

**T.C.
NUH NACİ YAZGAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**AKTİF OLARAK YÖNETİLEN VE PASİF OLARAK
YÖNETİLEN YATIRIM FONLARININ
PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ
(Yüksek Lisans Tezi)**

**Hazırlayan
Okan METİN**

**Danışman
Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI**

**Ekim 2018
KAYSERİ**

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Okan METİN

İmza



YÖNERGEYE UYGUNLUK ONAYI

“Aktif Olarak Yönetilen ve Pasif Olarak Yönetilen Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi” adlı Yüksek Lisans Tezi, Nuh Naci Yazgan Üniversitesi Lisansüstü Tez Yazım Yönergesi’ne uygun olarak hazırlanmıştır.

Hazırlayan

Okan METİN

İmza

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI

İmza

İşletme ABD Başkanı

Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI

İmza

KABUL VE ONAY SAYFASI

Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI danışmanlığında Okan METİN tarafından hazırlanan “Aktif Olarak Yönetilen ve Pasif Olarak Yönetilen Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Nuh Naci Yazgan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalında **Yüksek Lisans Tezi** olarak kabul edilmiştir.

05/09/2018

JÜRİ:

Danışman : Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI

Üye : Prof. Dr. Alper ASLAN

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Burcu ORALHAN



ONAY :

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu'nun 28.01.2019 tarih ve 2019/004-2 sayılı kararı ile onaylanmıştır.

28. / 01. / 2019


Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI
Enstitü Müdürü


ÖNSÖZ / TEŞEKKÜR

Bu tezi yazmamda bilgi ve birikimiyle bana yardımcı olan, benden desteğini esirgemeyen ve beni yönlendiren Nuh Naci Yazgan Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Bölümü öğretim üyesi danışman hocam Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI'na, eğitim öğretim hayatım boyunca beni maddi ve manevi olarak destekleyen anneme, babama ve kardeşime, tez yazma sürecinde sabır göstererek beni sürekli olarak destekleyen sevgili eşim Hatice METİN'e teşekkürü bir borç bilirim (Kayseri 05/03/2018).

Okan METİN

İmza



AKTİF OLARAK YÖNETİLEN VE PASİF OLARAK YÖNETİLEN YATIRIM FONLARININ PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Okan METİN

Nuh Naci Yazgan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Yüksek Lisans Tezi, Ekim 2018

Danışman: Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI

ÖZET

Son yıllarda uluslararası piyasalarda olduğu gibi Türkiye’de de yatırım fonu piyasasının gelişmesiyle yatırımcı sayısı artmaktadır. Bu yatırımcıların bazıları pazar getirisinin üzerinde kazanç elde edebilmek için aktif portföy stratejisi ile yönetilen fonlara yatırım yapmaktadır. Bununla birlikte aktif portföy yönetiminde fiyat hareketlerini önceden tahmin edebilmek için önemli araştırmalar yapılması gerekmekte olup, bu durum yüksek maliyet unsurlarının ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Pasif yatırım stratejisini savunanlar ise piyasayı yenmeye çalışmanın etkin bir yatırım stratejisi olmayacağını ileri sürmektedir. Literatürde yatırım fonları ile ilgili birçok çalışma yer almakta, ancak aktif veya pasif yönetim şekillerinden hangisinin üstün olduğunu ortaya koyan uygulamalı çalışmalara nadiren rastlanmaktadır. Çalışmada aktif olarak yönetilen ve pasif olarak yönetilen yatırım fonlarının 01.10.2013-30.08.2015 dönemine ait 500 günlük veri seti kullanılarak performans değerlendirmesi yapılmaktadır. Sistemik riski ve toplam riski esas alan performans ölçütleri kullanılarak yapılan değerlendirmeler sonucunda, önemli düzeyde risk ve maliyete katlanarak piyasayı yenmeye çalışan ve aktif olarak yönetilen yatırım fonlarının pasif olarak yönetilen yatırım fonlarına göre düşük performansa sahip olduğu; hatta çoğunlukla piyasa getirisinin de altında kaldığı anlaşılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Aktif portföy yönetimi, pasif portföy yönetimi, performans değerlendirme, yatırım fonları.

PERFORMANCE EVALUATION OF ACTIVELY MANAGED AND PASSIVELY MANAGED MUTUAL FUNDS

Okan METİN

Nuh Naci Yazgan University, Institute of Social Sciences

Master Thesis, October 2018

Advisor: Assoc. Prof. Dr. Onur GÖZBAŞI

ABSTRACT

The number of investors is increasing with the development of the mutual fund market in Turkey as in the international markets in recent years. Some of these investors are investing in funds managed with an actively portfolio strategy in order to gain more than market returns. However, in order to anticipate the price movements in asset portfolio management, important researches are required and this leads to high costs. Those who advocate passively investment strategy argue that trying to beat the market will not be an effective investment strategy. In the literature, there are many studies related to mutual funds, but empirical studies that reveal, which of the active or passive management methods are superior, are rare. This study conducts the performance evaluation of actively managed mutual funds and passively managed mutual funds by using the 500 daily data between the periods of 01.10.2013 and 30.08.2015. As a result of the assessments conducted using performance criteria based on systematic risk and total risk, it is found that actively managed mutual funds, which try to beat the market by exposing significant risks and costs, has mostly low performance compared to passively managed mutual funds.

Key Words: Active portfolio management, passive portfolio management, performance evaluation, mutual funds.

İÇİNDEKİLER

AKTİF OLARAK YÖNETİLEN VE PASİF OLARAK YÖNETİLEN YATIRIM FONLARININ PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Sayfa

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK.....	i
YÖNERGEYE UYGUNLUK ONAYI	ii
KABUL VE ONAY SAYFASI	iii
ÖNSÖZ / TEŞEKKÜR	iv
ÖZET	v
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER	vii
KISALTMALAR	xi
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ.....	1

1. BÖLÜM

YATIRIM FONLARINA YÖNELİK KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1. Yatırım Fonu Kavramı	3
1.2. Yatırım Fonlarının Hukuki Çerçevesi	5
1.3. Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi	5
1.3.1. Dünyada Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi.....	5
1.3.2. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Gelişimi.....	10
1.4. Yatırım Fonlarının Kuruluşu ve İşleyişi.....	11
1.5. Yatırım Fonlarının Özellikleri	14
1.6. Yatırım Fonlarının Avantajları	15
1.6.1. Yatırımcılar Açısından Avantajları.....	15

1.6.1.1. Profesyonel Yönetim.....	15
1.6.1.2. Riskin Dağıtılması.....	16
1.6.1.3. Likidite	16
1.6.1.4. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma	16
1.6.1.5. Çeşitlilik.....	17
1.6.1.6. Düşük Maliyet	17
1.6.2. Ekonomi Açısından Avantajları.....	17

2. BÖLÜM

YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI VE LİTERATÜR

2.1. Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması.....	18
2.1.1. Tipine Göre Yatırım Fonları	18
2.1.1.1. A Tipi Yatırım Fonları.....	19
2.1.1.2. B Tipi Yatırım Fonları.....	20
2.1.2. Portföy Yapısına Göre Yatırım Fonları.....	21
2.1.2.1. Hisse Senedi Fonları.....	21
2.1.2.2. Tahvil Fonları	21
2.1.2.3. Karma Fonlar	21
2.1.2.4. Sektör Fonu.....	22
2.1.2.5. İştirak Fonu	22
2.1.2.6. Grup Fonu	22
2.1.2.7. Yabancı Menkul Kıymetler Fonu	22
2.1.2.8. Altın Fonu	22
2.1.2.9. Diğer Kıymetli Madenler Fonu	22
2.1.2.10. Likit Fon.....	23
2.1.2.11. Değişken Fon.....	23
2.1.2.12. Endeks Fon	23
2.1.2.13. Fon Sepeti.....	23
2.1.2.14. Özel Fon	23
2.1.2.15. Koruma Amaçlı Fon.....	23
2.1.3. Pay Sayısına Göre Yatırım Fonları.....	25
2.1.3.1. Açık Uçlu (Değişken Sermayeli) Yatırım Fonları.....	25
2.1.3.2. Kapalı Uçlu (Sabit Sermayeli) Yatırım Fonları.....	26

2.1.4. Kar Dağıtımına Göre Yatırım Fonları.....	28
2.1.4.1. Kar Dağıtan Fonlar	28
2.1.4.2. Kar Dağıtmayan Fonlar.....	28
2.1.5. Yönetim Anlayışına Göre Yatırım Fonları.....	29
2.1.5.1. Aktif ve Pasif Yatırım Stratejileri.....	29
2.1.5.1.1. Etkin Piyasalar Hipotezi	29
2.1.5.1.2. Aktif Yönetilen Fonlar	31
2.1.5.2.3. Pasif Yönetilen Fonlar.....	31
2.1.5.2.3.1. Satın Al ve Tut Fonları	32
2.1.5.2.3.2. Endeks İçerikli Fonlar	32
2.2. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi	32
2.2.1. Kurumlar Vergisi Açısından.....	33
2.2.2. Gelir Vergisi Açısından	33
2.2.2.1. Tam Mükellef Gerçek Kişi Açısından	33
2.2.2.2. Dar Mükellef Gerçek Kişi Açısından.....	33
2.3. Literatür: Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi	33
2.3.1. Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesine İlişkin Literatür ...	34

3. BÖLÜM

AKTİF OLARAK YÖNETİLEN VE PASİF OLARAK YÖNETİLEN YATIRIM FONLARININ PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

3.1. Araştırmanın Amacı.....	38
3.2. Veri Seti.....	38
3.2.1. Günlük Getirilerin Hesaplanması	41
3.2.2. Risksiz Faiz Oranı.....	42
3.2.3. Pazar Getirisinin Hesaplanması	42
3.2.4. Standart Sapma.....	43
3.2.5. Yatırım Fonlarının Beta Katsayılarının Hesaplanması	43
3.3. Araştırmada Kullanılan Performans Değerlendirme Yöntemleri	44
3.3.1. Toplam Riske Göre Performans Ölçen Modeller	44
3.3.1.1. Sharpe Oranı	44
3.3.1.2. M2 Performans Ölçütü	46
3.3.2. Sistemik Riske Göre Performans Ölçen Modeller	47
3.3.2.1. Treynor Oranı	47

3.3.2.2. T2 Performans Ölçütü	49
3.3.2.3. Jensen (Alfa) Ölçütü.....	50
3.3.2.4. Değerleme Oranı (Appraisal Ratio).....	52
3.4. Bulgular	53
3.4.1 Aktif ve Pasif Olarak Yönetilen Yatırım Fonlarının Toplam Riske ve Sistematik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi.....	53
3.4.1.1 Aktif Yönetilen Fonlarının Toplam Riske ve Sistematik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi.....	53
3.4.1.1.1 Aktif Yönetilen Fonlarının Sharpe Oranına Göre Performans Sonuçları	55
3.4.1.1.2 Aktif Yönetilen Fonlarının M2 Performans Ölçütüne Göre Performans Sonuçları	56
3.4.1.1.3 Aktif Yönetilen Fonlarının Treynor Oranına Göre Performans Sonuçları	56
3.4.1.1.4 Aktif Yönetilen Fonlarının T2 Performans Ölçütüne Göre Performans Sonuçları	56
3.4.1.1.5 Aktif Yönetilen Fonlarının Jensen Ölçütüne Göre Performans Sonuçları	57
3.4.2. Pasif Yönetilen Fonlarının Toplam Riske ve Sistematik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi.....	57
3.4.2.1. Pasif Olarak Yönetilen Endeks Fonların Toplam Riske ve Sistematik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi.....	58
3.4.2.1.1. Pasif Olarak Yönetilen Endeks Fonların Toplam Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi	59
3.4.2.1.2 Pasif Olarak Yönetilen Endeks Fonların Sistematik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi	59
3.4.2.2. Pasif Olarak Yönetilen Borsa Yatırım Fonlarının Toplam Riske ve Sistematik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi..	60
3.4.2.2.1. Pasif Olarak Yönetilen Borsa Yatırım Fonlarının Toplam Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi.....	60
3.4.2.2.2. Pasif Olarak Yönetilen Borsa Yatırım Fonlarının Sistematik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi	61
3.5. Aktif ve Pasif Olarak Yönetilen Yatırım Fonlarının Performanslarının Karşılaştırması	61
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	64
KAYNAKÇA.....	66
ÖZGEÇMİŞ	71

