

Araştırma Makalesi / Research Article

## TÜRKİYE'DEKİ HİSSE SENEDİ FON YÖNETİCİLERİNİN HİSSE SENEDİ SEÇİMİNDE ZAMANLAMA PERFORMANSI<sup>1</sup>

Serkan ÜNAL\*

Mehmet AYDINLI\*\*

### STOCK SELECTION TIMING SKILLS OF EQUITY FUND MANAGERS IN TURKEY

#### Öz

Bu çalışmada, hisse senedi fonlarının hisse senedi seçimlerindeki zamanlama yetenekleri araştırılmıştır. Araştırma, Türkiye’de 2015 ve 2020 yılları arasında aralıksız 5 yıl faaliyet göstermiş olan 20 adet hisse senedi fonuna ait hisse senedi pozisyonlarının performansını kapsamaktadır. Araştırmada fon bazında yapılan analizlerde t testi sonuçlarına göre ağırlığı artan ve azalan hisselerin takip eden performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı fark yoktur. Fonların toplamı baz alınarak oluşturulan gruplarda ise istatistiksel olarak %1 anlam derecesinde, ağırlığı artırılan hisselerin, ağırlığı azalan hisselerle kıyasla %1,8 oranında daha fazla performans gösterdiği tespit edilmiştir. Fakat yeni açılan ve tamamen kapatılan pozisyonlar arasında performans farkı bulunmamaktadır. Araştırma bulgularına göre, hisse senetleri fonlarının özellikle ağırlıklarını artırdıkları hisse senetlerinde zamanlama yeteneği söz konusudur.

**Anahtar Kelimeler:** Hisse Senedi Fonları, Zamanlama Yeteneği, Fon Yöneticileri.

---

<sup>1</sup> Bu çalışma Uluslararası Yönetim, Ekonomi ve Politika Kongresi’nde (ICOMEF’20) bildiri özeti şeklinde sunulmuştur.

\* Dr., Ufuk Üniversitesi, e-posta: Serkan.unal@ufuk.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-7060-979X>.

\*\* Doktora Öğrencisi, Başkent Üniversitesi, e-posta: gazimaliye@yahoo.com, <https://orcid.org/0000-0002-8499-8204>.

---

**İntihal Taraması:** Bu makale intihal taramasından geçirilmiştir.

**Etik Beyan:** Bu çalışmanın hazırlanma sürecinde bilimsel ve etik ilkelere uyulduğu ve yararlanılan tüm çalışmaların kaynakçada belirtildiği beyan olunur (Serkan Ünal).

**Atıf:** Ünal, S. ve Aydınli, M. (2021), Türkiye’deki Hisse Senedi Fon Yöneticilerinin Hisse Senedi Seçiminde Zamanlama Performansı, *Abant Sosyal Bilimler Dergisi*, 21(1), pp. 137-155.

<https://doi.org/10.11616/basbed.v21i60671.859775>

---

Makale Gönderim Tarihi: 13.01.2021

Makale Kabul Tarihi: 26.02.2021

### Abstract

In this study, the timing skills of stock fund managers have been investigated. This research has been implemented in Turkey and included 20 equity funds' stock positions between 2015 and 2020. In the analysis made based on the specific funds in the research, no statistically significant difference was found between the subsequent performances of the stocks whose weight increased and decreased according to t-test results. Based on the overall performance of all funds, it was determined that the stocks whose weight has been increased have 1.8% higher performance compared to the stocks whose weight has been decreased, with a statistical significance of 1%. But there is no difference in performance between newly opened and completely closed positions. According to the findings of the research, it has been determined that equity funds have the timing skills especially in stocks whose weight has been increased.

**Keywords:** Equity Funds, Timing Ability, Fund Managers.

### 1. Giriş

Yatırımcılar açısından tasarruflarını değerlendirdikleri hisse senedi fon yöneticilerinin performanslarını bilmek oldukça önemlidir. Henriksson ve Merton (1981) fon yöneticilerinin tahminlerine ulaşılması veya ulaşamaması durumunda farklı yöntemlerin izlenebileceğini belirtmişlerdir. Fon yöneticilerinin hisse senedi seçimlerine ulaşılması durumunda bu yöneticilerin performanslarını ölçmek amacıyla literatürde sıklıkla kullanılan üç farklı yaklaşım mevcuttur. Bunlardan ilki Carhart (1997) tarafından hisse senedi fonlarının getirilerinin sürdürülebilirliğinin analizi için kullanılmış olan 4 faktör modelidir. 4 faktör modelinde piyasa getirisini temsil eden RMRF, değer odaklı hisselerin performansını temsil eden HML, küçük ölçekli hisselerin büyüklere kıyasla performansını temsil eden SMB ve son bir yıldaki getirilerden yola çıkarak momentum performansını temsil eden PR1YR bağımsız değişkenleri kullanılmıştır. Yöntemin temel amacı hisse senedi fonlarının belli kriterlere sahip hisseler arasında en ideal seçimi yapıp yapamadıklarının tespit edilmesidir. Bu nedenle fonların yatırım yaptıkları hisselerin kriterlerine sahip referans hisse senetleri portföyleri oluşturulmuştur. Daha sonrasında fonun getirisi ile referans portföy getirileri kıyaslanarak, fonların üstün performans sergileyip sergileyemedikleri anlaşılmaya çalışılmıştır. Test metodolojisi, genel performansa odaklandığı için zamanlama yeteneğini ölçme hassasiyeti sınırlıdır. İkinci yaklaşım, Grinblatt ve Titman (1993) tarafından kullanılmıştır. Bu yaklaşımda, hisse senetlerinin fonun portföyündeki ağırlık değişimleri ile takip eden dönemdeki performansı çarpılarak fonun genel performansı analiz edilmiş, böylece fon yöneticilerinin performansı ölçülmeye çalışılmıştır. Daniel vd. (1997) tarafından kullanılmış olan üçüncü yaklaşımda ise fonların yatırım yaptığı hisselerin özelliklerinden

yola çıkılarak performans ölçümü yapılmaktadır. Bu yaklaşımda hisse senetleri; piyasa değerlerinin büyüklüğü, defter değeri / piyasa değeri oranları ve geçmiş bir yıldaki getirileri kullanılarak hesaplanmış olan momentum göstergelerine göre çeşitli kategorilere ayrılmışlardır. Daha sonrasında CS, CT ve AS olarak adlandırılan üç farklı kriter ile fon yöneticilerinin performansı hesaplanmıştır. Bu kriterlerden CS fonun aynı özelliklere sahip olan hisse senetleri arasından en iyileri seçim yeteneğini göstermektedir. Fon portföyünde bulunan hisse senetlerinin getirileri ile bu hisse senetlerinin sahip olduğu özellikleri taşıyan referans portföylerin getirisi kıyaslanarak fon yöneticisinin performansı hesaplanmaktadır. CT fon yöneticisinin doğru zamanlama ile daha yüksek getiri sağlayan kategoriler arasında geçiş yapma yeteneğini ölçmektedir. AS ise uzun vadede en yüksek getiri sağlamış olan belli özelliklere sahip referans hisse senedi portföylerinde fonun ısrarlı bir şekilde yatırım yapma becerisini ölçmektedir. Bu üç farklı yaklaşım ayrı ayrı incelendiğinde, Carhart (1997) ve Daniel vd.'nin (1997), fonların belli kategorilerdeki hisseleri ne kadar etkin bir şekilde seçtiklerine odaklandıkları görülmektedir. Grinblatt ve Titman'nın (1993) yöntemi ise fon performanslarının zamanlama yeteneklerini ölçme konusunda daha verimlidir.

