen hisse senetleri, yabancı hisse senetleri,

mahalli idareler bonusu ve vergilendirilebilir bonolar olmak üzere 4 gruba ayrılmaktadır. Bu ayırmadan sonra performans sıralaması, aşağıda adım adım açıklanacaktır.⁸

Birinci Adım: İlk olarak, 3,5 ve 10 yıllık dönemler için her bir gruba ilişkin Morningstar getirisi hesaplanmaktadır. Bunun için ilk önce yatırımcılara yüklenen tüm komisyon ve yönetim giderleri yatırım fonunun getirisinden düşülerek “düzeltilmiş getiri” hesaplanmaktadır. Daha sonra bu tutardan hazine bonusunun 90 günlük faiz oranı çıkarılarak “risk-siz faiz oranını aşan düzeltilmiş getiri” bulunmaktadır. Son olarak, bulunan bu rakam aşağıda verilen iki değişkenden büyük olanına bölünerek Morningstar getiri oranı hesaplanmaktadır: (i) Her grubun ortalama getirisi ile 90 günlük ortalama Hazine bonusu faizi arasındaki fark veya (ii) 90 günlük ortalama Hazine Bonusu faizi. Başka bir deyişle aşağıdaki (1) nolu formülde ifade edildiği üzere;

$$\text{Morningstar Getiri} = \frac{\text{Düzeltilmiş fon getirisi} - \text{Hazine bonusu faizi}}{(\text{Ortalama grup getirisi} - \text{Hazine bonusu faizi}) \text{ veya Hazine bonusu faizi}} \quad (1)$$

Yukarıda verilen formüle göre riske ve yönetim giderleri ile komisyonlara göre düzeltilmiş fon getirisi grup getirisine eşit olduğu takdirde, Morningstar getiri 1’e eşit olacaktır. Eğer, söz konusu fon getirisi ortalama grup getirisinden düşük ise, Morningstar getiri 1’den düşük, tersi durumunda ise 1’den büyük olacaktır. Örneğin fonun düzeltilmiş getirisi %30, ortalama grup getirisi %25 ve risksiz faiz oranı (Hazine Bonusu) %5 ise, Morningstar getiri 1,25’e ($=\frac{30-5}{25-5}$) eşit olacaktır. Ortaya çıkan bu sonuç, fonun risksiz faizi aşan getirisinin içinde bulunduğu grup getirisinden %25 daha büyük olduğunu göstermektedir.

İkinci Adım: Yıldız derecelendirmesi sürecinde ikinci adım olarak Morningstar riski hesaplanmaktadır. Burada risk ölçü-

⁴ ADKISSON J. A., Fraser Ron D., Reading the Stars: Age Bias in Morningstar Ratings, Financial Analysts Journal, Vol.59, No.5, September/October 2003, s.24

⁵ DAMATO Karen, “The Morningstar Edges Toward One-Year Ratings”, The Wall Street Journal, April 5, 1996, s.C1

⁶ FRANECKI David, “Fund Ratings and Recent Results Diverge”, The Wall Street Journal, May 3, 2000, s.C27

⁷ MOREY Matthew R., GOTTESMAN Aron, Morningstar Mutual Fund Ratings Redux, The Journal of Investment Consulting, Vol.8, No.1, Summer 2006, s.25

⁸ KILIÇ Saim, Türkiye’de Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi, İMKB Yayınları, Ankara, Kasım 2002, s.66-67

tü olarak maksimum risk (downside risk) dikkate alınmaktadır. Daha sonra, bu risk aynı şekilde fonun içinde bulunduğu grup için hesaplanan maksimum risk ile karşılaştırılmaktadır. Böylece, ilgili döneme ilişkin Morningstar riski, fona ilişkin olarak hesaplanan maksimum riskin ilgili grubun maksimum riskine bölünmesiyle elde edilmektedir.

Üçüncü Adım: Bu derecelendirmede üçüncü olarak 3, 5 ve 10 yıllık dönemler için ayrı ayrı olmak üzere yukarıda açıklandığı şekilde hesaplanan Morningstar getiriden Morningstar risk çıkartılarak ham getiri elde edilmektedir.