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİST	: Borsa İstanbul
FVFM	: Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
ICI	: Investment Company Institute
KYD	: Kurumsal Yatırımcılar Derneği
KYK	: Kolektif Yatırım Kuruluşu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
O/N	: Gecelik Repo
SEC	: Securities and Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
Vd.	: Ve Diğerleri

TABLolar LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1.1. Dünya Genelinde Yatırım Fonlarının Net Varlık Toplamı	7
Tablo 1.2. Dünya Genelinde Yatırım Fonlarının Sayısı	9
Tablo 1.3. Türkiye'deki Yatırım Fonlarının İşlem Hacmi	11
Tablo 2.1. Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonlarının Yıllar İtibariyle Portföy Bileşimleri.....	19
Tablo 2.2. Türkiye'de B Tipi Yatırım Fonlarının Yıllar İtibariyle Portföy Bileşimleri.....	20
Tablo 2.3. Yatırım Fonlarının Portföy İstatistikleri	24
Tablo 3.1. Çalışmaya Dahil Edilen Aktif Fonlar	39
Tablo 3.2. Çalışmaya Dahil Edilen Pasif Fonlar	40
Tablo 3.3. Aktif Olarak Yönetilen Fonların Performans Değerleri	54
Tablo 3.4. Pasif Olarak Yönetilen Endeks Fonların Performans Değerleri	58
Tablo 3.5. Pasif Olarak Yönetilen Borsa Yatırım Fonlarının Performans Değerleri	60
Tablo 3.6. Performansı Değerlendirilen Fonların Ortalamaları.....	62

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 1.1. Yatırım Fonunun İşleyişi	14
Şekil 2.1. Piyasaya Giren ve Çıkan Açık Uçlu Fon Sayıları	26
Şekil 2.2. Yıllar İtibariyle Kapalı Uçlu Fonların Değerlendirmesi.....	27
Şekil 3.1. Sharpe Oranı	45
Şekil 3.2. M^2 Performans Ölçütü	47
Şekil 3.3. Treynor Oranı	48
Şekil 3.4. Jensen Ölçütü.....	52

GİRİŞ

Yatırım fonları ilk kuruldukları günden bugüne kadar geçen süre içerisinde fon sayısı, fon türü ve yatırım büyüklüğü yönünden büyük bir gelişme göstermiştir. 2017 yılı sonunda dünyada işlem gören yatırım fonu sayısı 111.441'i, aktif büyüklüğü ise 49 trilyon doları aşmıştır. Yatırım fonlarının profesyonel yönetim, riskin dağıtılması, ölçek ekonomilerinden yararlanma gibi avantajları bulunmaktadır. Bireysel yatırımcıların bahsedilen avantajları kendi başlarına sağlayabilmeleri için uzmanlığa ve piyasadaki gelişmeleri sürekli takip edebilmeleri için zamana ve bilgiye ihtiyaçları vardır. Bunların yanında bireysel yatırımcıların kendi bilgi ve deneyimleri ile optimal bir portföy oluşturup yatırım yapmaları oldukça maliyetli olacağından yatırım fonlarına yönlendirilmeleri uygun olabilir.

Son yıllarda Türkiye'de yatırım fonlarına bireysel yatırımcıların daha çok katılım sağlayabilmesi için çeşitli teşvik mekanizmaları ile özendirici çalışmalar yapılmaktadır. Nitekim kurumsal yatırımcıların yanında bireysel yatırımcıların da yatırım fonlarının sağladığı bu avantajlardan faydalanarak atıl duran kaynaklarını ekonomiye kazandırmaları önem arz etmektedir. Gelişmiş ülkelerde bireysel yatırımcılar piyasaya kendi başlarına girmek yerine Kolektif Yatırım Kurumlarını (KYK) daha çok tercih etmektedir. Böylelikle yatırım fonunu tercih eden bireysel yatırımcılar birikimlerini bir araya getirerek ölçek ekonomilerinden faydalanmakta ve riski dağıtarak maliyetleri düşürebilmektedir.

Yatırım fonları iki şekilde yönetilmektedir. Birincisi, sürekli takibi ve mesaiyi gerektiren aktif yönetim şeklindedir. Bu yönetim şeklinde fon yöneticisi fon portföyünü sürekli takip etmek zorundadır. Piyasadaki gelişmeler doğrultusunda fon portföyüne ekleme ve çıkarma yapmakta; sürekli piyasa getirisinin üzerinde gelir elde etmeye çalışmaktadır. Yatırım fonunun diğer bir yönetim şekli ise pasif yönetim şeklindedir. Bu yönetim şeklinde yatırım fonu piyasayı sürekli yenmeye çalışmak yerine piyasa getirisini takip etmektedir. Pasif yönetim şekline sahip olan yatırım fonları, endeks fonlar ve borsa yatırım fonlarıdır. Bu yatırım fonlarının portföyü bir kez oluşturulduktan sonra aktif yönetim şeklinde olduğu gibi ekleme ve çıkarma yapılmamaktadır. Bu sayede fon yönetim maliyeti önemli ölçüde azalmaktadır.

Bu çalışmanın temel amacı yatırım fonlarında aktif ve pasif yönetim şekillerini incelemek; Türk sermaye piyasasında işlem gören aktif olarak yönetilen ve pasif olarak yönetilen yatırım fonlarının performanslarını karşılıklı olarak ortaya koymaktır.

Bu amaçla çalışmanın birinci bölümünde yatırım fonlarının kavramsal çerçevesine değinilmekte; yatırım fonlarının tanımı, ortaya çıkışı, tasarruf sahibine sağlayacağı profesyonel yönetim, riskin dağıtılması, likidite, ölçek ekonomilerinden faydalanma gibi avantajları üzerinde durulmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde yatırım fonlarının sınıflandırılması ve literatürde çokça atıf yapılan çalışmalar ele alınmaktadır.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde, aktif olarak yönetilen ve pasif olarak yönetilen yatırım fonlarının performanslarının karşılıklı olarak değerlendirilmesi amacıyla yapılan uygulama yer almaktadır. Öncelikle çalışmada kullanılan veri setinde yer alan günlük getirilerin, risksiz faiz oranının, pazar getirisinin, standart sapmanın ve beta katsayılarının hesaplamasına ilişkin açıklamalara yer verilmektedir. Bu bölümün devamında çalışmanın uygulamasında kullanılacak olan toplam riski ve sistematik riski esas alan performans değerlendirme yöntemleri de açıklanmaktadır. Borsa İstanbul'da işlem gören, kesintisiz veriye sahip aktif olarak yönetilen 23 adet yatırım fonu ile pasif olarak yönetilen 20 adet yatırım fonunun 01.10.2013-30.08.2015 dönemindeki performansları, toplam riski esas alan Sharpe Oranı ve M^2 Performans Ölçütü ile sistematik riski esas alan Treynor Oranı, T^2 Performans Ölçütü ve Jensen Ölçütü kullanılarak performans değerlendirmeleri yapılmakta ve elde edilen bulgulara yer verilmektedir.

1. BÖLÜM

YATIRIM FONLARINA YÖNELİK KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Ekonominin küreselleşme sürecine girmesi ile finansal alanda fon arz ve talebinin önündeki engeller kalkmakta, mevduatlar piyasalarda rahatça dolaşabilme imkânı bulmaktadır. Bu sistem içerisinde yatırım yapmak isteyen bireysel yatırımcılar, kurumsal yatırımcıların sağladığı yatırım fonu hizmetlerini kullanarak yatırımlarını değerlendirebilmektedir.

Bu bölümde yatırım fonu kavramı, dünyada ve Türkiye’de yatırım fonunun tarihsel gelişimi ile yatırım fonlarının avantajları incelenmektedir.

1.1. Yatırım Fonu Kavramı

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik bağımsızlığını sağlamasını sağlayacak etmen tasarrufların ekonomiye katkı sağlayacak verimli alanlara yönlendirilmesidir. Bu nedenle birikimlerin verimli yatırım alanlarına yönlendirilebilmesi için KYK olarak adlandırılan bir yatırımcı grubu ortaya çıkmıştır. KYK’ların esaslı uzmanlar eliyle oluşturulacak ve yönetilecek bir portföye, küçük yatırımcıların tasarrufları eklenerek, hem onları uzmanlıktan faydalandırmak hem de defalarca aynı portföyü oluşturmayı engellemektir (Karşlı, 1989, s. 106).

Yatırım fonunun çeşitli kaynaklarda yapılmış olan tanımlarına bakılacak olursa:

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 52. maddesinde “Tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığına Yatırım Fonu adı verilir.” şeklinde tanımlanmaktadır. Yatırım fonu kurma yetkisi, Sermaye Piyasası Kanunu’nun 44. maddesinde bankalara ve kurulun belirleyeceği tebliğ çerçevesinde diğer yatırım kuruluşlarına verilmektedir.

Amerika’da yatırım fonu endüstrisinin ticari birliği olan Yatırım Ortaklığı Kurumu, 1990 Yatırım Fonları Rehberinde yatırım fonunu Őöyle tanımlanmaktadır:

“Yatırım fonu, aynı finansal hedefleri paylaşan kişiler ve kurumlar yararına yatırım yapan bir ortaklıktır.” (Tevfik, 1995, ss. 4-5).

Klasik tanımı ile yatırım fonları, tasarruf sahiplerinden toplanan tasarrufları belli amaçlar çerçevesinde, riski dağıtma ilkesine uygun olarak uzman kişilerin güvencesi altında portföy oluşturarak gelir elde etmek amacıyla kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır (Dürer, 1990, s. 17).

Bir KYK olarak yatırım fonu, bireysel yatırımcıların tasarruflarını bir fonda toplamaktadır. Bu tasarrufları uzman yöneticiler ile değerlendirmektedir (Karacabey, 1998, s. 28).

Diğer bir tanıma göre yatırım fonları, tasarrufların yatırımcılara aktarılmasını sağlayan finansal kuruluşlardır. Bu kuruluşlar, bireysel yatırımcıların tasarruflarını farklı finansal araçlara aktararak değerlenmesini sağlamaktadırlar (Anderson ve Ahmed, 2005, s. 1).

Yatırım fonları, hisse senedini edindikleri şirketlerin yönetimine karışmazlar, bu nedenle gerek Anglo-Sakson gerekse Fransız-İsviçre literatüründe “yatırım” terimi kullanılmamaktadır. Yatırım fonlarına İngiltere’de “Güvenilir Birim”, Amerika’da “Karşılıklı Sermaye”, Fransa ve İsviçre’de “Sermayeyi Yerleştirme” diye geçmektedir (Karlı, 1989, s. 119).