Bu çalışmada da Grinblatt ve Titman'a (1993) benzer şekilde hisse senedi fonlarının portföylerindeki hisselerin ağırlık değişimleri dikkate alınmıştır. Fakat ağırlık değişimlerinde fon yöneticisinin pozisyon artırma ya da azaltma kararlarının etkisi olabileceği gibi, aynı zamanda hisse fiyatlarındaki değişimin de ciddi anlamda etkisi söz konusudur. Bu nedenle bu çalışmada hisse senedi fon yöneticilerinin alım ve satımları baz alınarak çeyreklik bazda hisse senedi pozisyon değişim oranları hesaplanmıştır. Daha sonrasında ağırlığı artırılan ve azaltılan hisselerin takip eden çeyrekteki performansı kıyaslanarak, fon yöneticilerinin yaptıkları bu işlemlerde ne kadar başarılı olduğu tespit edilmiştir. Eğer ağırlığı artan hisselerin, ağırlığı azalan hisselerle kıyasla ilave getiri sağlaması söz konusu değilse hisse senedi fonlarının işlem sıklıklarının fona ilave işlem maliyetleri getirmek dışında etkisi olmayacaktır.

Bu araştırma hazırlanırken ulaşılabilen Türkçe literatürde hisse senedi detayında fonların zamanlama performanslarını inceleyen bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu nedenle, bu çalışmanın, hisse senedi fon yöneticilerinin hisse alım satımlarındaki zamanlama performanslarını analiz etmesiyle literatüre katkıda bulunduğu düşünülmektedir. Ayrıca bu çalışmada diğer araştırmalardan farklı olarak doğrudan fon yöneticilerinin zamanlama yeteneğine odaklanılarak pozisyonlar yüzdelik dilimlere ayrılarak incelenmiştir. Fonların zamanlama performansına farklı bir açıdan bakarak da literatüre katkı sağlandığı düşünülmektedir.

Araştırmanın ikinci bölümünde literatürde hisse senedi fon yöneticilerinin yeteneklerini analiz etmiş olan çalışmalar özetlenmiştir, üçüncü bölümde araştırma metodolojisi anlatılmıştır, dördüncü bölümde araştırmadan elde edilen bulgular ve beşinci bölümde ise araştırma sonuçları sunulmuştur.

## 2. Literatür

Özer ve Çömlekçi (2020) odaklanma ve çeşitlendirme stratejilerini izleyen fonların performanslarını Türkiye’de işlem gören fonların 2013 ve 2020 yılları arasındaki performans verisini kullanarak analiz etmişlerdir. Sharpe, Treynor oranı ve Jensen Alfa değerlerine dayalı performans ölçümü yapılan çalışmada odaklanma stratejisini izleyen fonların, özellikle de teknoloji sektörüne odaklanan fonların daha üstün performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Sevinç ve Yakar (2018) Türkiye’de işlem gören 28 farklı pay senedi fonunu dahil ettikleri çalışmalarında, bu fonların toplam risklerini ve sistematik risklerini hesaplayarak, performans analizi yapmışlardır. Çalışmada 2014 ve 2018 yılları arasındaki veri kullanılmış ve Sharpe oranı, Treynor oranı, Fama ölçütü, Jensen alfası, M2 ve T2 değerleri hesaplanmıştır. Kullanılan ölçütlere ait performans verisi ile fon performansı arasında uyum olduğu saptanmıştır.

Merello vd. (2018) ABD borsasını ele aldıkları çalışmalarında haber akışından hareketle piyasada zamanlama yapıp yapılamayacağını araştırmışlardır. NASDAQ’da işlem gören 10 adet büyük ölçekli şirketin ele alındığı çalışmada, yaklaşık 18 aylık dönem içinde, haber akışı ve fiyat hareketleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma bulgularına göre haber akışı geçmiş fiyat hareketlerini açıklamakta oldukça etkindir fakat takip eden dönemdeki hisse performansı ile ilişkisi hızla düşmektedir.

Karabay (2018) BIST30 endeksindeki 26 adet hisseyi ve 11 adet sektör endeksini dahil ettiği çalışmada, optimum elde tutma süresini araştırmıştır. Üst üste örtüşen getiriler yönteminin kullanıldığı ve 2008 ile 2017 yılları arasını kapsayan çalışmada, daha uzun elde tutma süreleri ile daha fazla getiri elde edilemeyeceği raporlanmıştır.

Foran ve O’Sullivan (2017) İngiltere’deki fonları ele aldıkları çalışmalarında piyasa fiyat oynaklığı ve likidite zamanlamasındaki performansları incelemişlerdir. 1997 ile 2009 yılları arasını kapsayan çalışmada 1141 aktif yönetilen fona ait veri kullanılmıştır. Yöntem olarak Carhart dört faktör modeli uygulanmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgular, az sayıda fonun, piyasadaki fiyat oynaklığını zamanlayabildiğini ve likidite zamanlama yeteneği olan fonların daha yüksek getirilere ulaşabildiğini göstermektedir. Diğer yandan piyasa zamanlamasında başarılı olmuş

fonların bu başarıyı sürdürebilmeleri konusunda yeterli kanıtı ulaşılamamış ve fonların piyasayı zamanlama yetenekleri konusundaki soru işareti korunmuştur.

Liao, Zhang ve Zhang (2017) Çin'deki 280 adet hisse senedi fonuna ait 2001 ve 2010 yılları arasındaki veriyi kapsayan çalışmalarında fonların, piyasa fiyatlarını, oynaklığını ve likiditesini ne ölçüde etkin bir şekilde zamanlayabildiklerini araştırmışlardır. Araştırmada Carhart 4 faktör modeli kullanılmıştır ve birçok fon yöneticisinin zamanlama yeteneğinin olduğu tespit edilmiştir. Zamanlama konusunda yetenekli olan fon yöneticilerinin başarısız olanlara kıyasla yıllık %6 ile %7 arasında değişen oranlarda fazla getiri sağlayabildikleri tespit edilmiştir.

Şahin (2017) BIST30 endeks fonlarının seçme ve zamanlama yeteneğini araştırmıştır. 7 farklı endeks fonunun dahil edildiği çalışmada 2005 ve 2015 yılları arasındaki dönem üzerine çalışılmıştır. Treynor ve Mazuy, Henriksson ve Merton, Jensen ve Alfa metotları ile günlük fon getirilerinin analiz edildiği çalışmada hiçbir endeks fonunun takip ettiği endekse kıyasla ilave getiri sunmadığı bu nedenle de bu fon yöneticilerinin zamanlama ve seçme yeteneklerinin olmadığı tespit edilmiştir.

Kacperczyk, Nieuwerburgh ve Veldkamp (2014) ABD sermaye piyasasını kapsayan ve fon yöneticilerinin zamanlama performansını ölçmeye çalıştıkları çalışmalarında 1980 ve 2001 yılları arasında faaliyet göstermiş olan 3477 fona ait 250.219 fon-aydan oluşan veriyi kullanmışlardır. Çalışmada fonların zamanlama yeteneğinin bulunması için 12 aylık dönemlerdeki fonun belli bir hisseye ayırmış olduğu ağırlık, hissenin piyasa değerinin diğer hisselerle kıyasla ağırlığı ve hisse senedi getirisi kullanılmıştır. Eğer fon performansı yüksek olan hisselerle, piyasa değerlerine kıyasla daha fazla yatırım yapıyorsa, bu fonun zamanlama yeteneğinin bulunduğunu göstermektedir. Araştırma bulgularına göre resesyon dönemlerinde fonların toplam pozisyon ayarlama yeteneklerinin, büyük ralli dönemlerinde ise doğru hisse seçim yeteneklerinin ağır bastığı görülmektedir.

Ang, Gregoriou ve Lean (2014), Kuzey Amerika ve Avrupa'da faaliyet gösteren 248 adet fonu dahil ettikleri çalışmalarında fon yöneticilerinin piyasa zamanlama yeteneğini analiz etmişlerdir. Fonların getirisi baz alınan çalışmada Carhart 4 faktör modeli kullanılmıştır. Araştırma bulgularına göre fonların piyasayı zamanlama yeteneğinin olduğu tespit edilmiştir.