Dördüncü Adım: Her bir döneme ilişkin ortaya çıkan üç ham getiri fonun yaşı da dikkate alınarak aşağıdaki şekilde ağırlıklandırılmaktadır;

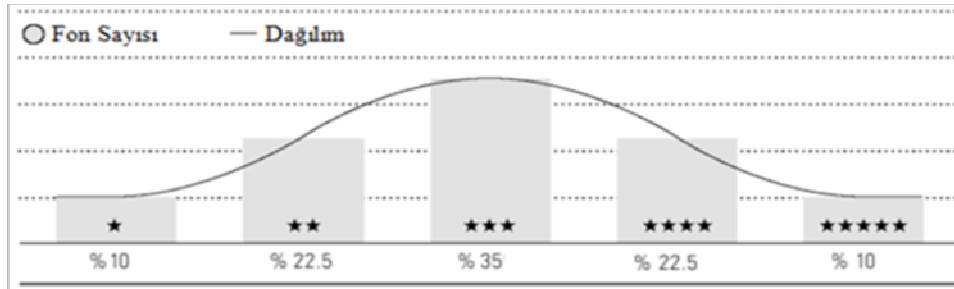
- 5 yıldan az fakat 3 yıldan çok geçmiş veriye sahip olan “**genç**” fonlar için, 3 yıllık ham getirinin %100’ü,
- 10 yıldan az 5 yıldan çok geçmiş veriye sahip olan “**orta yaşta**” fonlar

için, 3 yıllık ham getirinin %40’ı ve 5 yıllık ham getirinin %60’ı.

- 10 yıldan fazla geçmiş veriye sahip olan “**yaşlı**” fonlar için, 3 yıllık ham getirinin %20’si, 5 yıllık ham getirinin %30’u ve 10 yıllık ham getirinin %50’si.

Beşinci Adım: Son olarak, bu ağırlıklar dikkate alınarak her bir fona ilişkin olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama ham getiriye göre yıldız derecelendirmesi yapılmaktadır. Grafik 1’de gösterildiği üzere ilgili grubun ilk %10’una giren fonlara 5 yıldız, bir sonraki %22,5’ine girene 4 yıldız, bir sonraki %35’e giren fonlara 3 yıldız, bir sonraki %22,5’e giren fonlara 2 yıldız ve son %10’a giren fonlara 1 yıldız verilmektedir.

Grafik 1: Morningstar Yıldız Derecelendirme Sistemi (Dağılım)



Kaynak: BENZ Christina, TERESA Peter, KINNEL Russel, *Morningstar Guide to Mutual Funds*, John Wiley and Sons, New Jersey, December 2003, s.32

3. Çalışmanın Kapsamı

Dünya’da hızlı bir gelişme gösteren emeklilik fonları 2007 yılı sonunda İzlanda, Hollanda, İsviçre ve Avustralya gibi ülkelerde GSYİH’nın üzerinde bir paya sahip iken, ülkemizde bu oran sadece %1,2’dir.⁹

Ülkemizde henüz gelişme aşamasında olan emeklilik fonlarının performanslarının değerlendirilmesine yönelik çalışmalar 27 Ekim 2003 tarihinde faaliyete geçmiş bulunan ve bireysel emeklilik sisteminin bir ürünü olan emeklilik yatırım fonlarına yönelik gerçekleştirilmektedir. Karacabey ve Gökgez (2005) tarafından yapılan ilk çalışmada, 11 adet emeklilik yatırım fonu gerek portföy ağırlıklarının tahmini bağlamında ve gerekse performanslarının

⁹ OECD, Pension Markets in Focus, Issue 5, December 2008, s.12

devamlılıkları bağlamında incelenmiş, performans değerlendirmesi açısından fonların genel olarak piyasa getirisinin bir miktar üzerinde performansa sahip olduğu tespit edilmiştir. Dalğar (2007) tarafından yapılan araştırmada, emeklilik yatırım fonları 2 yıllık süreçte, portföy dağılımlarına uygun bir piyasa gösterge endeksi oluşturulması suretiyle performansları değerlendirmiş ve emeklilik yatırım fonlarının piyasadan düşük bir performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır. Korkmaz ve Uygurtürk (2007) tarafından yapılan çalışmada ise, emeklilik yatırım fonlarının getirileri ile fon portföyünde yer alan finansal varlıkların getirileri arasındaki ilişkinin boyutu ve yönü tekli ve çoklu regresyon analizleri ile ortaya konulmaya çalışılmış, esnek, dengeli, hisse senedi, hisse senedi endeksi ve likit emeklilik yatırım fonlarının hemen hemen tamamının, tek ve iki değişkenli analizlerde başarılı oldukları gözlenirken üç değişkenli analizde tüm fon gruplarında herhangi bir başarının söz konusu olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Yine Korkmaz ve Uygurtürk (2007) tarafından yapılan çalışmada emeklilik yatırım fonlarının performansları ve yöneticilerin zamanlama kabiliyetleri değerlendirilmiştir. Yapılan bu çalışmada fonların genel olarak piyasa gösterge endeksinden düşük bir performansa ve zamanlama kabiliyetine sahip oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Bu çalışmada emeklilik yatırım fonlarına yönelik literatürde yer alan çalışmalardan farklı olarak emeklilik yatırım fonlarının Morningstar yöntemi ile derecelendirilmesi amaçlanmıştır. Günümüzde artan veri setine bağlı olarak emeklilik yatırım fonlarının toplamda 3 ve 5 yıllık performansları uzun vadeli bir bakış açısıyla derecelendirilmektedir¹⁰.