Yatırım fonlarının yapısı ülkelere göre değişik göstermektedir. Trust modeli incelendiğinde, İngiltere’de yatırım fonların güven üzerine kurulu olduğunu görölmektedir. Amerika’da ise tasarruflarını diğer fon hesabına katan fonlara “Güvenilir Birim” denilmektedir (Okat, 2000, ss. 8-15).

Yatırım fonlarına olan ilginin artmasının temel sebebi, sermaye birikiminin sağlayarak, yapılacak yeni yatırımlara kaynak sağlanabilmesidir. Günümüzde yatırım fonlarına olan ilginin artmasının diğer nedenlerini aşağdaki gibi sıralayabiliriz (Yüce 2011, s. 7);

- Yurt içi tasarrufların artması ve fon hacminin büyümesi.
- Finansal sektörün değişmesinin temel amacının, yurt dışı kredilere olan ihtiyacın azaltılması sebebiyle atıl kalan yurt içi birikimlerin verimli yatırımlara aktarılmasını sağlayacak sermayeye olan gereksinim.
- Uzman yöneticiler sayesinde, piyasa hakkında daha fazla veri elde ederek getiriye en verimli şekilde kullanması gibi nedenler sıralanabilmektedir.

Anderson ve Ahmed (2005, s. 1) ise bu nedenleri şu şekilde sıralamaktadır:

- Yatırım fonu alımının ve satımının fon piyasalarında kolaylaşması,
- İhtiyaç duyulan en küçük yatırımı temin etmesi,
- Yatırımcıların doğru yatırımlara yönelmesini sağlaması.

1.2. Yatırım Fonlarının Hukuki Çerçevesi

Türkiye’de yatırım fonlarının hukuki çerçevesi, 2499 numaralı kanunun “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile belirlenmiş, günümüzde ise, 6362 numaralı Sermaye Piyasası Kanunu ile çizilmektedir.

1.3. Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi

Bu bölümde, dünyada uzunca bir süredir faaliyet gösteren yatırım fonlarının gelişimi ve Türkiye’de fon birikimi ele alınacaktır.

1.3.1. Dünyada Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi

Yatırım fonlarının Avrupa’da KYK olarak isimlendirilmektedir. Yatırım fonlarının başlangıcı ise sanayi devrimine dayanmaktadır. Çoğu araştırmacı, günümüzde yatırım havuzu biçiminde kurulan yatırım şirketlerinin, özellikle Avrupa’da, 1800’lü yıllarda görülmeye başladığını öne sürmüştür. Finansal varlıklara yatırım yapan ve bu varlıkların çekilmesini sağlayan ilk yatırım fonu, bazı yazarlara göre 1822’de Belçika Kralı I. William tarafından kurulan ve temelleri Belçika’da atılan Societe General de Belgique iken, bazı yazarlara göre ise, 1860’larda İngiltere ve İskoçya’da ortaya çıkmıştır (Gözbaşı, 2010, s. 12).

1880'li yıllarda Amerika, Arjantin ve Güney Afrika ekonomilerindeki gelişmeler nedeniyle cazip yatırımlar İngiltere'ye yönelmeye başlamaktadır. Bu yatırımlar madencilik, tarım, demiryolları ve gayrimenkul alanlarında gerçekleşmektedir. Bu gelişmeler nedeniyle, 1886'da Londra Menkul Değerler Borsası (London Stock Exchange)'nda sayıları sadece on iki olan Trust'lar, 1890 yılında yüzün üzerine çıkmıştır (Anderson ve Ahmed, 2005, ss. 3-4).

1891-1894 yılları İngiliz Trust fonları açısından güç yıllardır. Arjantin'de ortaya çıkan devrim Güney Amerika Trust fonlarının çökmesine neden olmuş ve daha sonra finans sektöründe panik havası ortaya çıkmıştır. Uzun zamandır, bu menkul kıymetler yatırım için verimli olmamalarına rağmen değişen ve gelişen endüstri sayesinde Londra Menkul Değerler Borsası'nda menkul kıymet ticareti hızlı bir şekilde başlamaktadır (Anderson ve Ahmed, 2005, ss. 3-4).

Yatırım fonlarının tarihsel gelişimini aşağıdaki gibi dönemlere ayrılmaktadır. (Yüce, 2011, s. 27),

- 1920'ler başlangıç dönemi.
- 20.yy.'ın başlangıç döneminde meydana gelen fon hacminin 1929 Ekonomik Bunalı nedeniyle bittiği dönem.
- 1940 yılında yürürlüğe giren Yatırım Şirketleri Kanunu sayesinde finansal piyasaların hareketlendiği dönem.
- 1940-1970 yılları fon piyasasında yavaş ama düzenli bir gelişmenin sağlandığı dönem.
- 1980-1990 yılları yüksek düzeyde büyümenin yaşandığı dönem.
- 2000'ler durgunluk dönemi.

İlk modern yatırım fonu 1924'te kurulan The Massachusetts Investment Trust (MIT)'tir. Bundan 4 ay sonra kurulan ikinci fon şirketi ise State Street Investment Trust'tır. Bugünkü adı ile Scudder Income Fund olan First Investment Counsel Trust ise 1928 yılında kurulmuş olup ödünç verilemeyen fon biçiminde organize olmuş ilk yatırım şirketi olma özelliğini taşımaktadır (Yüce, 2011, s. 10).

1929’da Ekonomik Buhran yaşanmıştır. Bu ekonomik buhran sebebiyle yatırım fonları olumsuz etkilenmektedir. Dolayısıyla bu 1929’dan sonra gelişimi duraksayan yatırım fonları, 2. Dünya Savaşından sonra gittikçe artan bir gelişme kazanmaktadır (Süngü, 1989, s. 31).

Bireysel yatırımcıların yatırım fonu alabilmelerinin kolaylaşması ile birlikte yatırım fonları dünya genelinde yatırım fonları büyük bir hızla gelişme göstermektedir. Bu sayede bireysel yatırımcılar en maliyet ile profesyonel yönetim, riski dağıtma ve ölçek ekonomilerinden faydalanabilmektedirler. Dünya genelinde büyük çaplı portföylere sahip olan yatırım fonlarının ülkelere göre durumları Tablo 1.1’de gösterilmektedir.

Tablo 1.1. Dünya Genelinde Yatırım Fonlarının Net Varlık Toplamı (Milyon Dolar)

ÜLKELER	2010	2011	2012	2013	2014	2016	2017
DÜNYA	24.665.282	23.752.873	26.802.925	30.001.425	31.339.849	40.429.768	49.144.793
AMERİKA	13.592.259	13.524.133	15.140.502	17.166.918	18.005.079	21.086.228	24.872.900
Arjantin	5.179	6.808	9.185	11.179	15.630	20.189	29.213
Birleşik Dev.	11.831.878	11.627.357	13.052.230	15.034.776	15.852.341	18.868.105	22.146.986
Brezilya	980.448	1.008.928	1.070.998	1.018.641	989.542	1.060.904	1.238.039
Kanada	636.947	753.606	856.504	940.580	981.804	996.090	1.292.023
Kosta Rika	1.470	1.266	1.484	1.933	2.092	2.297	2.446
Meksika	98.094	92.743	112.201	120.518	119.504	92.429	109.449
Şili	38.243	33.425	37.900	39.291	44.166	46.214	54.744
Avrupa	7.864.085	7.182.488	8.195.075	9.335.435	9.542.021	14.066.080	17.676.344
Almanya	333.713	293.011	327.640	382.976	359.867	1.893.722	2.312.051
Avusturya	94.670	81.038	89.125	90.633	83.522	150.939	179.198
Belçika	96.288	81.505	81.651	91.528	90.211	84.294	117.924
Bulgaristan	302	291	324	504	496	548	770
Büyük Britanya	854.413	816.537	985.517	1.166.834	1.182.184	1.510.976	1.914.949
Çek Cumhuriyeti	5.508	4.445	5.001	5.131	5.563	8.901	12.823
Danimarka	89.800	84.891	103.506	118.702	121.092	116.910	145.837
Finlandiya	71.210	62.193	73.985	88.462	86.621	93.757	110.998
Fransa	1.617.176	1.382.068	1.473.085	1.531.500	1.391.271	1.880.335	2.313.588
Hollanda	85.924	69.156	76.145	85.304	75.751	771.988	923.269
İrlanda	1.014.104	1.061.051	1.276.601	1.439.867	1.547.343	2.197.533	2.873.630
İspanya	216.915	195.220	191.284	248.234	274.049	280.826	351.307
İsveç	205.449	179.707	205.733	252.878	279.094	286.412	355.957
İsviçre	261.893	273.061	310.686	397.080	407.890	475.838	558.769
İtalya	234.313	180.754	181.720	215.553	238.327	203.384	260.385

Tablo 1.1. (Devam) Dünya Genelinde Yatırım Fonlarının Portföy Hacimleri (\$)

Lüksemburg	2.512.874	2.277.465	2.641.964	3.030.665	3.208.264	3.901.304	4.988.625
Macaristan	11.532	7.193	8.570	12.158	11.375	14.582	16.983
Norveç	84.505	79.999	98.723	109.325	112.223	113.957	138.737
Polonya	25.595	18.463	25.883	27.858	26.098	29.572	41.450
Portekiz	11.004	7.321	7.509	9.625	8.564	20.109	23.697
Romanya	1.713	2.388	2.613	4.000	4.932	5.072	5.827
Slovakya	4.349	3.191	2.951	3.292	4.183	6.205	7.889
Slovenya	2.663	2.279	2.370	2.506	2.553	2.528	3.106
Türkiye	19.545	14.048	16.478	14.078	15.292	12.277	13.185
Yunanistan	8.627	5.213	6.011	6.742	5.256	4.111	5.390
Asya ve Pasifik	3.067.323	2.921.276	3.322.198	3.356.204	3.646.275	5.131.638	6.413.787
Avustralya	1.455.850	1.440.128	1.667.128	1.624.081	1.601.132	1.791.800	2.144.052
Çin	364.985	339.037	437.449	460.332	708.884	1.227.540	1.688.981
Filipinler	2.184	2.363	3.566	4.662	5.078	---	---
Hindistan	111.421	87.519	114.489	107.895	134.630	216.805	307.387
Japonya	785.504	745.383	738.488	774.126	780.636	1.470.910	1.759.449
Kore	266.495	226.716	267.582	285.173	312.150	370.600	451.886
Pakistan	2.290	2.984	3.159	3.464	4.156	5.360	4.591
Tayvan	59.032	53.437	59.192	62.286	58.049	---	---
Yeni Zelenda	19.562	23.709	31.145	34.185	41.560	48.623	57.441
Afrika	141.615	124.976	145.150	142.868	146.474	145.822	181.762
Güney Afrika	141.615	124.976	145.150	142.868	146.474	145.822	181.762

Kaynak: <http://www.ici.org/research/stats/worldwide> [Erişim Tarihi: 12.05.2018]

Yatırım fonlarının dünya genelindeki fon hacimleri incelendiğinde yıllar itibariyle artış gösterdiği görülmektedir. 2010 yılında 24 trilyon dolar civarında olan yatırım fonlarının portföy hacimleri, 2017 yılı sonuna kadar yaklaşık 25 trilyon dolarlık bir artış göstererek, 49 trilyon dolara ulaşmaktadır. Tabloda yer alan ülkelerin yıllara göre portföy hacimleri incelendiğinde, bazı ülkeler dalgalı bir seyir izlese de genel olarak ülkelerin portföy hacimlerinin artış gösterdiği görülmektedir.