Mehta (2014) Hindistan'da faaliyet gösteren fonların hisse senedi seçim ve piyasa zamanlama yeteneklerini analiz etmiştir. 23 adet fonun dahil edildiği çalışmada 2007 ve 2011 yılları arasındaki veri kullanılarak Jensen tek faktör ve Carhart 4 faktör modelleri uygulanmıştır. Araştırma bulgularına

göre bazı fon yöneticileri başarılı performans göstermiş olsa da Hindistan'daki fon yöneticilerinin zamanlama yeteneği genel olarak zayıftır.

Chen, Adams ve Taffler (2013) 1993 ve 2006 yılları arasında ABD'de faaliyet göstermiş olan 3181 adet fonu dahil ettikleri çalışmalarında, fonların hisse senedi türü değişim zamanlamalarının ne kadar başarılı olduğu araştırılmıştır. Carhart'ın 4 faktör modelinden faydalanılan çalışmada, fonların, küçük ve büyük piyasa değerli şirketler arasında, yüksek ve düşük defter değeri / piyasa değeri olan şirketler arasında, piyasa getirisine kıyasla kaldıraç kullanımında ve momentum kriterlerine uygun hisselerde doğru zamanlama yapıp yapamadıkları araştırılmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre fonların büyüyen şirketler ve değer yatırıma uygun şirketler arasındaki değişimler konusunda etkin zamanlama yapabildikleri ve elde ettikleri getirinin %45'inin buradan geldiği görülmüştür.

Arslan ve Arslan (2010) 2006 ve 2010 arasındaki yılları kapsayan çalışmalarında A tipi değişken, A tipi hisse senedi ve B tipi fonları kapsayan çalışmalarında Sharpe oranı, M2 ölçütü, Treynor endeksi, Jensen endeksi, Sortino oranı ve T2 oranını kullanarak ve tekli ve kuadratik regresyon modelleri uygulayarak fonların performansını ölçmüşlerdir. Araştırma bulgularına göre araştırma kapsamında dahil edilmiş olan 12 adet fonun yöneticileri risksiz faiz oranını geçen getiriler sunarken yalnızca bir tanesinin zamanlama yeteneğine sahip olduğu tespit edilmiştir.

Alptekin ve Şıklar (2009) TOPSIS methodologyyla gerçekleştirdikleri analizde, 2007 ve 2008 yıllarında Türkiye'deki hisse senedi yatırım fonlarının performansını analiz etmişlerdir. Performans ölçütleri olarak Sharpe, M2, Sortino, Treynor, T2 ve Jensen kriterlerinin kullanıldığı çalışmaya toplam 12 adet fona ait veri dahil edilmiştir. Araştırma sonuçlarında bu 12 adet fon kendi aralarında performans açısından sıralanmıştır.

Korkmaz ve Uygurtürk (2007), 2004 ve 2006 yıllarını kapsayan çalışmalarında Türkiye'deki 46 adet emeklilik fonunun performansını ve zamanlama yeteneğini analiz etmişlerdir. Araştırmada Sharpe oranı, M2 değeri, Sortino oranı, Treynor indeksi ve Jensen oranı kullanılarak performans ölçümleri gerçekleştirilmiştir. Ayrıca fon yöneticilerinin zamanlama yeteneklerinin ölçülebilmesi için kuadratik ve kukla değişkenli regresyon modelleri uygulanmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, (1) fonların buldukları grubun genel özelliklerini taşıdığı ve ayrışma yaşamadıkları, (2) farklı performans ölçütlerinin farklı fonlar için benzer sonuçlar verdiği, (3) karşılaştırma ölçütüne göre yüksek performansı araştırma kapsamındaki

sadece bir fonun sağladığı ve (4) zamanlama yeteneği olan emeklilik fon sayısının çok az olduğu tespit edilmiştir.

Romacho ve Cortez (2006) Portekiz’de faaliyet gösteren fonların zamanlama yeteneklerini analiz ettikleri çalışmalarında, 1996 ve 2001 yılları arasında faaliyet göstermiş olan 21 adet fonu incelemişlerdir. Piyasa performansı ile fon getirilerini kıyaslayan çalışma sonuçlarına göre hisse senedi fonlarının zamanlama yeteneklerinin olmadığı ve zamanlama açısından nötr ya da negatif sonuçlar alabildikleri görülmüştür.

Arslan (2005) 2002 ve 2005 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren 45 yatırım fonunu dahil ettiği çalışmasında, fon yöneticilerinin zamanlama kabiliyetini analiz etmiştir. Uygulanmış olan kuadratik regresyon analizi sonuçlarına göre 45 yatırım fonundan yalnızca 3 adetinin yüksek performansa sahip olduğu görülmüştür.

Comer (2006) farklı yatırım enstrümanlarına aynı anda yatırım yapan fonların zamanlama performansını ölçtüğü çalışmasında Weisenberger’s Mutual Funds Panorama tarafından listelenmiş 56 adet hibrit fona ait 1981 ve 2000 yılları arasındaki performans verisini kullanmıştır. Araştırma bulguları, 1981-1991 yılları arasında fonların hisse senedi zamanlama performanslarının düşük olduğunu fakat 1992-2000 yılları arasında yüksek performans yakaladıklarını göstermiştir.

Carhart (1997) ABD’de 1962 ve 1993 yılları arasında 1892 adet fona ait veriyi kullanarak, fonların performansının ne kadar sürdürülebilir olduğunu analiz etmiştir. Araştırma bulgularına göre başarılı fonların performansları sürdürülebilir olmamıştır fakat başarısız fonlarda başarısızlığın devam etme olasılığı daha yüksektir. Diğer yandan fonların masraflarının fon performansı üzerinde ciddi bir negatif etkisi olduğu ve alım satım işlemlerinin fonların performansını %0,95 oranında düşürdüğü tespit edilmiştir.

### 3. Araştırma

Bu araştırmada veri olarak TEFAS’da kayıtlı olan hisse senedi fonlarına ait Haziran 2015- Haziran 2020 arasındaki 20 farklı çeyrek sonundaki hisse senedi pozisyonları kullanılmıştır. Çalışma kapsamına esnek bir şekilde Borsa İstanbul’da işlem gören bütün şirketleri dahil edebilen fonların dahil edilmesi amaçlanmıştır. Bu sayede fon yöneticilerinin performansını daha net ölçmek mümkün olacaktır. Bu dönemde 5 yıl boyunca sürekli aktif olan 44 farklı hisse senedi fonu olmasına rağmen, bu fonlardan yabancı ülkelere yatırım yapan 8 adet fon, belli bir endeksi takip eden 10 adet fon, belli bir holdingin iştiraklerine yatırım yapan 2 adet fon ve kâr payı ödeyen şirketlere yatırım yapan 1 adet fon araştırma kapsamına alınmamıştır. Kalan

23 adet hisse senedi fonundan 3'ü ise ayrıntılı olarak hisse senedi pozisyonlarını sunmamaları nedeniyle çalışma kapsamına alınamamıştır. Çalışma kapsamına alınan fon sayısı 20'dir. Fonların ellerinde bulunan hisseler ve pozisyon büyüklükleri KAP'dan, hisse senetlerine ait getiriler ise finance.yahoo sitesinden elde edilmiştir. Çeyreklik bazdaki pozisyon değişimleri baz alınarak toplam 19 farklı çeyrek için fon ve hisse bazında getiriler çalışmaya dahil edilmiştir. Araştırma kapsamında değerlendirilen toplam pozisyon sayısı 11171 hisse \* çeyrekten oluşmaktadır.