Çalışma kapsamında incelenen bireysel emeklilik şirketlerinden bazılarının, yoğun rekabette diğer şirketlerle birleştikleri ya da yabancı sigorta şirketleri tarafından satın alınarak şirket/fon unvanlarını

değiştirdikleri görülmektedir. Bu şirketler arasında 14 Eylül 2004 tarihi itibari ile, Commercial Union Hayat ve Emeklilik A.Ş.'nin unvanı Aviva Hayat Emeklilik A.Ş. olarak, 21 Kasım 2005 tarihi itibari ile, Doğan Emeklilik A.Ş.'nin unvanı Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. olarak, 16 Nisan 2007 itibari ile Başak Emeklilik A.Ş.'nin unvanı Başak Groupama Emeklilik A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 1 Kasım 2007 tarihinde Ak Emeklilik A.Ş. ve Aviva Hayat Emeklilik A.Ş. birleşmiş, yeni şirketin unvanı Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. olmuştur. 26 Eylül 2008 tarihinde Ankara Emeklilik A.Ş.'nin şirket unvanı Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Koç Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş. 7 Ekim 2008 tarihi itibari ile şirket unvanı Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş. olarak değiştirilmiştir.¹¹

Bu açıdan emeklilik yatırım fonu endüstrisindeki yukarıdaki değişimler ve kısıtlamalar dikkate alınarak, Ocak 2004-Aralık 2008 analiz döneminde faaliyette bulunmuş 60 adet emeklilik yatırım fonu çalışma kapsamına alınmıştır. Bu çerçevede SPK'nın yapmış olduğu fon grubu ayrımları dikkate alınarak 13 adet Esnek-Dengeli Fon, 8 adet Hisse Senedi Fonu, 11 adet Kamu Borçlanma Fonu, 15 adet Uluslararası-Döviz Endeksli Fon ve 13 adet Likit Fon çalışma kapsamında incelenmiştir.

Aşağıda çalışmanın içeriğini oluşturan getiri ve risk değişkenlerinin hesaplanma şekli özetlenmektedir.

3.1. Getirilerin Hesaplanması

Morningstar uygulamasında ilk adım fon performanslarının ölçümünde kullanılacak getirilerin hesaplanmasıdır. Çalışmada 60 adet EYF'nin Ocak 2004-Aralık 2008 dönemini kapsayan 60 aylık getiri verileri (%) kullanılmıştır. Bu veriler SPK aylık bültenlerinden derlenmiş ve ay sonu

¹⁰ Emeklilik yatırım fonlarının performanslarının Morningstar yıldız derecelendirme sistemi ile değerlendirilmesinde 3 yıllık ham getirinin %40'ı ve 5 yıllık ham getirinin %60'ı kullanılmıştır.

¹¹ Ocak 2004-Aralık 2008 analiz döneminde bireysel emeklilik sisteminde yer alan bazı şirketlerin birleşerek ya da satın alınarak şirket/fon unvanlarını değiştirdikleri görülmektedir. Bu kapsamda SPK'nın 2008 sonu bültenindeki emeklilik yatırım fonu unvanları dikkate alınmıştır.

birim fiyatlarına göre hesaplanmıştır.¹² Emeklilik yatırım fonlarının getirileri aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır;¹³

$$r_p = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$$

Formülde;

r_p : Emeklilik yatırım fonunun aylık getirisi

V_t : Emeklilik yatırım fonunun ay sonu birim fiyatı

V_{t-1} : Emeklilik yatırım fonunun önceki ay sonu birim fiyatı

Daha sonraki adımda fonların risksiz faiz oranı (Hazine bonusu) üzerinde elde ettiği ek getiri hesaplanmıştır. Bilindiği üzere Morningstar yıldız derecelendirmesinde bir fonun düzeltilmiş ortalama getirisi hazine bonusu ortalama getirisinden çıkartılmakta ve fon grubu ortalamasının ek getirisi ile ortalama hazine bonusu getirisi değişkenlerinden büyük olanına bölünmesi suretiyle Morningstar getirisi hesaplanmaktadır¹⁴. Çalışmada risksiz getiriyi temsilen 91 günlük hazine bonusu faizlerinin aylık getirileri (%) kullanılmıştır.¹⁵

3.2. Riskin Hesaplanması

Morningstar uygulamasının ikinci adımında fonların sahip olduğu Morningstar riski hesaplanmaktadır. Morningstar yıldız derecelendirmesinde risk ölçütü olarak “Maksimum Risk” dikkate alınmaktadır. Morningstar riski, fona

ilişkin olarak hesaplanan maksimum riskin ilgili grubun maksimum riskine bölünmesiyle elde edilmektedir.