Portföy hacimlerine ülkeler arasında karşılaştırma yaparak bakıldığında ABD'nin tek başına tüm dünyadaki yatırım fonu hacminin yaklaşık olarak % 50'ini oluşturduğu görülmektedir. Türkiye'nin durumu incelendiğinde ise dünya yatırım fonları portföyü içindeki payının % 1 civarında olduğu görülmektedir.

Yatırım fonlarının 2010-2017 dönemleri arasında fon sayıları bakımından değerlendirmesi Tablo 1.2’de yer almaktadır.

Tablo 1.2. Dünya Geneline Yatırım Fonlarının Sayısı (Adet)

ÜLKELER	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2016	2017
DÜNYA	66.666	68.587	71.607	72.612	75.437	78.894	108.023	111.441
AMERİKA	16.896	17.958	19.717	21.061	21.983	22.919	25.854	27.209
Arjantin	252	254	281	291	297	302	420	487
Birleşik Dev.	7.663	7.555	7.591	7.596	7.713	7.923	9.782	9.788
Brezilya	4.744	5.618	6.513	7.468	8.072	8.560	9.224	9.774
Kanada	2.075	2.117	2.655	2.866	2.963	3.164	3.298	3.867
Kosta Rika	64	68	63	66	66	66	67	67
Meksika	407	434	464	488	487	486	524	553
Şili	1.691	1.912	2.150	2.286	2.385	2.418	2.539	2.673
Avrupa	34.071	34.421	34.745	33.881	34.017	34.431	51.906	53.124
Almanya	2.067	2.106	2.051	2.059	2.012	2.039	5.678	5.863
Avusturya	1.016	1.016	1.003	995	981	938	1.575	1.580
Belçika	1.845	1.797	1.723	1.529	1.432	1.209	962	890
Bulgaristan	85	90	92	95	98	103	110	116
Büyük Britanya	2.266	2.204	1.941	1.922	1.910	1.920	2.802	2.948
Çek Cumhuriyeti	78	80	80	80	85	106	129	147
Danimarka	483	490	500	495	510	530	558	565
Finlandiya	377	366	368	375	369	352	372	380
Fransa	7.982	7.791	7.744	7.392	7.154	7.082	10.952	10.860
Hollanda	---	---	495	497	501	561	1.014	991
İrlanda	2.721	2.899	3.085	3.167	3.345	3.462	6.470	6.831
İspanya	2.588	2.486	2.474	2.349	2.267	2.238	2.342	2.332
İsveç	506	504	508	456	484	510	496	519
İsviçre	509	653	664	667	765	815	858	918
İtalya	675	650	659	600	661	719	760	832
Lüksemburg	9.017	9.353	9.462	9.435	9.500	9.839	14.211	14.728
Macaristan	264	276	152	167	182	189	306	306
Norveç	487	507	507	406	573	616	720	754
Polonya	208	214	226	259	264	278	423	428
Portekiz	171	171	173	157	153	137	373	344
Romanya	51	56	105	62	64	72	75	74
Slovakya	54	58	63	58	54	67	87	87
Slovenya	125	130	137	131	114	111	102	98
Türkiye	286	311	337	351	373	395	396	387
Yunanistan	210	213	196	177	166	143	135	146
Asya ve Pasifik	14.795	15.265	16.198	16.703	18.375	20.373	28.743	29.482
Çin	547	660	831	1.065	1.415	1.763	3.564	4.361
Filipinler	41	43	47	48	47	52	57	60

Tablo 1.2. (Devam) Dünya Genelinde Yatırım Fonlarının Sayısı (Adet)

Hindistan	590	658	680	692	699	723	795	807
Japonya	3.656	3.905	4.196	4.384	4.922	5.404	10.915	11.662
Kore	8.703	8.687	9.064	9.121	9.876	11.063	12.626	11.828
Pakistan	96	125	137	139	152	159	171	177
Tayvan	460	487	534	554	570	577	---	---
Yeni Zelenda	702	700	709	700	694	632	615	587
Afrika	904	943	947	967	1.062	1.171	1.520	1.626
Güney Afrika	904	943	947	967	1.062	1.171	1.520	1.626

Kaynak: <http://www.ici.org/research/stats/worldwide> [Erişim Tarihi: 12.05.2018]

Yatırım fonlarının 2008-2014 yılları arasındaki fon sayılarına bakıldığında dünya genelinde istikrarlı bir seyir gösterdiği görülmektedir. Türkiye’deki yatırım fonlarının sayısına bakıldığında ise portföy büyüklüğünde olduğu gibi fon sayısı bakımından da dünyadaki yatırım fonları oranla % 1 civarında kaldığı görülmektedir. Türkiye’de faaliyet gösteren yatırım fonlarının yıllar itibariyle artış gösterdiği görülmektedir.

1.3.2. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Gelişimi

Dünyadaki yatırım fonlarına kıyasla Türkiye’de yatırım fonlarının henüz çok yeni bir yapıda olduğunu görmekteyiz. 1980’li yıllardan itibaren Türkiye ekonomide yeni başlangıçlar yaparak, ekonomide serbestleşmeye gitmektedir.

Ülkemizde Yatırım Fonu uygulaması ilk olarak 1979 yılında başlamıştır. Meban Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş. olarak “Meban Yatırım Fonu” ismi ile kurularak tedavüle girmektedir (Tuncay, 1986, s. 38).

Türk Sermaye Piyasasında 1980’li yıllardan sonra gelişmiş ülkelerin finansal sistemleri ile paralel ilerleyebilecek yapı hedeflenmekteydi. Bu hedefe ulaşmak için Sermaye Piyasası Kanunu’nda değişiklikler yapılmıştır. İMKB’nin faaliyete başlamıştır. İşlem hacmini hızla artmış, ekonomi güçlenerek finansal piyasalar güçlenmiştir (Ünal, 1995, s. 70). Türkiye’de yatırım fonu, 2499 numaralı Sermaye Piyasası Kanunu ile finansal piyasaya girmiştir. Dünya’da olduğu gibi Türkiye’de de yatırım fonlarının gelişmesi ülkenin ekonomik ve siyasi koşulları nedeniyle zaman almıştır.

Tablo 1.3. Türkiye’deki Yatırım Fonlarının İşlem Hacmi

Yıl	Çalışma Günü Sayısı	İşlem Hacmi			İşlem Adedi	
		Toplam (TL)	Toplam (USD)	Günlük Ort. (TL)	Toplam	Günlük Ort.
2017	253	608.950.739.000,00	167.304,37	2.406.919.917,00	215.835	853
2016	251	427.968.086.000,00	141.362,05	1.705.052.135,00	200.449	799
2015	253	257.237.132.000,00	94.374,03	1.016.747.557,00	147.843	584
2014	251	234.763.661.000,00	107.475,10	935.313.390,00	139.391	555
2013	250	233.997.197.000,00	122.787,13	935.988.788,00	140.396	562
2012	253	180.776.290.000,00	100.908,65	714.530.791,00	132.741	525
2011	253	96.995.915.000,00	57.477,50	383.383.063,00	81.535	322
2010	250	48.272.494.000,00	32.198,02	193.089.976,00	36.533	146
2009	252	38.467.703.000,00	25.085,38	152.649.615,00	37.208	148

Kaynak: Takasbank. (2018). İşlem hacmi ve işlem adedi raporu.
<https://www.takasbank.com.tr/tr/Sayfalar/TPPIslemHacmi.aspx>. Erişim Tarihi: 10.03.2018.

Türkiye’deki yatırım fonlarının yıllar itibariyle Türk Lirası bazında işlem hacimlerine bakılacak olursa, işlem hacimlerinin yıllar itibariyle artış gösterdiği görülmektedir. Ancak 2014 yılında döviz kurunun yükselmesiyle birlikte Türk Lirası bazında artış olmasına rağmen dolar bazında bir düşüş gözlenmektedir. 2009 ve 2017 yılları arasındaki işlem adedine bakıldığında ise işlem adedinin nerdeyse 6 kat artış gösterdiği görülmektedir. İşlem adediyle birlikte toplam işlem hacmi de doğru orantılı olarak artmaktadır.

SPK, kanunun kendisine verdiği yetki ile “Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği” ile Türkiye’de yatırım fonlarının ilk geniş çaplı düzenlemesi yapılmaktadır. Bu düzenlemenin ardından ilk yatırım fonu İş Bankası A.Ş. tarafından 1987 yılında faaliyete geçmektedir (Ertaş vd. 1997, s. 12).

1.4. Yatırım Fonlarının Kuruluşu ve İşleyişi

Yatırım fonları anonim şirket şeklinde kurulabileceği gibi yaygın şekilde uygulanan “inançlı mülkiyet” esasına göre de oluşturulabilmektedirler (Karlı, 1989, s. 129).

6362 numaralı Sermaye Piyasası Kanununun 52. maddesinde yatırım fonlarının kuruluşu ile ilgili şu düzenlemeler yapılmaktadır:

- Yatırım fonlarının kuruluş izni almaları gerekmektedir.
- Kurucunun portföy saklama hizmetini sağlayabilecek bir kurum ile anlaşması gerekmektedir.
- Fon iç tüzüğüne Kurulca onaylanması gerekmektedir.
- Portföy yönetim şirketi, fonu, fon sahiplerinin tasarruflarını koruyacak şekilde temsil eder, yönetir veya yönetimini denetler.
- Portföy yönetim şirketi tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkilidir.
- Fonun bünyesinde bulunan taşınmazlar, tapuya fon adına tescil edilir. Tapuda fon adına yapılacak işlemler, portföy yönetim şirketi ile portföy saklama hizmetini yürüten kuruluş yetkililerinin müşterek imzalarıyla gerçekleştirilir.
- Kurul, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ve Hazine Müsteşarlığının görüşünü alarak alım ve satımının döviz üzerinden yapılmasına izin verebilir.

Yatırım fonu kurmaya ve yönetmeye yetkili kuruluşlar, SPK tarafından aranan özelliklere sahip olmak ve SPK'dan izin almak koşuluyla şunlardır:

- Bankalar,
- Aracı kurumlar,
- Sigorta şirketleri,
- Emekli ve yardım sandıklarıdır. (Sosyal sigortalar kurumu, bireysel emeklilik sistemleri vb.)