Hisse senedi fon yöneticilerinin zamanlama yeteneğinin ölçüldüğü bu çalışmada, yöntem olarak fon yöneticilerinin çeyreklik olarak artırdıkları pozisyonlar ile azalttıkları pozisyonların takip eden çeyrekteki getirilerinin kıyaslanması seçilmiştir. Eğer fon yöneticileri zamanlama yeteneğine sahipse, artırdıkları pozisyonların, sabit bıraktıkları ve azalttıkları pozisyonlara kıyasla daha üstün getiri sağlaması gerekmektedir. Bu doğrultuda oluşturulmuş olan aşağıdaki araştırma sorularına cevap bulmak için dört aşamada testler gerçekleştirilmiştir.

Araştırma Sorusu 1- Hisse senedi fonlarının ağırlığını artırdıkları pozisyonlar ile ağırlığını azalttıkları pozisyonlar arasında, takip eden dönemde, performans farkı var mıdır?

Araştırma Sorusu 2- Hisse senedi fonlarının yeni açtıkları ile tamamen kapadıkları pozisyonlar arasında, takip eden dönemde, performans farkı var mıdır?

Araştırma sorusu 1'e cevap aranan ilk aşamada çeyreklik bazda fonların ellerinde bulunan hisse pozisyonlarının adetsel büyüklüğü listelenmiştir. Ardından çeyrekler arası geçişte her bir pozisyonun hangi oranda değiştiği hesaplanmıştır. Fiyat yerine hisse adetinin kullanılması nedeniyle hisse fiyat değişimlerinden kaynaklanacak etkiler arındırılmış, doğrudan fon yöneticisinin alım ya da satım kararı vermesine odaklanılmıştır. Sermaye artırımları ya da birleşmeler nedeniyle olabilecek değişim etkisi hesaplama yapılırken arındırılmıştır. Sonrasında pozisyon miktarında yapılan değişiklikler oransal olarak büyükten küçüğe doğru sıralanmış ve beş gruba ayrılmıştır. Son çeyrekte en yüksek miktarda artış yaşamış olan hisseler birinci yüzdalık dilime alınırken, sıralamadan devam edilerek en az artış yaşamış ya da en çok düşüş yaşamış hisseler ise beşinci yüzdalık dilime alınmıştır. Hesaplamalar fon bazında yapılmış ve beş farklı yüzdalık dilimde eşit sayıda hisse olmasına özen gösterilmiştir. Araştırmanın kapsadığı dönem boyunca aynı hesap tekrarlanmış ve her bir çeyrek için ilgili kriterlere sahip portföyler oluşturulmuştur. Gruplama yapılırken görece pozisyon ağırlığındaki değişime dayalı sıralama verisi kullanıldığı için fona kaynak girişi ve kaynak çıkışı nedenli fon büyüklüğündeki



değişim etkileri sonuçlara yansımamıştır. Bu sayede fon yöneticilerinin pozisyon değişim kararları doğrultusunda dönemsel olarak ağırlık verdikleri ve azalttıkları pozisyonları belirlemek mümkün olmuştur. İlgili çeyreklik dilimlerdeki hisse senetleri belirlendikten sonra takip eden çeyreklik dönemde her bir hissenin performansı hesaplanmış, daha sonrasında ilgili yüzdeler dilimler bazında performansı kıyaslamak mümkün olmuştur. Performanslar hesaplanırken, sermaye artışı ya da nakit temettüden kaynaklanan etkiler arındırılarak düzeltilmiş getiriler kullanılmıştır.

Araştırmanın ikinci aşamasında da araştırma sorusu 1'e cevap aranmış, fon bazında zamanlama yetenekleri analiz edilmiştir. Bu amaçla ilk aşamadaki metodoloji tekrarlanmış, fakat fon bazlı analiz yapıldığı ve her bir fonda ilgili çeyrekte istatistiksel olarak anlamlı sonuç almak için yeterli sayıda hisse bulunmaması nedeniyle %20'lik dilimler yerine her biri %33,3'lük ağırlığa sahip üç adet yüzdeler dilim kullanılmıştır. Birinci yüzdeler dilim ağırlığı en çok artan hisseleri bulundurunca, ikinci yüzdeler dilim nispeten ağırlığı sabit kalan hisseleri ve üçüncü yüzdeler dilim ise ağırlığı azaltılan hisseleri bulundurmaktadır. Bu aşamada her bir fon için ve fonların geneli için, farklı yüzdeler dilimlerdeki hisse bazlı getiriler hesaplanmıştır. Bu veri seti ile ağırlığı artan ve azalan pozisyonların takip eden çeyreklik performansları arasında istatistiksel bir ilişki olup olmadığı, t testleri ile analiz edilmiştir.

Araştırmanın üçüncü aşamasında araştırma sorusu 2'ye cevap aranmıştır. Bu aşamada, fon yöneticilerinin yeni açtığı pozisyonlar ile kapadıkları pozisyonların takip eden çeyrekteki performansları hesaplanmıştır. Yeni açılan pozisyonların çeyreklik performanslarının aritmetik ortalaması ve kapanan pozisyonların takip eden çeyrekteki performansının aritmetik ortalaması kullanılarak iki farklı portföy oluşturulmuş ve getiri endeksleri hesaplanmıştır. Bu sayede yeni açılan pozisyonlar ile kapanan pozisyonların performansı kıyaslanarak yöneticilerinin seçim yeteneklerini ölçmek mümkün olmuştur.

Araştırmanın dördüncü aşamasında daha önce bulunan sonuçların ne kadar güvenilir olduğunu tespit etmek için analizler yapılmıştır. Hisse bazında düşünüldüğünde halka açık piyasa değerlerinin farklı olması, hisse fiyatlarının yeni alımlara ne kadar hassas olabileceğinin tespitinde etkin bir faktördür. Fakat bununla birlikte alım yapan kişi ya da kuruluşun finansal gücü de diğer önemli faktör olarak düşünülebilir. Bu çalışmada bu iki faktörün etkisi birleştirilerek, yeni bir yaklaşım geliştirilmiştir. Belli bir fonun belli bir hisse üzerindeki fiyat belirleme gücünü tespit etmek için fon etki faktörü adı verilen bir değişken tanımlanmıştır. Fon etki faktörü, belli bir hisse senedi fonunun aktiflerinin belli bir hissenin halka açık piyasa

değerine bölünmesi ile bulunmaktadır. Hesaplamalar çeyreklik olarak son güne denk gelen fonların mevcut durumu raporladıkları tarih baz alınarak yapılmıştır. Bu tarihteki fonun aktiflerinin büyüklüğü, yine aynı tarihte fonun yatırım yaptığı hisse senedinin halka açık piyasa değerine bölünmüştür. Bu aşamada, fonların ağırlığını arttırdıkları ile ağırlığını azalttıkları pozisyonlar, hem hisse senetlerinin halka açık piyasa değeri bazında hem de fon etki faktörü bazında değerlendirilerek, elde edilen sonuçların güvenilirliği sınanmıştır.

#### **4. Bulgular**

Araştırmanın ilk aşamasında araştırma sorusu 1'e cevap aranmıştır. Bu amaçla, hisse senedi fonlarının çeyreklik olarak ağırlığını arttırdıkları ile ağırlığını azalttıkları pozisyonlar, yüksekte düşüğe doğru sıralanarak beş farklı grupta toplanmış ve takip eden çeyrekteki performansları Tablo 1'de verilmiştir. Elde edilen sonuçlar, genel olarak ağırlığı artırılmış olan pozisyonların, ağırlığı azaltılmış olan pozisyonlara kıyasla daha yüksek performans elde ettiğini göstermektedir. Araştırma zaman diliminde ağırlığı artırılmış olan pozisyonların ağırlığı azaltılmış olan pozisyonlara kıyasla ilave getirisi çeyreklik olarak %2 seviyesindedir. Performans hesabı yapılan 19 çeyrekten 4'ünde ağırlığı azaltılmış pozisyonlar yüksek performans sergilerken, 15 çeyrekte ise ağırlığı artırılan pozisyonlar yüksek performans sergilemiştir. Bu açıdan da bakıldığında hisse senedi fon yöneticileri, pozisyonları arasında yaptıkları değişikliklerde zamanlama yönünden başarılılardır.