Morningstar firması tarafından yatırım fonlarının derecelendirilmesinde kullanılan maksimum risk, sadece kayıpları dikkate alarak hesaplanan bir risk ölçütü olup, aşağıda şekilde hesaplanmaktadır.¹⁶

- Fonun risksiz faiz oranını aşan getirilerinin negatif olduğu aylar bulunmakta,

- Söz konusu negatif getiriler toplanmakta,

- Bulunan bu sayı hesaplama dönemindeki ay sayısına bölünmektedir.

Maksimum risk yatırımcıların riske karşı tutumunu daha iyi yansıtmakla birlikte, amprik çalışmalar maksimum risk ile standart sapma arasındaki ayrılığın, her iki ölçüt arasındaki yüksek korelasyon nedeniyle görüldüğü kadar önemli olmadığını göstermektedir. Sharpe (1997) tarafından 1994–1996 yılına kadar 3 yıllık dönemde ABD’deki 1.286 adet hisse senedi fonu üzerinde yapılan çalışmada, bu iki risk ölçütü arasındaki korelasyon katsayısı 0.932 olarak bulunmuştur.

4. Performans ve Derecelendirme Sonuçları

Emeklilik Yatırım Fonları (EYF) portföy dağılımları dikkate alınarak dahil oldukları fon grupları itibariyle sıralanmıştır. Bu doğrultuda SPK ve EGM tarafından yayınlanan bültenlerde yapılan fon grubu ayrımları dikkate alınarak, karma portföy yapısına sahip fonlar “Esnek-Dengeli Fonlar”, hisse senedi ağırlıklı portföy yapısına sahip fonlar “Hisse Senedi Fonlar”, Devlet İç Borçlanma Senetleri ağırlıklı portföy yapısına sahip fonlar “Kamu Borçlanma Araçları Fonları”, döviz cinsi ve yabancı menkul kıymet ağırlıklı portföy yapısına sahip fonlar “Uluslararası-Dövizli Endeksli Fonlar”, likit yatırım araçları ağırlıklı portföy yapısına sahip fonlar “Likit Fonlar” başlığı altında grup-

¹² SPK (2004-2008), Aylık Bülten, <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>, (Erişim Tarihi: 10.01.2009)

¹³ DALĞAR Hüseyin, Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi, Yayın No.249, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul, Şubat 2007, s.141

¹⁴ Çalışmada hazine bonusu ortalama faiz getirisi grup ek getirisinden büyüktür. Bu kapsamda fonun düzeltilmiş ek getirisi hazine bonusu getirisine bölünmüştür.

¹⁵ İMKB (2004-2008), Tahvil ve Bono Piyasası Verileri, <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>, (Erişim Tarihi: 10.01.2009)

¹⁶ SIMONS Katerina, “Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds”, New England Economic Review, September/October 1998, s.35

gruplandırılmıştır. Böylece her fon kendi portföy yapısına uygun fonlarla kıyaslanmaktadır.

Çalışmada incelenen ilk fon grubu olan Esnek -Dengeli Fonlar portföy yapısı sabit getirili kamu borçlanma araçları, hazine bonusu ve ters repo gibi yatırım araçları ile hisse senedi gibi değişken getirili yatırım araçlarının bir araya getirilmesi ile oluşturulan ve portföy varlık dağılımları değişken piyasa koşullarında belirlenen

emeklilik yatırım fonlardır. Tablo 1’de söz konusu fonların yıldız derecelendirmesine ilişkin ortaya çıkan performans ve yıldız derecelendirme sonuçları ifade edilmektedir.

Ortaya çıkan sonuçlara göre en başarılı fon beş yıldıza sahip Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Esnek EYF iken, en başarısız fon bir yıldız ile Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. Esnek EYF’dir.

Tablo 1: Esnek-Dengeli Fonlar

Sıra	Fon'un Unvanı	3 Yıllık Ham Getiri x %40	5 Yıllık Ham Getiri x %60	Sonuç (Ağırlıklı Ortalama)	İlk %	Yıldız Sayısı
1	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	-0,03	-0,05	-0,08	0	*****
2	VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF	-0,33	-0,44	-0,77	8	*****
3	YAPI KREDİ EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF	-0,35	-0,48	-0,83	17	****
4	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF	-0,28	-0,67	-0,95	25	****
5	AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK EYF	-0,26	-0,70	-0,96	33	****
6	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. BÜY. AMAÇ. ESNEK EYF	-0,25	-0,81	-1,06	42	***
7	AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜY. AMAÇ. ESNEK EYF	-0,28	-0,81	-1,09	58	***
7	AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. DENGELİ EYF	-0,30	-0,79	-1,09	58	***
8	BAŞAK GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF	-0,42	-0,68	-1,10	67	**
9	OYAK EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	-0,38	-0,91	-1,29	75	**
10	KOÇ ALLIANZ HAYAT VE EMEK. A.Ş. BÜY. AMAÇ. ESNEK EYF	-0,62	-0,81	-1,43	83	**
11	AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. DENGELİ EYF	-0,60	-1,01	-1,61	92	*
12	FORTIS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK EYF	-0,51	-1,16	-1,67	100	*
	GRUP ORTALAMASI	-0,35	-0,72	-1,07		