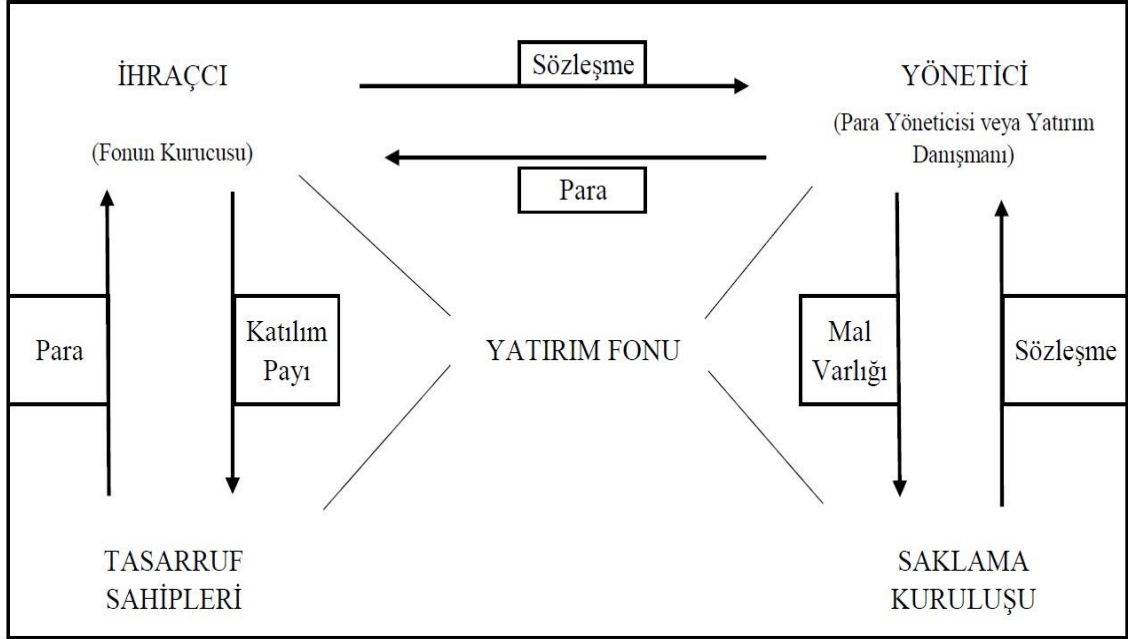
Yatırım fonu, inançlı mülkiyet sistemine göre 2 şekilde kurulabilmektedir. Bunlar nakit ve tahsis yöntemleridir. Nakit yönteminde, fon sözleşmesi hazırlanır fon

yöneticisi ve güvenilir kişi saptandıktan sonra katılma belgeleri yatırımcılara satılarak fon ihraç edilir. Daha sonra fon yönetimi, sözleşmede belirlenen amaçlara göre işlemlerde bulunmaya başlar. Tahsis yönteminde kurucu, fon sözleşmesine göre fon sermayesinin tamamını öder. Tahsil edilen bu nakitle bir portföy oluşturulur ve katılma belgeleri hazırlanarak tasarruf sahiplerine satılır. Türkiye’de yatırım fonlarının kurulmasında tahsis yöntemi kullanılmaktadır (Arslan ve Arslan, 2010, s. 5).

Daha önce de değindiğimiz gibi yatırım fonları Kolektif Yatırım Kuruluşlarıdır. Bireysel yatırımcıların birikimlerini bir araya getirmektedirler. Bu birikimleri uzmanlar ile finansal piyasalarda riski dağıtarak değerlendirmektedirler. Yatırım fonları ile yapılan yatırımlar ülkelere göre farklılık göstermektedir. Yatırım fonlarının yapısı genelde aşağıda yer alan dörtlü yapı içerisinde gerçekleşmektedir. Bu yapıyı oluşturan unsurlar şu şekildedir (Kılıç, 2002, ss. 5-6).

- i) **Kurucu:** Bir yatırım fonunun kuruluşuna öncülük ederek, yatırımcılara katılma belgelerini vermektedir. Kurucu fonun tüm işlemlerinde kurumlara karşı sorumludur.
- ii) **Yönetici:** Kurucu tarafından atanmaktadır. Fonun birikimlerini fonun amacı doğrultusunda yönlendirir. Fona katılan yatırımcıların faydalarının artırılabilmesi için portföy yöneticisi, kurucudan bağımsız olarak belirlenmektedir.
- iii) **Saklama Kuruluşu:** Fonun portföyündeki varlıklar sayesinde ortaya çıkan tasarrufları saklamak ve bu gelirler sayesinde ortaya çıkan faiz, temettü gibi gelirleri tahsil etmekten sorumludur. Fon yöneticisinin emirlerine göre fon hareketlerini yürütme sorumluluklarına sahip tüzel kişidir. Türkiye’de Takasbank nezdinde bu işlemler yürütülmekte olup portföyde yabancı kıymetlerin yer alması halinde; bu kıymetler uluslararası saklama kuruluşlarında muhafaza edilir.
- iv) **Tasarruf Sahipleri:** Fona katılan gerçek veya tüzel kişilerdir. Bunlar, yatırım fonundan katılma payı satın alarak, birikimlerini fona aktarır ve fona ortak olurlar.

Şekil 1.1. Yatırım Fonunun İşleyişi



Kaynak: Kılıç, S. (2002). Türkiye'deki yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi. Ankara: İMKB Yayınları. s. 6.

1.5. Yatırım Fonlarının Özellikleri

Yatırım fonlarının belirgin özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Taner ve Polat, 1992, s. 70):

- Yatırım fonu bir mal varlığıdır. Yatırımcıların birikimlerinin oluşturduğu fon, yatırımcıların tasarruflarını korumak adına farklı sektörlere aktararak risk dağıtılır.
- Katılma belgeleri, gerçek ve tüzel kişilerin fondaki haklarını gösteren belgelerdir.
- Fon tüzel kişiliğe haiz değildir. Kurucunun mal varlığından ayrıdır.
- Yatırım fonları, fonu kuran kişi tarafından katılımcıların haklarını koruyacak şekilde temsil edilir, yönetilir ve denetlenir.
- Yatırım fonunun mal varlığının saklanması ve korunmasından kurucu sorumludur.

1.6. Yatırım Fonlarının Avantajları

Sermaye piyasalarına bakıldığında yatırımcılar bu piyasanın temelini oluşturmaktadırlar. Geliri ve gideri arasındaki pozitif farkı verimli yatırım alanlarında değerlendirmek isteyen tasarruf sahipleri kurumsal yatırımcılar aracılığı ile birikimlerini getirisi yüksek yatırım alanlarında değerlendirme imkânı bulabilmektedirler.

Bu bölümde yatırım fonlarının diğer yatırım araçlarına göre daha fazla tercih edilme sebepleri ile yatırımcısına ve ekonomiye sağladığı avantajlara değinilecektir.

1.6.1. Yatırımcılar Açısından Avantajları

Fon portföyüne yatırım yapan yatırımcının sermayesi, profesyonel yöneticiler aracılığı ile değerlendirilmektedir. Bu yöneticiler yani uzman kadro, kurumsal ilkeler doğrultusunda sistemli, nesnel ve istikrarlı bir fon yönetimi gerçekleştirirler. Bu sayede tasarrufların ekonomiye aktarılması bireysel yatırımcıya kıyasla daha etkin olmakta ve kaynak israfını azaltmaktadır (Kılıç, 2004, s. 24).

Yatırım fonlarının yatırımlar açısından sağladığı avantajlar aşağıda sıralanmaktadır.

1.6.1.1. Profesyonel Yönetim

Yatırım fonlarının en önemli avantajı, fonun uzman kişiler tarafından yönetilmesidir. Yatırımcılara bu hizmeti sağlayan uzmanlar, fonda biriken mevduatları fonun amacına göre yönetmektedirler. Uzmanlar ülkenin finansal durumuna, firmalara veya menkul kıymetlerin gösterge endekslerine göre bir değerlendirme yapmaktadır. Ekonomideki değişikliklere paralel olarak, fonun portföyünü oluşturan mevduatları yeniden değerlendirerek eklemeler veya çıkarmalar yapmaktadır. Oysa bireysel tasarruf sahibinin farklı alanlar arasında tercih yapabilmesi önemli düzeyde mesai ve uzmanlık gerektireceğinden oldukça güçtür (Kılıç, 2002, s. 10).

Piyasalarda meydana gelen gelişmelerin takibi ve bu gelişmelerin sektörlere etkilerini tahmin etmek, bu etkilere göre gerekli önlemlerin alınıp cevapların verilebilmesi bireysel yatırımcının oldukça fazla zamanını almaktadır. Üstelik bunu yapabilme ortalama bilgi düzeyindeki bir yatırımcı için oldukça zor ve maliyetlidir. Ayrıca her bireysel yatırımcının da bu düzeye erişmek için fırsatı olmayabilir. Oysa

yatırım fonları, profesyonel portföy yönetimin hizmetini tasarruf sahiplerine düşük bir ücret karşılığında sunabilmektedir (Kahraman, 2006, s. 12).

1.6.1.2. Riskin Dağıtılması

Yatırım fonlarının diğer özelliği de, riski dağıtmasıdır. Bu ilke genel anlamıyla değişik yapıda ve fazla sayıdaki menkulün portföye alınmasıdır. Bu ilke ile çeşitlendirilmiş portföy, bir varlıktan zarar ederken diğer varlıktan gelir elde ederek kayıp riskini en aza indirmeye olanak vermektedir. Böylece risk minimize edilmektedir. Fon yöneticileri riski dağıtmaktadır. Böylece yatırım fonları, yüksek sermayeye sahip yatırımcılar için var olan yatırım çeşitlendirmesini bireysel yatırımcılara da sunmuş olmaktadır (Kılıç, 2002, s. 11).

1.6.1.3. Likidite

Daha sonraki bölümde değinileceği üzere yatırım fonları genellikle açık ve kapalı uçludur. Bu sayede katılım belgesini elinde bulunduran tasarruf sahibi katılım belgesini kuruma tekrar satabilme imkânı vardır. Tasarruf sahibi, nakde ihtiyaç duyduğu an da elindeki katılım belgesini kuruma veya başka bir yatırımcıya satarak ani nakit ihtiyacını kolaylıkla karşılayabilmektedir. Dolayısıyla, yatırım fonları bireysel yatırımcıya katılma belgelerini her an geri alma garantisi vermektedir (Karacabey, 1998, s. 32).

1.6.1.4. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma

Ölçek ekonomilerinin genel olarak tanımına baktığımızda, işletmelerin üretim kapasitelerinin artmasından dolayı maliyetlerinin düşmesi ile birlikte verimliliklerinin ve üretimlerinin artmasının sağladığı olumlu sonuçlar olarak yorumlanabilir. Yatırım fonları içinse ölçek ekonomisini, fona katılan yatırımın artması sayesinde fonun birim başına düşen maliyeti azalmaktadır.

Finansal piyasalarda işlem maliyeti söz konusu olmaktadır. Yatırım fonunda fon sepetinin içerisinde birçok unsur yer aldığı için bireysel yatırımcılar açısından bu maliyetler yüksek tutarlara ulaşabilmektedir. Ancak yatırım fonu kuruluşları yatırımlarını yüksek miktarlarda gerçekleştirdikleri için bu maliyetler minimum seviyelere inecektir. Ayrıca uygun bir yatırım yapabilmek için gereken piyasa

araştırmasının ve doğru değerlendirmelerin yapılması da bir maliyet unsuru oluşturmaktadır.

Yatırım fonları sayesinde küçük yatırımcı için danışmanlık ve portföy yöneticiliği hizmeti gibi yüksek maliyet içeren çalışmalar en etkin şekilde sağlanmaktadır.

1.6.1.5. Çeşitlilik

Bir portföy sepetinin içinde farklı risk ve getiri seçeneklerine sahip çok fazla sayıda yatırım içeriği bulunmaktadır. Bu çeşitlilik yatırımcının almak istediği risk oranı ve getiri seçeneklerine göre uygun bir yatırım olanağı sağlamaktadır.

1.6.1.6. Düşük Maliyet

Bireysel yatırımcılar yatırım fonlarının profesyonel yönetimi için belli oranlarda komisyon ödemektedirler. Ödenen bu komisyon yukarıda açıkladığımız ölçek ekonomilerinin faydalanmaları sayesinde azalmaktadır. Bununla beraber yatırım fonu sayısının fazla olması nedeni ile rekabet ortaya çıkmaktadır ve bu durum da yatırımcıların düşük maliyetle profesyonel hizmet alabilmelerine imkân sağlamaktadır.

1.6.2. Ekonomi Açısından Avantajları

Yatırım fonları, hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar. Bu sayede özel sektöre fon tahsis ederler. Yatırım fonları tahvillere de yatırım yapmaktadırlar. Bu sayede de bütçe açıklarının kapatılmasına katkı sağlarlar. Fonda biriken tasarrufu özel sektöre ve kamuya aktararak sermaye piyasalarının derinleşmesine katkı sağlamaktadırlar. Ayrıca deneyimsiz yatırımcılar birikimlerini değerlendirme fırsatı bulur (Ertaş vd. 1997, s.18).