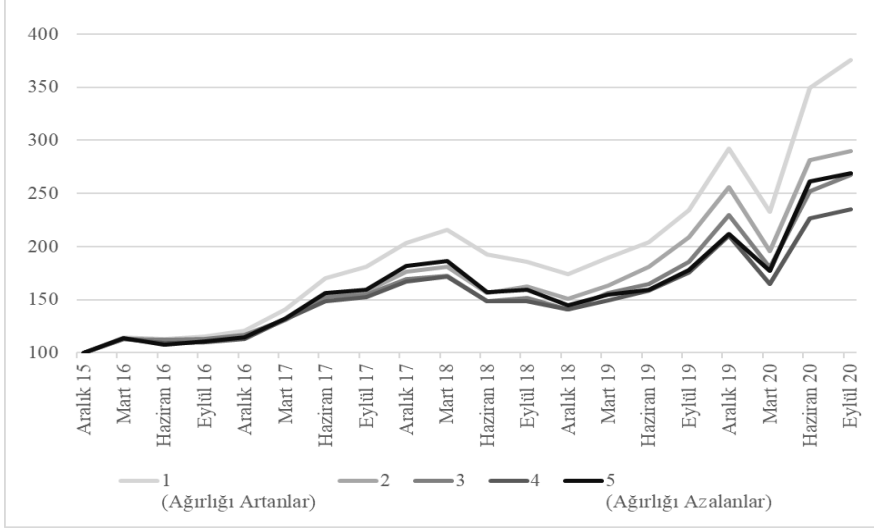
**Tablo 1:** Türkiye’deki Hisse Senedi Fonlarının Çeyreklik Bazda Ağırlığını Artırdıkları Hisseler ile Ağırlığını Azalttıkları Hisselerin Takip Eden Çeyreklerdeki Performanslarının Kıyaslanması

Portföy Oluşturma Dönemi	1 (Ağırlığı Artanlar)	2	3	4	5 (Ağırlığı Azalanlar)	1-5
2020/2	7.5%	3.2%	5.9%	3.9%	2.9%	4.5%
2020/1	50.5%	43.8%	40.0%	37.3%	47.4%	3.2%
2019/4	-20.5%	-23.7%	-21.5%	-21.6%	-16.1%	-4.3%
2019/3	24.6%	22.7%	23.6%	19.6%	18.7%	5.9%
2019/2	14.7%	15.1%	12.7%	10.7%	11.7%	3.0%
2019/1	7.9%	10.9%	5.5%	6.4%	3.3%	4.6%
2018/4	9.1%	8.2%	11.0%	6.2%	6.5%	2.5%
2018/3	-6.5%	-7.1%	-7.1%	-5.5%	-9.0%	2.5%
2018/2	-3.5%	4.1%	1.9%	0.2%	1.5%	-5.0%
2018/1	-10.6%	-13.6%	-13.8%	-13.7%	-15.8%	5.2%
2017/4	5.9%	2.5%	1.6%	2.7%	2.4%	3.5%
2017/3	12.5%	11.7%	10.0%	9.8%	14.4%	-1.9%
2017/2	6.4%	3.3%	1.3%	2.4%	1.7%	4.7%
2017/1	20.8%	17.1%	15.7%	13.3%	18.4%	2.4%
2016/4	16.9%	13.0%	12.3%	16.0%	15.2%	1.7%
2016/3	4.8%	3.6%	3.8%	3.1%	3.9%	0.9%
2016/2	1.6%	1.0%	0.6%	0.6%	2.5%	-0.9%
2016/1	-1.1%	-3.2%	-0.9%	-3.6%	-5.0%	4.0%
2015/4	14.4%	14.0%	13.1%	13.3%	13.3%	1.0%
<b>Ortalama</b>	<b>8.2%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.3%</b>	<b>6.2%</b>	<b>2.0%</b>

**Notlar:** Koyu yeşil renklendirme ilgili çeyrekteki en yüksek getiriye sahip yüzdeler dilimi temsil ederken koyu kırmızı ise en düşük yüzdeler performansına sahip yüzdeler dilimi temsil etmektedir. Toplamda 20 adet fonun, ağırlıklarını en çok artırdıkları ilk %20’lik dilime düşen hisseler 1 nolu gruba, ağırlıklardaki değişime göre sıralanmış diğer hisseler ise diğer gruplara dağıtılmıştır. Her bir yüzdeler dilimin ilgili çeyrekteki performansı o çeyreklik dilimde bulunan hisselerin takip eden dönemdeki getirilerinin aritmetik ortalamasını ifade etmektedir. Son kolonda ağırlığı en çok artırılan hisselerin bulunduğu 1. yüzdeler dilimdeki hisselerin ortalama getirisi ile ağırlığı en çok azaltılan hisselerin bulunduğu 5. yüzdeler dilimin ortalama performansı arasındaki fark verilmiştir.

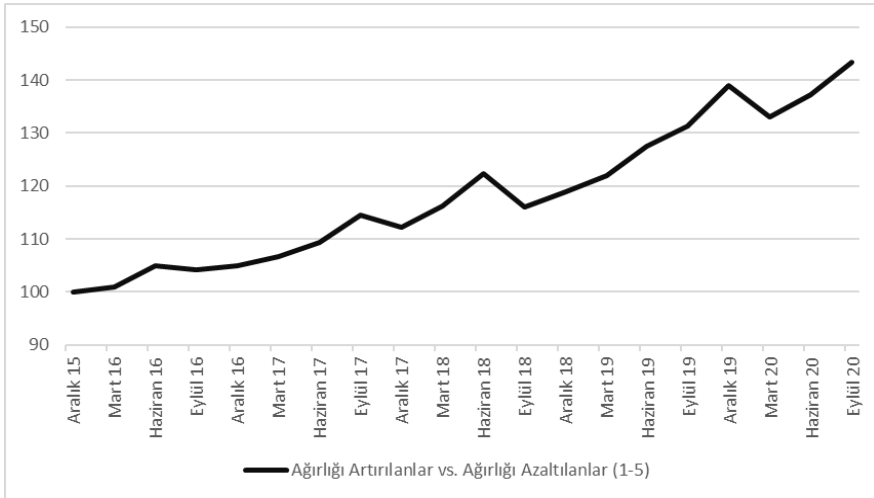
Tablo 1’de sınıflandırılmış ve ortalama getirileri verilmiş olan hisselerden oluşturulmuş portföylerin kümülatif getirileri ile hesaplanmış endeksler Şekil 1’de sunulmuştur. Buna göre ağırlığı artırılmış olan hisselerden oluşturulan portföyler istikrarlı bir şekilde yüksek performans göstermektedir. Ağırlığı azaltılan portföyler ile ağırlığı nispeten sabit kalmış olan portföyler arasında ise belirgin bir farklılık bulunmamaktadır.

**Şekil 1:** Hisse Senedi Fonlarının Çeyreklik Bazda Ağırlığını Artırdıkları ve Azalttıkları Pozisyonlardan Oluşturulan Portföylerin Getirileri (2015 Aralık değeri 100'e eşitlenmiştir)



Şekil 2'de ağırlığı artırılan hisselerden oluşturulan portföylerin ağırlığı azaltılan hisselerle kıyasla görece getirisinin gelişimi sunulmuştur. Birkaç çeyrek haricinde istikrarlı bir yükseliş dikkat çekmektedir.