Çalışmada incelenen ikinci fon grubu olan Hisse Senedi Fonları, fon portföyünün en az %80’lik kısmını İMKB’de işlem gören hisse senetlerine yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fon grubudur. Tablo 2’de söz konusu fonların yıldız derecelendirmesine ilişkin ortaya çıkan

performans ve yıldız derecelendirme sonuçları ifade edilmektedir.

Ortaya çıkan sonuçlara göre en başarılı fon beş yıldıza sahip Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi EYF iken, en başarısız fon bir yıldız ile Koç Allianz Hayat Emeklilik A.Ş. İhtisaslaşmış İMKB Ulusal 30 Endeksi EYF’dir.

Tablo 2: Hisse Senedi Fonları

Sıra	Fon'un Unvanı	3 Yıllık Ham Getiri x %40	5 Yıllık Ham Getiri x %60	Sonuç (Ağırlıklı Ortalama)	İlk %	Yıldız Sayısı
1	ANADOLU HAY. EMEK. A.Ş. BÜY. AMAÇ. HİSSE SENEDİ EYF	-0,17	-0,84	-1,01	0	*****
2	VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. BÜY. AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	-0,15	-0,87	-1,02	14	****
3	YAPI KREDİ EMEKLİLİK A.Ş. BÜY. AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	-0,17	-0,93	-1,10	29	****
4	AEGON EMEKLİLİK VE HAY. A.Ş. GEL. AMAÇ. HİSSE SENEDİ EYF	-0,19	-0,94	-1,13	43	***
5	GARANTİ EMEK. VE HAY. A.Ş. BÜY. AMAÇ. HİSSE SENEDİ EYF	-0,21	-0,99	-1,20	57	***
6	OYAK EMEKLİLİK A.Ş. BÜY. AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	-0,24	-1,01	-1,25	72	**
7	BAŞAK GROUPAMA E. A.Ş. BÜY. AMAÇ. HİSSE SENEDİ EYF	-0,22	-1,07	-1,29	86	**
8	KOÇ ALLIANZ H.E.A.Ş. İHTİSAS. İMKB ULUSAL 30 END. EYF	-0,29	-1,02	-1,31	100	*
	GRUP ORTALAMASI	-0,21	-0,96	-1,17		

Çalışmada incelenen üçüncü fon grubu olan Kamu Borçlanma Araçları Fonları, fon portföyünün en az %80'ini ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerine yatıran ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fon grubudur. Tablo 3'de söz konusu fonların yıldız derecelendirmesine ilişkin ortaya çıkan performans ve yıldız derecelendirme sonuçları ifade edilmektedir.

Ortaya çıkan sonuçlara göre en başarılı fon beş yıldıza sahip Başak Groupama Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları EYF iken, en başarısız fon bir yıldız ile Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları EYF'dir.

Tablo 3: Kamu Borçlanma Araçları Fonları

Sıra	Fon'un Unvanı	3 Yıllık Ham Getiri x %40	5 Yıllık Ham Getiri x %60	Sonuç (Ağırlıklı Ortalama)	İlk %	Yıldız Sayısı
1	BAŞAK GROUPAMA E. A.Ş. GELİR AMAÇ. KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	-0,29	-0,44	-0,73	0	*****
2	AVİVASA EMEK. VE HAY A.Ş. GEL. AMAÇ. KAMU BORÇ. ARAÇ EYF*	-0,25	-0,49	-0,74	10	*****
3	YAPI KREDİ EMEK. A.Ş. GELİR AMAÇ. KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	-0,28	-0,47	-0,75	20	****
4	GARANTİ EMEK. VE HAY A.Ş. GELİR AMAÇ. KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	-0,30	-0,49	-0,79	30	****
5	ANADOLU H. E.A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	-0,32	-0,48	-0,80	40	***
6	AVİVASA EMEK. VE HAY A.Ş. GELİR AMAÇ. KAMU BORÇ. ARAÇ EYF**	-0,40	-0,59	-0,99	50	***
7	KOÇ ALLIANZ H.E.A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇLARI EYF	-0,42	-0,58	-1,00	60	***
8	OYAK EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	-0,36	-0,72	-1,08	70	**
9	VAKIF EMEK. A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	-0,52	-0,59	-1,11	80	**
10	AEGON EMEK. VE HAY. A.Ş. GELİR AMAÇ. KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	-0,49	-0,73	-1,22	90	*
11	FORTIS EMEK. VE HAY. A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	-0,53	-0,75	-1,28	100	*
	GRUP ORTALAMASI	-0,38	-0,58	-0,96		

*AE2, **AVK kodlu emeklilik yatırım fonlarını temsil etmektedir.