2. BÖLÜM

YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI VE LİTERATÜR

Yatırım fonu sektöründe bireysel yatırımcıların kararlarını etkileyen önemli göstergelerden biri de risk ve getiri düzeyinin belirlenmesidir. Finansal piyasaların serbestleşmesi ve diğer yatırım araçları ile etkileşiminin artması, yatırım fonlarının gelirlerinin ekonomik gelişmelere duyarlı hale gelmesine neden olmuştur. Yatırım fonları ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde; “Yatırım fonlarının piyasa getirisi karşısında performansı nasıl? Bu dönem performansı yüksek olan yatırım fonları gelecek dönemlerde de bu performanslarını sürdürebilecekler mi?” gibi sorulara yanıt arandığı görülmektedir.

Çalışmanın bu bölümde yatırım fonlarının sınıflandırılmasına ve performansına ilişkin literatürde çokça atıf yapılan çalışmalar ele alınmaktadır.

2.1. Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması

Yatırım fonları, finans literatüründe farklı ölçülerden hareketle değişik şekillerde sınıflandırmaya tabi tutulmaktadır. Genel olarak bu sınıflandırmaya bakıldığında portföyde yer alan varlıkların niteliği pay sayısının değişimi, yönetim anlayışı ve kar dağıtım durumuna göre sınıflandırılmaktadırlar.

2.1.1. Tipine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonları, bireylerin tasarruflarının finansal piyasalara aktarabilmeleri açısından önemlidir. Buna karşın, fon piyasası 2000’e kadar finansal sistemdeki eksiklikler nedeniyle yeterli büyüklüğe ve derinliğe ulaşamadığını daha önceki bölümlerde anlatmıştık. Ancak 2000 yılından sonra yatırım fonları, en parlak dönemini yaşamıştır. Bir ülkedeki kamu borçlanmasının fazla olduğu, bu borçlanmanın finansal piyasalardan karşılandığı bir ekonomide, fonların devlet tahvillerinden oluşması beklenmektedir. A ve B tipi yatırım fonlarının portföy bileşimleri farklıdır. Bu fon tiplerinin bileşimlerinin şu şekilde olduğu görülmektedir. Devlet tahvili, hazine bonusu, repo- ters repo ve hisse senetleri fonların temel yatırım seçeneklerini içermektedir (Karan ve Karacabey, 2003, s. 74).

2.1.1.1. A Tipi Yatırım Fonları

A tipi yatırım fonları, mal varlıklarını devamlı olarak en az %25'i Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış olan fonlar olarak tanımlanabilir. A tipi yatırım fonlarındaki hisse senedi payının "devamlı olarak" dörtte birin üzerinde olması şarttır. Diğer bir husus ise % 25 oranında yer alan hisse senetlerinin, kesinlikle Türkiye'de kurulmuş ortaklıklara ait olması gerekmektedir (Günel, 1997, s. 400).

A tipi fonlarının dörtte birinin hisse senedi içermesi sebebiyle B tipi fonlara göre riskli oluşu söylenebilir. Yatırımcılar getiri beklentilerine göre almayı düşündükleri riski belirlemelidirler.

Tablo 2.1. Türkiye'de A Tipi Yatırım Fonlarının Yıllar İtibariyle Portföy Bileşimleri

A TİPİ YATIRIM FONLARI										
Yıl	Fon Sayısı	Toplam Değeri (Bin TL)	Yatırımcı Sayısı	Portföydeki						Diğer
				Hisse Senedi Oranı	Kamu Borçlanma Araçları Oranı	Ters Repo Oranı	Borsa Para Piyasası Oranı	Yabancı Menkul Kıymet Oranı	%	
2004	123	780.370	105.275	67,78	20,44	10,87	0,51	0,39	0,00	
2005	126	1.033.635	142.794	70,44	15,83	12,29	0,88	0,54	0,02	
2006	126	831.518	133.503	64,76	17,88	15,53	0,85	0,70	0,28	
2007	129	919.383	165.311	68,16	16,03	14,96	0,28	0,27	0,30	
2008	126	596.212	177.536	58,30	28,17	13,16	0,16	0,18	0,04	
2009	114	1.049.802	191.565	62,79	20,65	16,28	0,16	0,10	0,03	
2010	132	1.542.020	233.340	65,15	21,12	12,96	0,15	0,13	0,50	
2011	138	1.475.774	277.262	64,07	16,66	15,97	0,66	0,10	2,54	
2012	137	1.618.963	289.133	73,22	13,55	5,49	1,17	0,10	6,48	
2013	136	1.836.456	323.718	71,22	11,14	10,28	1,29	0,10	5,97	
2014	133	1.877.799	333.533	74,47	10,25	5,04	1,36	0,17	8,71	

Kaynak: <http://spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>. [Erişim Tarihi: 22.04.2015]

Tablo 2.1'de A tipi fonların varlık yapısı dalgalı bir seyir izlemektedir. Genellikle portföy bileşimi içindeki hisse senedi oranlarının azaldığı dönemlerde kamu borçlanma araçlarının oranı artmaktadır.

A tipi yatırım fonlarının son on yıllık verileri incelendiğinde yatırım fon sayısında önemli bir artış gözlenmemektedir. Ancak bu fonlara olan yatırımcı sayısında ve bu yatırımcıların yaptıkları yatırımlarda önemli oranda artış olmuştur. Portföy

bileşenlerine bakıldığında ise hisse senedi oranının % 67,78 den % 74,47'ye çıktığı, kamu borçlanma oranının ise % 20,44'den % 10,25'e gerilediği görülmektedir.

2.1.1.2. B Tipi Yatırım Fonları

Portföy oluşumunda herhangi bir sınırlaması olmamaktadır. B tipi fonlar sabit getirili sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlardır. Genellikle bu fonlar, %95'i devlet tahvili veya hazine bonosu içermektedir. Kalan %5'i ise borsada işlem gören ve son 3 yıldır temettü dağıtan bir şirketin hisseleri veya özel sektör tarafından ihraç edilmiş tahvil veya bonolardan oluşmaktadır (Apak, 1995, s. 57).

Tablo 2.2. Türkiye'de B Tipi Yatırım Fonlarının Yıllar İtibariyle Portföy Bileşimleri

B TİPİ YATIRIM FONLARI										
Yıl	Fon Sayısı	Toplam Değeri (Bin TL)	Yatırımcı Sayısı	Portföydeki						Diğer
				Hisse Senedi Oranı	Kamu Borçlanma Araçları Oranı	Ters Repo Oranı	Borsa Para Piyasası Oranı	Yabancı Menkul Kıymet Oranı	%	
2004	130	23.663.404	2.527.187	0,06	68,71	28,32	2,91	0,00	0,00	
2005	149	28.340.487	2.816.779	0,05	72,26	26,53	1,15	0,01	0,00	
2006	163	21.180.058	2.337.406	0,26	39,07	59,18	1,41	0,06	0,01	
2007	168	25.461.778	2.833.143	0,16	38,69	57,78	3,07	0,05	0,25	
2008	209	23.376.136	2.761.368	0,08	44,13	50,33	4,93	0,04	0,50	
2009	202	28.558.475	2.807.083	0,48	32,43	60,23	5,30	0,12	1,44	
2010	354	31.677.809	3.015.261	0,73	28,77	55,91	8,30	0,40	5,88	
2011	457	28.743.308	3.008.703	0,51	23,72	48,25	9,58	0,39	17,56	
2012	455	29.068.916	2.841.176	1,09	20,34	39,78	8,01	0,48	30,30	
2013	386	28.245.627	2.829.699	1,25	17,34	30,38	11,89	0,72	38,41	
2014	349	31.436.899	2.943.693	1,64	11,31	20,49	12,72	1,41	52,43	

Kaynak: <http://spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx> [Erişim Tarihi: 22.04.2015]

Tablo 2.2'de görüldüğü gibi B tipi fonlarda da varlık yapısı yıllar itibariyle önemli değişiklikler göstermektedir. B tipi fonların varlık dağılımında ters repo oranı 2005-2009 yılları arasında artış gösterirken, aynı oranın 2010 yılı ile birlikte azaldığı gözlenmektedir. 2006 yılında uluslararası piyasalarda başlayan tedirginliğin 2008 yılında krize dönüşmesiyle birlikte yurt içindeki enflasyon, artış göstermekte ve bununla birlikte bileşik faizler yükselmektedir. Faizlerin yükselmesinden dolayı yatırım fonu portföyündeki ters repo oranı da artış göstermektedir.

Sonuç olarak tiplerine göre fonları değerlendirdiğimizde, A tipi fonun varlık değerinin B tipine göre oldukça geride kaldığını söyleyebiliriz. Bu fark likit fonlardan kaynaklanmaktadır. A tipi fonlar hisse senetlerindeki fiyat hareketlerinden, B tipi fonlar ise faizlerdeki hareketlerden etkilenmektedir (Yüce, 2011, s. 78).

2.1.2. Portföy Yapısına Göre Yatırım Fonları

Bu bölümde, fonların varlıklarındaki menkul değerlerin türleri göz önüne alınarak sıralanmaktadır. Sermaye Piyasası Kuruluna göre fonlar aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır.

2.1.2.1. Hisse Senedi Fonları

Türkiye’de kurulan şirketlerin hisse senetlerine, fon varlığının en az yüzde elli biri sürekli varlık aktarılmaktadır.

Bu fonlar B tipi fonlara göre yüksek risk içermektedirler. Tercih edilmelerinin sebebi getirilerinin daha yüksek olmasıdır (Kılıç, 2002, s. 11).

2.1.2.2. Tahvil Fonları

Fon portföyünün tamamının veya %51’lik kısmının sürekli olarak fona aktarmaları gerekmektedir. Bu fon kamu ve/veya özel sektör fonu olabilir. Tahvil fonları; devlet borçlanma araçlarına, yabancı tahvillere, şirket tahvillerine yatırım yapan fonlar olarak ayrılmaktadır.

Tahvil fonları, işletmelerin borçlanma araçlarından biridir. Tahviller, hisse senetlerine göre daha az risk içermektedirler. Enflasyon dönemlerinde tahvil ve fon ihtiyacını karşılayan işletmeler, paranın satın alma gücünün azalmasından dolayı karlı duruma gelmektedirler (Ceylan, 2006, ss. 346-347).

2.1.2.3. Karma Fonlar

Portföyünün tamamı birden fazla mevduattan oluşmaktadır. En az iki çeşit olmalı ve bu katılım yüzde yirmiden fazla olmalıdır.

- Hisse senetleri.
- Borçlanma araçları.

- Altın ve diğerk kıymetli madenler.

Bu fonlar varlıklarına kattıkları her bir aracı sabit oranda değerdendirerek yüksek kazanç elde etmeyi planlamaktadırlar (Kılıç, 2002, s. 12).

2.1.2.4. Sektör Fonu

Fon varlığının yüzde elli birini sürekli olarak inşaat, gıda, tekstil gibi belli bir sektörde tutan menkul kıymetlere yatırım yapan fonlardır.

2.1.2.5. İştirak Fonu

Fon varlığının yüzde elli birini sürekli olarak fon kurucusunun iştiraklerine yatıran fonlardır.

2.1.2.6. Grup Fonu

Fon varlığının yüzde elli birini sürekli olarak belli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatıran fonlardır. Örnek olarak Koç topluluğu, Sabancı topluluğu verilebilir.