**Şekil 2:** Hisse Senedi Fonlarının Çeyreklik Bazda Ağırlığı Artırdıkları Hisselerden Oluşturulan Portföyün Ağırlığı Azaltılan Hisselerden Oluşturulan Portföye Kıyasla Görece Performansı (2015 Aralık değeri 100'e eşitlenmiştir)



Araştırma kapsamında değerlendirilen 20 fonun, çeyreklik bazda ağırlıklarını (ağırlık değişimi olarak ilk %33'lük dilime giren) ve ağırlığını azalttıkları (son %33 lük dilime giren) hisselerin takip eden dönemlerdeki getirileri Tablo 2'de verilmiştir. Elde edilen bulgulara göre 20 fondan 16'sında ağırlığı artırılan hisselerin performansı, ağırlığı azaltılan hisselerle kıyasla daha yüksek çıkmıştır. Diğer yandan t testi sonuçlarına göre hiçbir fon için ağırlığı artırılan ve azaltılan hisseler arasındaki performans farkı istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bütün fonların hisse senedi pozisyonları dahil edilerek yapılan analizde ise ağırlığı artırılmış olan hisselerin ortalama getirisinin çeyreklik bazda %7,7 olduğu, ağırlığı azaltılan hisselerin ise %5,9 olduğu bulunmuştur. Bu iki grup arasındaki %1,8'lik performans farkı istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır.

**Tablo 2:** Hisse Senedi Fonlarının Ağırlığını Artırdıkları ile Azalttıkları Pozisyonların Performansları

Fon	Ağırlığı Artan Hisseler			Ağırlığı Azalan Hisseler			Ağırlığı Artan Hisseler ile Azalan Hisseler Arasındaki Performans Farkı		
	P	t	Ort. Getiri	P	t	Ort. Getiri	P	t	Ort. Getiri
1	0.24	1.18	12.4%	0.71	0.38	8.0%	0.25	1.17	4.4%
2	0.44	0.77	4.2%	0.55	0.60	7.5%	0.32	1.00	-3.4%
3	0.27	1.11	7.6%	0.90	0.13	5.9%	0.36	0.91	1.7%
4	0.41	0.84	15.9%	0.52	0.66	11.0%	0.29	1.08	4.9%
5	0.82	0.23	5.4%	0.94	0.07	5.0%	0.85	0.18	0.5%
6	0.70	0.38	6.1%	0.37	0.89	3.9%	0.26	1.13	2.2%
7	0.95	0.07	8.1%	0.96	0.05	7.7%	0.89	0.14	0.4%
8	0.21	1.27	8.2%	0.67	0.42	4.6%	0.15	1.44	3.6%
9	0.21	1.26	6.0%	0.16	1.42	0.5%	0.02	2.29	5.5%
10	0.19	1.31	8.0%	0.38	0.88	3.8%	0.07	1.81	4.1%
11	0.27	1.10	9.8%	0.77	0.30	7.8%	0.41	0.83	2.0%
12	0.78	0.28	9.9%	0.61	0.51	11.9%	0.52	0.65	-2.0%
13	0.59	0.53	7.1%	0.60	0.53	5.4%	0.41	0.83	1.7%
14	0.55	0.60	7.2%	0.33	0.98	4.1%	0.20	1.29	3.1%
15	0.76	0.30	10.4%	0.87	0.17	11.5%	0.81	0.24	-1.1%
16	0.24	1.18	7.2%	0.91	0.12	4.9%	0.21	1.25	2.3%
17	0.64	0.47	8.6%	0.44	0.78	12.4%	0.26	1.12	-3.8%
18	0.53	0.63	7.1%	0.40	0.84	4.6%	0.23	1.20	2.4%
19	0.17	1.37	8.8%	0.19	1.32	4.5%	0.03	2.18	4.3%
20	0.35	0.94	6.7%	0.18	1.35	3.3%	0.05	1.98	3.4%
Ort.	0.00	3.81	7.7%	0.00	3.07	5.9%	0.00	3.86	1.8%

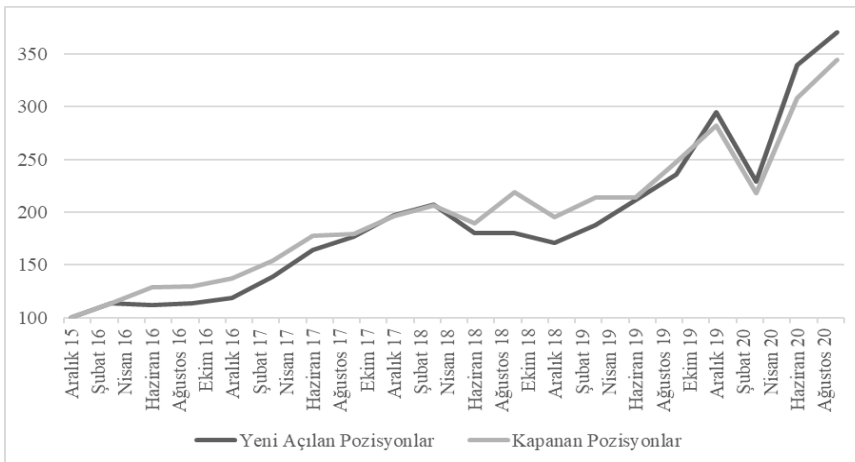
Hisse senedi fonlarının çeyreklik bazda, yeni açtıkları pozisyonlar ve tamamen kapadıkları pozisyonların takip eden dönemdeki getirileri Tablo 3'de, bu getiriler kullanılarak oluşturulmuş endeksler ise Şekil 3'de verilmiştir. Burada elde edilen sonuçlara göre yeni açılan pozisyonlar ile

kapatılan pozisyonlar arasında performans açısından farklılık bulunmamaktadır. Verinin sınırlılığı nedeniyle bu aşamada istatistiksel test uygulanmamıştır.

**Tablo 3:** Hisse Senedi Fonlarının Yeni Açtıkları ile Tamamen Kapatıldıkları Pozisyonlar Arasındaki Performans Farkı

Dönem	Yeni Açılan	Kapanan	Yeni Açılan ve Kapanan
	Pozisyonların Getirisi	Pozisyonların Getirisi	Pozisyonlar Arasındaki Fark
	1	2	1-2
2020/3	9.0%	11.7%	-2.7%
2020/2	48.5%	41.4%	7.2%
2020/1	-22.3%	-22.6%	0.3%
2019/4	24.9%	13.7%	11.2%
2019/3	11.6%	15.8%	-4.2%
2019/2	12.7%	0.1%	12.6%
2019/1	9.4%	9.2%	0.2%
2018/4	-4.9%	-10.7%	5.9%
2018/3	-0.2%	15.7%	-15.9%
2018/2	-12.8%	-8.0%	-4.8%
2018/1	4.9%	5.0%	-0.1%
2017/4	11.7%	9.3%	2.4%
2017/3	7.4%	1.2%	6.1%
2017/2	18.6%	15.3%	3.3%
2017/1	17.2%	12.1%	5.1%
2016/4	4.1%	5.9%	-1.8%
2016/3	1.6%	0.6%	1.0%
2016/2	-1.4%	13.5%	-15.0%
2016/1	13.6%	13.5%	0.2%
<b>Ortalama</b>	<b>8.1%</b>	<b>7.5%</b>	<b>0.6%</b>

**Şekil 3:** Hisse Senedi Fonlarının Çeyreklik Bazda Yeni açtıkları ve Tamamen Kapatıldıkları Pozisyonlardan Oluşturulan Portföylerin Performansı (2015 Aralık değeri 100'e eşitlenmiştir).