Çalışmada incelenen dördüncü fon grubu olan Uluslararası-Dövizle Endeksli Fonlar, döviz cinsi ve yabancı menkul kıymet ağırlıklı portföy yapısına sahip fon

grubu olarak tanımlanmaktadır. Tablo 4'de söz konusu fonların yıldız derecelendirmesine ilişkin ortaya çıkan performans

sonuçları ve yıldız derecelendirme sonuçları ifade edilmektedir.

Ortaya çıkan sonuçlara göre en başarılı fon beş yıldıza sahip Koç Allianz Hayat Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Dış

Borçlanma Araçları EYF iken, en başarısız fon bir yıldız ile Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gelir Amaçlı Uluslararası Karma EYF'dir.

Tablo 4: Uluslararası-Döviz Endeksli Fonlar

Sıra	Fon'un Unvanı	3 Yıllık Ham Getiri x %40	5 Yıllık Ham Getiri x %60	Sonuç (Ağırlıklı Ortalama)	İlk %	Yıldız Sayısı
1	KOÇ ALLIANZ H.E.A.Ş. GEL. AMAÇ. KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. EYF	-0,47	-0,77	-1,24	0	*****
2	FORTIS E.VE H. A.Ş. GEL. AMAÇ. DÖVİZ CİNS. YAT. ARAÇ. EYF	-0,56	-0,80	-1,36	7	*****
3	AVİVASA E. VE H. A.Ş. GEL. AMAÇ. KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. EYF	-0,57	-0,83	-1,39	14	****
4	ANADOLU H. E. A.Ş. GEL. AMAÇ.KARMA BORÇ. ARAÇ. EYF [DOLAR]	-0,58	-0,83	-1,41	29	****
4	VAKIF EMEK. A.Ş. GELİR AMAÇLI TÜRK EURO BOND EYF	-0,57	-0,84	-1,41	29	****
5	KOÇ ALLIANZ H.E.A.Ş.GEL. AMAÇ.KAMU BORÇ.ARAÇ.[DÖV.END]EYF	-0,62	-0,87	-1,49	36	***
6	AVİVASA E. VE H. A.Ş. GEL.AMAÇ. KARMA BORÇ. ARAÇ. [EURO] EYF	-0,66	-0,86	-1,52	43	***
7	ANADOLU HAY. EMEK. A.Ş. BÜYÜME AMAÇ. ULUS.KARMA EYF	-0,59	-0,94	-1,53	57	***
7	ANADOLU H.E.A.Ş.GEL. AMAÇ. KARMA BORÇ.ARAÇ.EYF [EURO]	-0,65	-0,88	-1,53	57	***
8	AVİVASA E. VE H. A.Ş. GELİR AM. KAMU BORÇ. ARAÇ.[USD] EYF	-0,67	-0,88	-1,55	64	***
9	BAŞAK EMEK. A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. [DÖVİZ] EYF	-0,68	-0,88	-1,56	72	**
10	FORTIS E.VE H.A.Ş. GEL. AMAÇ. DÖV. CİNS. KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	-0,71	-0,96	-1,67	79	**
11	YAPI KREDİ E. A.Ş. GELİR AMAÇLI ULUSLAR. KARMA EYF	-0,61	-1,14	-1,75	86	**
12	GARANTİ EMEK. VE HAY. A.Ş. GELİR AMAÇ. ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	-0,83	-0,98	-1,81	93	*
13	AVİVASA EMEK. VE HAY. A.Ş. GELİR AMAÇ. ULUS. KARMA EYF	-0,88	-1,22	-2,10	100	*
	GRUP ORTALAMASI	-0,64	-0,91	-1,55		

Çalışmada incelenen beşinci fon grubu olan Likit Fonlar, fon portföyünün tamamını ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerine yatıran en az riskli fon grubudur. Tablo 5'de söz konusu fonların yıldız derecelendirmesine ilişkin ortaya çıkan performans ve yıldız derecelendirme sonuçları ifade edilmektedir.

Ortaya çıkan sonuçlara göre en başarılı fon beş yıldıza sahip Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Para Piyasası Likit Kamu EYF iken, en başarısız fon bir yıldıza sahip Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. Para Piyasası Emanet Likit-Karma EYF'dir.