2.1.2.7. Yabancı Menkul Kıymetler Fonu

Fon varlığının yüzde elli birini sürekli olarak özel sektöre veya kamu sektörüne yatıran fonlardır.

2.1.2.8. Altın Fonu

Fon varlığının yüzde elli birini sürekli olarak yurt içi veya yurt dışı piyasalarda işlemde olan altına dayalı araçlara yatıran fonlardır.

2.1.2.9. Diğerk Kıymetli Madenler Fonu

Fon varlığının yüzde elli birini sürekli olarak yurt içi veya yurt dışı piyasalarda işlemde olan altına ve başka madenlere yatıran fonlardır.

2.1.2.10. Likit Fon

Fon varlığının tamamı, sürekli olarak, portföyünde süresinin dolmasına en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek finansal araçlara yatıran fonlardır. Bu fonların portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlardır.

2.1.2.11. Değişken Fon

Fon varlığının tamamı, varlık sınırlamaları çerçevesinde yukarıda bahsedilen çeşitlerden herhangi birine girmeyen fonlardır.

2.1.2.12. Endeks Fon

Endeks fon, hedef olarak belirlenen geniş tabanlı bir menkul kıymet endeksinin (hisse senedi veya tahvil endeksi) getiri performansı sağlayacak şekilde oluşturulan menkul kıymet portföyüne sahip yatırım fonudur (Sarıtış, 2001, s. 109).

2.1.2.13. Fon Sepeti

Fon varlığının en az yüzde sekseni sürekli olarak, diğer fonlara ve borsa yatırım fonlarına yatıran fonlardır.

2.1.2.14. Özel Fon

Katılma belgeleri halka açık olmayan belirli kişi ya da şirketlere ayrılmış fonlardır.

2.1.2.15. Koruma Amaçlı Fon

Tasarruf sahibinin giriş mevduatının bir kısmının, hepsinin veya belli bir yüzdesinin fonun izahnamesin de yer verilen kriterler etrafında belirlenen sürede veya sürelerde tasarruf sahibine tekrar ödenmesinin, uygun bir planlamaya dayanarak en verimli getiriyi sağlamaya çalışan fonlardır.

Tablo 2.3. Yatırım Fonlarının Portföy İstatistikleri

Fon Türü	Değer (TL)	%
Özel Sektör Borçlanma Araçları	23.203.142.863,37	43,59
Takasbank Para Piyasası	9.193.071.544,89	17,27
Eurobond, Yabancı Menkul Kıymetler	6.411.039.947,48	12,04
Vadeli Mevduat	4.483.401.292,97	8,42
Pay	4.387.864.194,91	8,24
Tahvil - Bono	3.160.302.641,77	5,94
Repo - Ters Repo	1.556.344.168,76	2,92
Altın	450.214.342,99	0,85
Vadeli İşlemler Nakit Teminatları	202.086.493,21	0,38
Katılma Hesapları	187.933.615,10	0,35
Toplam	53.235.401.105,45	100,00

Kaynak: Takasbank. (2018). Portföy istatistikleri.
<https://www.takasbank.com.tr/tr/Sayfalar/PortfoyIstatistikleri.aspx>. Erişim Tarihi: 10.03.2018.

Fon portföyelerine bakıldığında borçlanma senetlerinin ağırlığının oldukça fazla olduğunu görmekteyiz. Finansal piyasalardaki fonların önemli bir kısmı devlet hizmetlerinin finansmanında kullanılmaktadır. Devletin özel sektörden borçlanma senetlerinin faizleri risksiz faizlerdir. Ülkemizdeki yatırım fonlarının önemli bir kısmının devlet borçlanma senetlerinden oluştuğu göz önüne alınırsa, ülkemizde yatırım fonlarının yüksek faiz getiri avantajının tercih edilen bir uygulama olmadığı anlaşılmaktadır.

Yatırım fonlarının bireysel yatırımcılara kattığı en büyük fırsatlardan biri profesyonel yönetim ve çeşitlendirmedir. Bireysel yatırımcılar bu hizmetlerden ne ölçüde faydalanabilmektedir? Bir yatırımcı tahvil almak yerine neden tahvil fonunu tercih etmektedir? İlk sorunu yanıtını bulabilmek için yatırım fonlarının performans değerlerine bakmak gerekmektedir. Portföye katılan bir menkul değer fon için getirisinin ne olduğu, etkili bir yatırım aracı olup olmadığı araştırılmalıdır. Bu soru yatırım fonlarının performans değerlendirmesini içermektedir. Diğer soruda ise bireysel yatırımcılar tahvil almak yerine her hangi bir bankadan yatırım hesapları aracılığı ile kolaylıkla fon satın alabilmektedir. Tahvil, hisse senedi veya likit fon almak günümüz koşullarında oldukça kolaylaşmıştır. Ayrıca tasarruf sahibi için tahvil fonunun artılarının ve eksilerinin belirlenmesi gerekmektedir.

2.1.3. Pay Sayısına Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonları kuruluş sermayesinin değişken ve sabit olmasına göre ikiye ayrılmaktadır.

2.1.3.1. Açık Uçlu (Değişken Sermayeli) Yatırım Fonları

Katılma belgeleri sabit olmayan fonlardır. Katılma belgeleri talebe göre belirlenmektedir. Açık uçlu fon satın almak için ikincil piyasaya ihtiyaç yoktur. Tasarruf sahibi direkt fondan katılma belgesi alabilmektedir (Karacabey, 1998, s. 34).

Kılıç (2002), bu fonlarının özelliklerini şu şekilde sıralamaktadır:

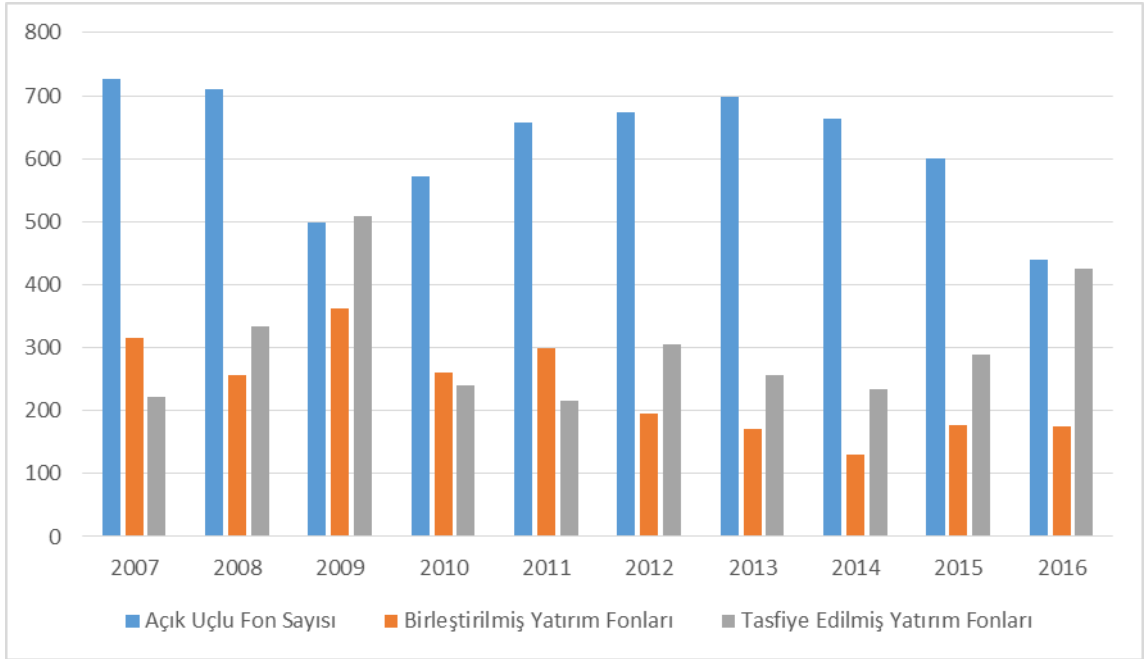
- Fon senedi direkt kurucudan veya mümessilden alınabilmektedir.
- Yatırımcının sahip olduğu senedi istediği an fona tekrar satma olanağı olduğu için piyasadaki senet sayısı değişkenlik göstermektedir.
- Katılma senetlerinin alış ve satış işlemleri günlük mevduatının senet sayısına bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Açık uçlu yatırım fonlarında iki hususa dikkat çekilmektedir (Ertaş vd. 1997, s. 22).

- Her an likidite sağlayabilmesi sayesinde bireysel tasarruf sahiplerinin tercih sebebi olabilmekte ve atıl duran tasarrufların ekonomiye kazandırılmasını sağlayabilmektedir.
- Tasarruf sahibi her an katılma senedi satın alarak bu fona katılabilmektedir.

Bu fonların katılma senetleri devamlı olarak yatırımcılara satılabilmektedir. Senetler kapanış fiyatlarına göre işlem görmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 1998, s. 31). Bu nedenle borsaya kote edilmezler. Banka tarafından geri alındıkları için bunların likiditesi daha fazladır. Bu yüzden, açık uçlu fonlar yeni kurulan ve borsaya kote edilemeyen şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapmazlar (Karşlı, 1989, s. 120-121).

Şekil 2.1. Piyasaya Giren ve Çıkan Açık Uçlu Fon Sayıları



Kaynak: https://www.ici.org/pdf/2017_factbook.pdf Erişim Tarihi: 24.03.2017 tarihli verilere göre tarafımızdan hazırlanmıştır.

2007 yılından itibaren piyasaya giren açık uçlu fonlar önce azalmış daha sonra artmıştır. Özellikle 2009 ve 2010 yıllarında ekonomik kriz sebebiyle düşüş göstermiştir. 2010 Yılından itibaren 2013 yılına kadar açık uçlu fon sayısı artış göstermiştir. Yeni fonlar piyasaya sürülmüştür. Piyasada ilgi çekmeyen, yüksek getiriye sahip olmayan fonları ise başka fonlar ile birleştirmiş veya tasfiye edilmişlerdir (https://www.ici.org/pdf/2017_factbook.pdf Erişim Tarihi: 24.03.2017).

2.1.3.2. Kapalı Uçlu (Sabit Sermayeli) Yatırım Fonları

Kapalı Uçlu fonlar, katılma senetlerini geri almamaktadır. Bu nedenle piyasadaki senet sayısı sabit olan fonlardır (Alıcı, 1998, s. 9).

Kılıç (2002), bu fonlarının özelliklerini aşağıda sıralamaktadır.