Fonların ağırlığını artırdıkları pozisyonlardaki getirilerinin hisse senetlerinin likiditesinden etkilenip etkilenmediğinin anlaşılması için Tablo 4’de belirtilmiş olan mukayese yapılmıştır. Önce fonların ağırlığını görece artırdıkları, sabit tuttıkları ve azalttıkları hisseler her bir grupta eşit sayıda hisse olacak şekilde sıralanarak gruplanmış; sonrasında ise her bir grupta bulunan hisseler halka açık piyasa değerlerinin yüksek ya da düşük olmasına göre yine eşit sayıda hisse barındıracak şekilde alt gruplara ayrılmıştır. Araştırmadan elde edilen sonuçlara göre ağırlığı artan hisseler, halka açık piyasa değerinden bağımsız olarak bütün alt gruplarda, ağırlığı değişmeyen ve azaltılan hisselerle kıyasla üstün performans göstermiştir. Bu sonuç, fonların ağırlığını artırdıkları hisselerde elde ettikleri performansın hisselerin likiditesinden kaynaklanmadığını göstermektedir.

**Tablo 4:** Hisse Senedi Fonlarının Ağırlığını Artırdıkları ile Azalttıkları Pozisyonların Getirilerinin Şirketlerin Halka Açık Piyasa Değeri Bazında Değerlendirilmesi

Portföy Oluşturma Dönemi	Ağırlığı Artan Hisselerin Getirileri			Ağırlığı Azalan Hisselerin Getirileri		
	Halka Açık Piyasa Değerine Göre			Halka Açık Piyasa Değerine Göre		
	Yüksek	Orta	Düşük	Yüksek	Orta	Düşük
2020/2	-2.0%	1.1%	17.1%	-2.9%	-2.1%	12.1%
2020/1	31.3%	46.0%	57.8%	29.4%	41.6%	64.6%
2019/4	-22.6%	-23.9%	-17.6%	-21.4%	-24.2%	-12.2%
2019/3	10.2%	18.1%	37.3%	5.4%	16.7%	37.7%
2019/2	11.3%	7.5%	21.3%	4.4%	11.5%	20.2%
2019/1	5.5%	8.6%	11.5%	5.5%	3.8%	5.4%
2018/4	8.2%	7.5%	10.4%	5.5%	9.6%	5.9%
2018/3	-5.9%	-6.9%	-7.5%	-9.5%	-7.8%	-6.1%
2018/2	4.3%	-1.9%	-1.5%	5.0%	-1.1%	0.9%
2018/1	-12.2%	-10.8%	-12.8%	-16.7%	-12.6%	-16.3%
2017/4	2.3%	4.3%	5.2%	1.4%	1.0%	4.9%
2017/3	17.7%	13.1%	11.0%	10.4%	16.7%	10.8%
2017/2	7.8%	5.3%	5.0%	0.7%	3.2%	4.1%
2017/1	16.4%	20.6%	20.4%	15.4%	14.6%	20.3%
2016/4	18.1%	12.3%	15.6%	14.5%	15.9%	15.6%
2016/3	2.8%	3.3%	6.4%	3.8%	0.6%	6.1%
2016/2	-1.6%	0.7%	3.0%	2.5%	2.0%	2.4%
2016/1	-5.9%	-4.0%	-0.5%	-6.5%	-5.5%	-0.5%
2015/4	14.2%	16.9%	11.5%	11.7%	14.8%	11.8%
Ortalama	5.3%	6.2%	10.2%	3.1%	5.2%	9.9%

Bir sonraki aşamada, hisse senedi fonlarının pozisyon ağırlığı değişimlerine göre gruplanmış hisseler fon etki faktörlerine göre alt gruplara ayrıştırılarak Tablo 5’de sunulmuştur. Daha önce belirtildiği gibi fon etki faktörü fonların aktiflerinin hisse senetlerinin halka açık piyasa değerine bölünmesiyle bulunmaktaydı. Burada elde edilen sonuçlara göre hisse senedi fonları yalnızca fiyatına daha fazla etki edebildikleri hisselerde değil, ağırlıklarının

artırdıkları bütün hisse pozisyonlarında diğer gruplara kıyasla daha başarılı performans sergilemişlerdir.

**Tablo 5:** Hisse Senedi Fonlarının Ağırlığını Artırdıkları ya da Azalttıkları Pozisyonların Getirilerinin Fon Etki Faktörü Bazında Değerlendirilmesi

Portföy Oluşturma Dönemi	Ağırlığı Artan Hisselerin Getirileri			Ağırlığı Azalan Hisselerin Getirileri		
	Fon Etki Faktörüne Göre			Fon Etki Faktörüne Göre		
	Yüksek	Orta	Düşük	Yüksek	Orta	Düşük
2020/3	13.7%	-0.2%	-3.5%	8.5%	0.3%	-8.9%
2020/2	55.6%	43.1%	29.2%	60.7%	36.4%	25.1%
2020/1	-16.8%	-24.9%	-22.9%	-14.0%	-21.3%	-25.1%
2019/4	41.4%	17.3%	11.6%	42.5%	14.7%	7.9%
2019/3	21.4%	11.3%	6.4%	21.3%	7.2%	6.4%
2019/2	8.1%	12.8%	6.3%	4.0%	6.2%	4.4%
2019/1	10.6%	8.9%	6.2%	4.3%	8.3%	7.7%
2018/4	-8.1%	-6.2%	-6.5%	-7.3%	-6.0%	-9.3%
2018/3	-0.4%	-2.9%	5.2%	2.7%	-1.7%	2.2%
2018/2	-11.0%	-11.7%	-13.8%	-13.6%	-15.4%	-17.0%
2018/1	4.7%	6.0%	1.4%	4.8%	0.5%	1.9%
2017/4	11.7%	11.5%	18.5%	8.8%	16.0%	12.5%
2017/3	7.6%	5.9%	3.7%	7.7%	1.2%	0.3%
2017/2	19.9%	19.8%	19.2%	20.1%	16.6%	14.5%
2017/1	13.7%	15.1%	16.9%	14.7%	15.8%	15.2%
2016/4	6.2%	3.4%	3.1%	4.5%	4.3%	2.0%
2016/3	2.7%	1.2%	-1.8%	5.8%	2.1%	-0.9%
2016/2	0.9%	-5.3%	-5.4%	0.0%	-5.6%	-6.8%
2016/1	12.9%	15.6%	14.4%	12.2%	12.9%	12.7%
Ortalama	10.3%	6.4%	4.6%	9.9%	4.9%	2.4%

## 5. Sonuç

Uzun vadeli yatırım yapan hisse senedi fonları doğru şirketleri seçmişlerse iyi zamanlama yapmamış olsalar dahi, bu şirketlerin piyasa değerlerinde oluşan artıştan faydalanacakları için üstün performans sergileyebilirler. Diğer yandan kısa vadeli getiri odaklı hareket etmeleri ve çok sayıda işlem yapmaları halinde komisyon giderleri ve diğer benzeri maliyetler artacaktır. Doğrudan hisse senedi fonlarının zamanlama yeteneğinin analiz edildiği bu çalışmada, sık sık pozisyon değiştirerek elde edilen ilave getirinin tespit edilmesi için, fonların pozisyon değişikliklerine ve bu değişikliklerden elde edilmiş kısa vadeli kazançlara odaklanılmıştır.