Tablo 5: Likit Fonlar

Sıra	Fon'un Unvanı	3 Yıllık Ham Getiri x %40	5 Yıllık Ham Getiri x %60	Sonuç (Ağırlıklı Ortalama)	İlk %	Yıldız Sayısı
1	AVİVASA EMEK. VE HAY. A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	-0,33	-0,51	-0,84	0	*****
2	GARANTİ EMEK. VE HAY. A.Ş. LİKİT - KAMU EYF	-0,36	-0,49	-0,85	8	*****
3	OYAK EMEK A.Ş. LİKİT EYF	-0,36	-0,51	-0,87	17	****
4	FORTIS EMEK. VE HAY. A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	-0,37	-0,52	-0,89	33	****
4	YAPI KREDİ EMEK. A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	-0,37	-0,52	-0,89	33	****
5	KOÇ ALLIANZ H.E.A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT - KAMU EYF	-0,40	-0,57	-0,97	42	***
6	ANADOLU HAY. EMEK. A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT EYF [KAMU]	-0,41	-0,60	-1,01	50	***
7	AEGON EMEK. VE HAY. A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT - KAMU EYF	-0,45	-0,60	-1,05	58	***

8	VAKIF EMEK. A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT - KAMU EYF	-0,51	-0,68	-1,19	67	**
9	BAŞAK GROUPAMA EMEK. A.Ş. LİKİT KAMU EYF	-0,52	-0,81	-1,33	83	**
9	AVİVAŞA EMEK. VE HAY. A.Ş. KAMU LİKİT EYF	-0,57	-0,76	-1,33	83	**
10	KOÇ ALLIANZ H.E.A.Ş. PARA PİY. EMANET LİKİT - KAMU EYF	-0,79	-1,08	-1,87	92	*
11	FORTIS E. VE H. A.Ş. PARA PİY. EMANET LİKİT - KARMA EYF	-0,82	-1,19	-2,01	100	*
	GRUP ORTALAMASI	-0,48	-0,69	-1,17		

Sonuç olarak emeklilik yatırım fonlarının fon grupları bazında ortaya çıkan Morningstar performans sonuçları değerlendirildiğinde, Tablo 6'dan görüldüğü üzere en başarılı fon grubu Kamu Borçlanma Fonları iken, Esnek-Dengeli Fonlar

ikinci en başarılı, Hisse Senedi ve Likit Fonlar üçüncü en başarılı ve son olarak Uluslararası-Döviz Endeksli Fonlar en başarısız fon grubu olmuştur.

Tablo 6: Fon Grupları Bazında Performans Sonuçları

Sıra	Fon Grubu	3 Yıllık Ham Getiri x %40	5 Yıllık Ham Getiri x %60	Sonuç (Ağırlıklı Ortalama)
1	KAMU BORÇLANMA FONLARI	-0,38	-0,58	-0,96
2	ESNEK-DENGELİ FONLAR	-0,35	-0,72	-1,07
3	HİSSE SENEDİ FONLARI	-0,21	-0,96	-1,17
3	LİKİT FONLAR	-0,48	-0,69	-1,17
4	ULUSLARARASI-DÖVİZE ENDEKSİ FONLAR	-0,64	-0,91	-1,55

Sonuç

Özel emeklilik fonları; emeklilere sağlanacak faydaların finansmanını sağlamak üzere katılımcıların katkılarını belirli bir emeklilik planında toplayan varlık havuzlarıdır. Dünya'da uzun bir geçmişe sahip olan özel emeklilik fonları, ülkemizde 27 Ekim 2003 tarihinde emeklilik yatırım fonları adı altında faaliyete geçmiştir.

Emeklilik dönemine ilişkin gelir seviyesini belirleyecek olan emeklilik yatırım fonlarının bugünkü yatırım performanslarının belirlenmesi gelecekte yatırım performanslarının karşılaştırılmasında önemli bir bilgi kaynağı olacaktır. Bu açıdan çalışmamızda Morningstar yıldız değerlendirme sistemi kullanılmış ve Ocak 2004-Aralık 2008 döneminde Türkiye'de faaliyette bulunmuş 60 adet emeklilik yatırım fonunun performansları değerlendirilmiştir. Çalışmada yapılan performans sıralandırması ve performans sonuçları, ilgili fonların gelecek dönem performanslarına ilişkin bir tavsiye niteliğinde olma-

yıp, sadece belirli sayıda emeklilik yatırım fonunun belirli bir geçmiş dönemde ortaya çıkan değerlerini uluslararası alanda kabul görmüş bir derecelendirme sistemi ile değerlendirmeyi amaçlamaktadır.

Elde edilen bulgulara göre emeklilik yatırım fonlarının toplamda negatif Morningstar performans sonucuna sahip oldukları tespit edilmiştir. Emeklilik yatırım fonlarının düşük performans sergilemiş olmaları çalışmada kullanılan hazine bonusu ortalama getirisinden (risksiz faiz oranı) daha düşük bir performans sergilemelerinden kaynaklanmaktadır. Fon grupları bazında en iyi performansı sergileyen fon grubu Kamu Borçlanma Fonları iken, en düşük performansı sergileyen fon grubu Uluslararası ve Döviz Endeksli Fonlardır.

Diğer yönden çalışmadan elde edilen toplu derecelendirme sonuçları değerlendirildiğinde 60 adet EYF içerisinde beş yıldız alan fon sayısının dokuz, dört yıldız alan fon sayısının on üç, üç yıldız alan fon

sayısının on altı, iki yıldız alan fon sayısının on üç ve bir yıldız alan fon sayısının dokuz olduğu görülmektedir. Bu fonlar içerisinde toplamda en yüksek Morningstar performans sonucuna sahip fon Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Esnek EYF iken, en düşük Morningstar performans sonucuna sahip fon Avivasa Emeklilik ve Hayat Gelir Amaçlı Uluslararası Karma EYF'dir.

Ancak geçmişte elde edilen performans sonuçlarının gelecekte de devam edeceği varsayımı altında bir anlam taşıyacağı unutulmamalıdır.

Kaynakça

ADKISSON J. A., Fraser Ron D., Reading the Stars: Age Bias in Morningstar Ratings, Financial Analysts Journal, Vol.59, No.5, September/October 2003.

BENZ Christina, TERESA Peter, KINNEL Russel, Morningstar Guide to Mutual Funds, John Wiley and Sons, New Jersey, December 2003

DAMATO Karen, "The Morningstar Edges Toward One-Year Ratings", The Wall Street Journal, April 5, 1996.

DALĞAR Hüseyin, Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi, Yayın No.249,

Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul, Şubat 2007.

EGM, Bireysel Emeklilik Gelişim Raporu 2007.

FRANECKI David, "Fund Ratings and Recent Results Diverge", The Wall Street Journal, May 3, 2000.

KILIÇ Saim, Türkiye'de Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi, İMKB Yayınları, Ankara, Kasım 2002.

MOREY Matthew R., Mutual Fund Age and Morningstar Ratings, Financial Analysts Journal, Vol.58, No.2, March/April 2002.

MOREY Matthew R., GOTTESMAN Aron, Morningstar Mutual Fund Ratings Redux, The Journal of Investment Consulting, Vol.8, No.1, Summer 2006.

OECD, Pension Markets in Focus, Issue 5, December 2008.

SIMONS Katerina, "Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds", New England Economic Review, September/October 1998.

SINDELL Kathleen, Investing Online For Dummies, 5th Edition, Wiley Publishing, New Jersey, 2005.

SPK (2004-2008), Aylık Bülten, **Hata! Köprü başvurusu geçerli değil.**, (Erişim Tarihi: 10.01.2009)

İMKB (2004-2008), Tahvil ve Bono Piyasası Verileri, <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>, (Erişim Tarihi: 10.01.2009)

Programın Hedefleri

Özel Yatırımların Yüzde 14.4 Gerilemesi Bekleniyor (%)

	2009	2010	2011		2009	2010	2011
Büyüme	% -3.6	% 3.3	% 4.5	Toplam tüketim harcamaları	-2.3	2.8	4.1
Sanayi Üretimi	% -9.7	% 3	% 4.7	- Özel kesim	-3.1	3.0	4.3
İşsizlik	% 13.5	% 13.9	% 13.9	- Kamu kesimi	3.1	1.6	2.8
Enflasyon	% 7.5	% 6.5	% 5.5	Toplam yatırım harcamaları	-14.0	6.2	9.6
Devlet açığı/GSYH	% 4.6	% 3.2	% 2.8	- Sabit sermaye yatırımları	-13.3	6.2	8.5
Faiz dışı fazla	% 1.7	% 2.6	% 2.6	- Özel kesim	-14.4	6.8	9.2
IMF tanımlı FDF	% -0.6	% 0.5	% 0.6	- Kamu kesimi	-7.3	3.0	4.7
Cari açık	11 milyar \$	18 milyar \$	26.4 milyar \$	- Stok değişimi	-0.2	0.0	0.3
İhracat	104 milyar \$	111 milyar \$	120 milyar \$	Mal ve hizmet ihracatı	-10.9	6.9	6.7
Dış açık	34 milyar \$	43 milyar \$	54 milyar \$	Mal ve hizmet ithalatı	-15.5	7.9	9.8
				Gayrisafi yurtiçi hasıla	-3.6	3.3	4.5
				Yurtiçi talep	-5.1	3.6	5.3
				Yurtiçi nihai talep	-4.9	3.6	5.1

Kaynak: Milliyet, 14.04.2009