Araştırma sonuçları, fon bazında değerlendirildiğinde istatistiksel olarak anlamlı derecede olumlu sonuçlar alınamamış olsa da 20 fondan 16'sında, pozisyonların artırılmış olduğu hisselerin takip eden performansları, pozisyonların azaltıldığı hisselerle kıyasla daha yüksektir. Fonların tamamı dikkate alındığında ağırlığı artırılan pozisyonların, ağırlığı azaltılan



pozisyonlara kıyasla elde ettikleri getiriler, araştırma kapsamında getiri hesabı yapılan 19 çeyreğin 15'inde pozitiftir. Ayrıca yine fonların toplamı için ağırlığı artırılan ve ağırlığı azaltılan hisselerin performansı kıyaslandığında ise, arada ağırlığı artan hisseler lehine %1,8'lik pozitif bir fark mevcuttur. Fakat bu bulgular yeni açılan ve tamamen kapatılan pozisyonların performansları kıyaslandığında teyit edilememiştir ve bu kıyaslamada birbirine oldukça yakın sonuçlar bulunmuştur. Bu durum, (1) fonların mevcut pozisyonlarına ilave yatırım yapacakları sırada daha titiz davranmaları, (2) ellerindeki pozisyonlara dışarıdaki hisselerden daha hâkim olmaları ve (3) alıma devam ettikçe likiditede yaratılan sıkışıklık nedeniyle pozitif yönde daha sert baskı oluşturmaları gibi nedenlerden kaynaklanıyor olabilir. Bir diğer elde edilen bulgu ise fonların, ağırlığı artırılan hisselerde daha üstün performans sergilemiş olmalarına karşın, ağırlığı sabit bırakılan ve azaltılan hisseler arasında anlamlı bir performans farkı oluşmamıştır. Fon yöneticilerinin zamanlama yeteneği olması durumunda böyle bir sonuç beklenmemektedir ve ağırlığı artırılan hisselerde elde edilmiş üstün performansın daha fazla sorgulanması gerektiği sonucunu çıkarmaktadır. Ayrıca yeni açılan ve kapanan pozisyonlar arasında da performans farkı olmaması, fon yöneticilerinin zamanlama yeteneğinin sorgulanması için ikinci önemli etkidir. Çünkü bir fon yöneticisi yeni açtığı bir pozisyonda yeterli yatırıma ulaşana kadar kontrollü bir şekilde hareket etmeyi tercih edebilir. Bu da fiyat baskısı yapmış olma ihtimalini azaltmaktadır. Diğer yandan eğer fon mevcut bir pozisyonda hisse fiyatını hareket ettirebilecek imkana sahipse, özellikle fon performansının düşük çıktığı dönemde bu imkândan yararlanarak, yeni alımlarla hisse fiyatını yukarı çekmeyi tercih edebilir. Araştırmanın son aşamasında bu etkinin ne kadar geçerli olduğu test edilmiştir. Hisse senetleri halka açık piyasa değerlerine göre sınıflandırılmış, ayrıca fonların aktif büyüklüğü ile hisse senedi halka açık piyasa değeri arasındaki ilişki de göz önünde bulundurularak fon etki faktörleri hesaplanmıştır. Yapılan kontrollerde fonlar hem büyük ölçekli hem de küçük ölçekli şirketlerde ağırlığını artırdıkları pozisyonlarda diğer pozisyonlarına kıyasla üstün performans göstermeyi başarmıştır. Elde edilen sonuçların, aynı zamanda fonların hisse senetlerindeki fiyat belirleme güçlerinden de bağımsız olduğu tespit edilmiştir.

Bütün bulgular düşünüldüğünde, ilk olarak fonların özellikle ağırlıklarını artırdıkları pozisyonlarda zamanlama yeteneklerinin olduğu görülmektedir. İkinci olarak ağırlığı sabit bırakılan ve azaltılan pozisyonlar kıyaslandığında, fonların satış kararlarında uygun zamanlama yapılabildiğine dair bulgu elde edilmemiştir. Üçüncü olarak fonların yeni açtığı ve tamamen kapadıkları pozisyonlar arasında da performans farkı yoktur. Bu bulgu da fonların satış zamanlaması konusunda yeteneklerinin

sınırlı olduğunu göstermektedir. Literatürdeki diğer çalışmalarda ise ancak az sayıda fon yöneticisinin zamanlama yeteneği olduğu raporlanmıştır (Arslan ve Arslan, 2010; Korkmaz ve Uygurtürk, 2007). Bundan sonra bu konuyla ilgili yapılacak olan çalışmalarda, hisse senetlerinin işlem hacimlerindeki değişim ve farklı fonların pozisyon değişimleri arasındaki ilişkiler analiz edilerek, fonların hisse senetleri fiyatları üzerindeki etkisinin tespit edilmesi, literatüre katkı sağlayabilir.

## Kaynaklar

- Alptekin, N. ve Şıklar, E. (2009), Türk Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonlarının Çok Kriterli Performans Değerlendirmesi: Topsis Metodu, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (25), s.185-196.
- Ang, W. R., Gregoriou, G. N. ve Lean, H. H. (2014), Market-timing Skills of Socially Responsible Investment Fund Managers: The case of North America versus Europe, *Journal of Asset Management*, 15(6), s.366-377.
- Arslan, M. (2005), A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans İlişkisi Analizi: 2002-2005 dönemi bir uygulama, *Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, (2), s.0-11.
- Arslan, M. ve Arslan, S. (2010), Yatırım Fonu Performans Ölçütleri, Regresyon Analizleri ve Manova Yöntemine Göre A, B ve Borsa Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Analizi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 2(2), s.3-20.
- Carhart, M. M. (1997), On persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), s.57-82.
- Chen, L. W., Adams, A. ve Taffler, R. (2013), What Style-Timing Skills Do Mutual Fund “Stars” Possess?, *Journal of Empirical Finance*, 21, s.156-173.
- Comer, G. (2006), Hybrid Mutual Funds and Market Timing Performance, *The Journal of Business*, 79(2), s.771-797.
- Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S. ve Wermers, R. (1997), Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks. *The Journal of Finance*, 52(3), s.1035-1058.
- Foran, J. ve O'Sullivan, N. (2017), Mutual Fund Skill in Timing Market Volatility and Liquidity, *International Journal of Finance & Economics*, 22(4), s.257-273.

- Grinblatt, M. ve Titman, S. (1993), Performance Measurement Without Benchmarks: An Examination of Mutual Fund Returns, *Journal of Business*, s.47-68.
- Henriksson, R. D. ve Merton, R. C. (1981), On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures For Evaluating Forecasting Skills. *Journal of Business*, 54(4), 513-533.
- Kacperczyk, M., Nieuwerburgh, S. V. ve Veldkamp, L. (2014), Time-Varying Fund Manager Skill, *The Journal of Finance*, 69(4), s.1455-1484.
- Karabay, A. (2018), Optimum Elde Tutma Süresi, *Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi*, 2(4), s.1-12.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2007), Türkiye'deki Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümü ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yeteneği, *Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(14), s.66-93.
- Liao, L., Zhang, X. ve Zhang, Y. (2017), Mutual fund managers' timing abilities, *Pacific-Basin Finance Journal*, 44, s.80-96.
- Mehta, D. (2014), Evaluating the Stock Selection Skills and Market Timing Abilities Of Indian Mutual Fund Managers, *International Journal of Research in Commerce & Management*, 5(4), s.55-62.
- Merello, S., Ratto, A. P., Ma, Y., Oneto, L. ve Cambria, E. (2018), Investigating timing and impact of news on the stock market, In 2018 IEEE International Conference on Data Mining Workshops (ICDMW) (s.1348-1354). IEEE.
- Özer, A. ve Çömlekçi, İ. (2020), Odaklanma Stratejisi ve Çeşitlendirme Stratejisi İzleyen Fonların Performanslarının Karşılaştırılması, *Electronic Journal of Social Sciences*, 19(76), s.2012-2023.
- Romacho, J. C. ve Cortez, M. C. (2006), Timing and Selectivity in Portuguese Mutual Fund Performance, *Research in International Business and Finance*, 20(3), s.348-368.
- Sevinç, D. ve Yakar, A. (2018), Türkiye'deki Pay Senedi Yatırım Fonlarının Performans Analizi, *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(2), s.112-129.
- Şahin, A. (2017), BİST 30 Endeks Fonlarının Seçme ve Zamanlama Yeteneği, *Business and Economics Research Journal*, 8(1), s.63-81.