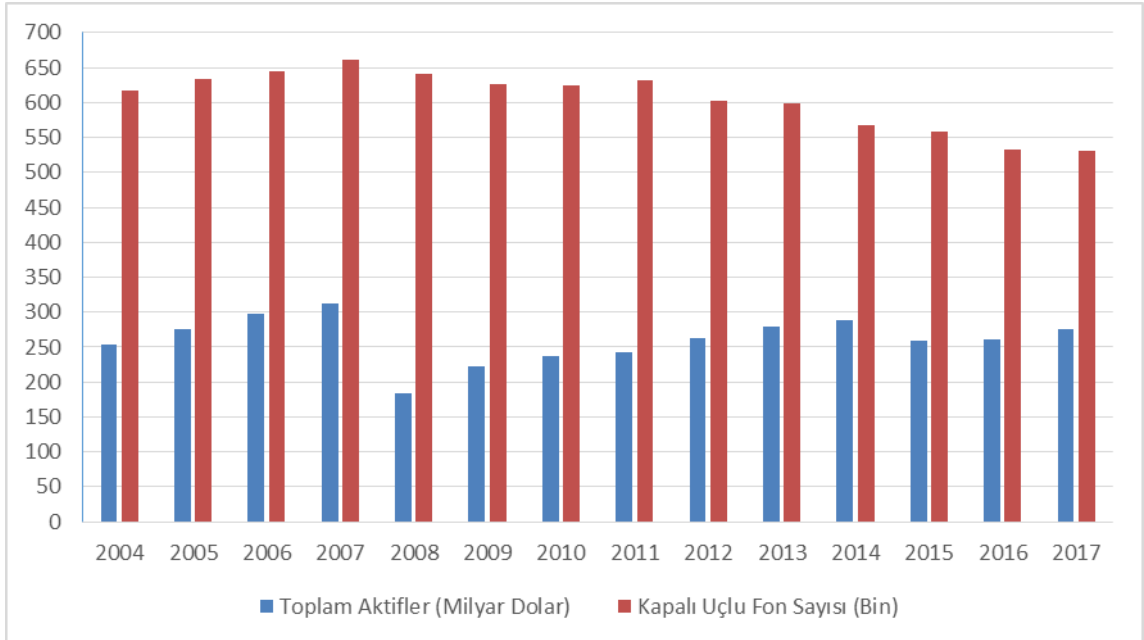
- Fon senetleri borsa ve tezgâh üstü piyasalarda işlem görebilmektedir.

- Yatırımcıların elindeki fonları ihraççıya tekrar satma durumu olmadığından, piyasadaki senet sayısı sabit kalmaktadır.
- Senet sayısı sabit olduğu için senetlerin fiyatı arz ve talebe göre saptanmaktadır. Bu nedenle senedin fiyatı çıkış fiyatında daha düşük veya yüksek olabilmektedir. Talep fazla olursa fiyat artmaktadır. Talep az olduğunda ise fiyat düşmektedir.

Kapalı uçlu bir fon satın almak isteyen yatırımcıların, ikincil piyasada fon satmak isteyen yatırımcılar ile buluşmaları gerekir. Bu nedenle, kapalı uçlu fonların ikincil piyasaları gelişmiştir. Kapalı uçlu fonlar, ekonomide kaynak dağılımı konusunda önemli rol oynamaktadırlar (Süngü, 1989, s. 33).

Kapalı uçlu fonlar, açık uçlu fonlara göre daha istikrarlı olmalarına rağmen yeni pay ihraç edememeleri nedeniyle risk taşımaktadırlar (Karacabey, 1998, s. 52). Kapalı uçlu fonların yıllar itibariyle fon sayıları ve fon hacimlerinin değerlendirilmesi Şekil 2.2’de verilmiştir.

Şekil 2.2. Yıllar İtibariyle Kapalı Uçlu Fonların Değerlendirmesi



Kaynak: https://www.ici.org/pdf/2017_factbook.pdf Erişim Tarihi: 24.03.2018 tarihli verilere göre tarafımızdan hazırlanmıştır.

Kapalı uçlu fon hacmi 2004 yılında altı yüz milyar dolardır. Bu hacim 2008 finansal krizine kadar artış göstermiştir. Bu hacim 2008 yılında kriz nedeniyle yüz seksen altı milyar dolara kadar gerilemiştir. Bununla birlikte 2009 yılında kapalı uçlu fon hacmi yüzde yirmi bir artarak iki yüz yirmi sekiz milyar dolara ulaşmıştır. Devam eden yıllarda kapalı uçlu fonların hacimleri artış göstermiş ancak 2013 yılındaki hacme ulaşamamıştır. 2008 Yılına kadar kapalı uçlu fonların sayıları ve hacimleri doğru orantılı olarak artmıştır. Ancak 2008 finansal krizinden sonra hacim artış gösterse de kapalı uçlu fon sayısının hacim ile orantılı artış gösterdiği söylenememektedir. (https://www.ici.org/research/stats/closeend/cef_q3_15).

2007 yılına kadar artış göstererek 662'ye ulaşan kapalı uçlu yatırım fonu sayısı, 2008 krizi ile birlikte 642'ye gerilemektedir. 2008 yılından sonra kapalı uçlu yatırım fonlarının aktif değerleri artış göstermesine rağmen fon sayılarında genel olarak bir düşüş gözlenmektedir.

2.1.4. Kar Dağıtımına Göre Yatırım Fonları

Kar dağıtımı bakımından iki model söz konusudur. İlki kar dağıtan fonlardır. Diğeri ise kar dağıtmayan fonlardır.

2.1.4.1. Kar Dağıtan Fonlar

Fonu yöneten kuruluş dönem sonunda durum değerlendirmesi yapmaktadır. Fonun değer artışı ve diğer gelirleri olumlu ise fon kar etmiş demektir. Bu tutarın bir kısmı senet sahiplerine içi tüzüğe göre dağıtılır. Yapılan ödemeden sonra fonun değeri yapılan ödeme kadar düşer (Karşlı, 1989, s. 121).

2.1.4.2. Kar Dağıtmayan Fonlar

Varlıkta yer alan menkul değerlerin kar ödeme zamanı geldiğinde, kar tekrar fona eklenerek tekrar menkul kıymet satın alınır. Bu şekilde fonun hacmi artar. Ve fon zenginleşir. İyi bir portföy yönetimi sayesinde varlık gelirleri artış gösterir. Fonun katılma belgeleri de döngüye girerek sürekli yükselir (Karşlı, 1989, s. 121).

2.1.5. Yönetim Anlayışına Göre Yatırım Fonları

Literatürde yer alan bazı çalışmalar olan Sharpe (1966), Jensen (1968), Roll (1978), Grinblatt ve Titman (1989), Blake vd. (1993) ile Etkin Piyasalar Hipotezi ve Modern Portföy Teorisinin öğretileri, pasif olarak yönetilen yatırım fonlarının aktif olarak yönetilen yatırım fonlarından daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymaktadır.

2.1.5.1. Aktif ve Pasif Yatırım Stratejileri

Piyasaların değişen dinamikleri nedeniyle, ekonomik koşullarda ortaya çıkan değişiklikler menkul kıymetlerin değerinin de değişmesine neden olmaktadır. Bu noktada portföy yönetimi ön plana çıkmaktadır.

Ünal (1995) portföy yönetimi şu şekilde tanımlamaktadır:

- Portföyün yatırımcıların ihtiyaçlarına göre planlanması.
- Portföye katılacak kıymetlerin seçimi.
- Portföyün performansının değerlendirilmesi.
- Portföyün belli periyotlarla gözden geçirilmesi olarak tanımlanabilir.

Hangi kıymetin portföyden çıkarılacağını hangisinin portföye dahil edileceğini saptamak uzmanlık istemektedir. Portföy yönetimi bankalar ve uzman kuruluşlar tarafından yapılmaktadır (Karlı, 1989, s. 429).

Yönetim stratejilerine göre yatırım fonları ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan ilki aktif portföy yönetimi, piyasadan veya takip edilen endeksten daha iyi getiri elde etmeyi hedeflemektedir. İkincisi ise pasif portföy yönetimidir ve bu yönetim şekli takip edilen endeksin getirisini aşmaktan ziyade bu endeksi takip etmeye çalışmaktadır. Aktife karşı pasif yatırım stratejilerinin odağında ise Etkin Piyasalar Hipotezi yer almaktadır (Gözbaşı, 2010, s. 7).

2.1.5.1.1. Etkin Piyasalar Hipotezi

Piyasada fiyatların rastgele oluştuğu ve tesadüfi dağılım gösterdiği, dolayısıyla önceden tahmin edilemeyeceği düşüncesi Fama tarafından Etkin Piyasalar Hipotezi

olarak literatüre kazandırılmaktadır. Bu hipoteze göre bilgi ile menkul kıymetler arasında korelasyon bulunmamaktadır. Menkul kıymet fiyatları yeni veriyi baz alarak oluşmaktadır (Fama, 1970, s. 383). Finans literatüründe etkin piyasa: “Bir piyasada elde edilen bilgi kullanılarak yatırımcının ekstra kazanç elde etmesi imkansız ise o piyasa etkindir.” şeklinde ifade edilmektedir.

Herhangi bir piyasanın etkin olması, mükemmel bir pazar olduğu anlamı taşımamaktadır. Mükemmel finansal piyasalar için gerekli nitelikler aşağıdaki gibidir (Kıyılar,1998, s. 9);

- Pazarda ki yatırımcılar ulaşılabilir bilgiye ücretsiz öğrenebilmelidirler.
- Pazarda işlem maliyeti yoktur. Üstelik vergi sistemi tarafsızdır.
- Pazarda çok sayıda alıcı ve satıcı mevcuttur. Hiç biri pazarda etkileyecek oranda hisseye sahip değildir.
- Katılımcılar rasyonel kişilerdir. Tercihlerindeki temel etken yüksek getiri, düşük risktir.
- Tüm finansal varlıklar bölünebilir niteliktedir.

Etkin Piyasa Hipotezine göre piyasayı devamlı olarak yenmek olanaksızdır. Bu yüzden yatırımcılar uzun dönemde piyasa endeksine yenik düşecek ve bu durumda pasif yatırım stratejisinin önemi artacaktır. Etkin Piyasa Hipotezine göre piyasalar üç türde sınıflandırılmaktadır. Bunlardan ilki zayıf form piyasa etkinliği, fiyatların geçmiş fiyatlar ile ilgili bütün bilgileri yansıttığı durumdur. Bu piyasalarda yeni bilgilere yatırımcılar tam zamanlı olarak ulaşamamaktadırlar. Yarı güçlü form, halka açık tüm bilgilerin fiyatlara yansıdığı durumdur. İçeriden bilgi edinen bazı yatırımcılar kamunun bilmediği bu bilgileri kullanarak piyasanın üzerinde getiri elde edebilmektedirler. Güçlü form piyasa etkinliği ise, kamunun bilgisinin yanında içeriden öğrenilen bilgilerin de menkul kıymet fiyatlarına yansımış olduğu durumdur. Bu formda menkul kıymet yöneticileri ve içeriden öğrenenler aşırı getiri elde edememektedirler (Gözbaşı, 2010, ss. 7-8).

2.1.5.1.2. Aktif Yönetilen Fonlar

Aktif yönetim şeklinde fon yöneticisi, piyasaları etkin olmadığı görüşünden hareket etmektedir. Piyasalarda fiyatı fazla veya düşük değerlenmiş menkul kıymetleri araştırır. Bu menkul kıymetler arbitraj imkanı vermektedir. Düşük değerlenmiş menkul kıymetleri portföyüne katar. Yüksek değerlenmişleri de satar. Bu şekilde kazanç elde etmeyi amaçlar. Aktif yönetim şeklinde fon yöneticisi piyasayı yenebileceğini düşünür. Bu şekilde hareket etmesi aktif yönetim şeklinin temelindeki düşüncedir (Sarıtaş, 2001, s. 62).

Soydemir (1993) aktif yönetim şeklini şu şekilde ifade etmiştir:

- Portföyün tasarruf sahiplerinin bekledikleri getiriye uygun hazırlanması.
- Portföye alınacak menkul değerlerin tercihi.
- Varlığın performansının değerlendirilmesi.
- Portföyün belli aralıklarla gözden geçirilmesi.
- Buna göre çeşitli menkul kıymetlerin alınıp satılması.

Aktif yönetilen fonların öne çıkan üç özelliği vardır. İlki piyasa zamanlama eğilimidir. Örneğin, tipik piyasa zamanlayıcısı olan tahvil fonu yöneticileri faiz oranlarına ilişkin beklentileri değiştikçe faiz oranı pozisyonlarını değiştirmektedirler. İkincisi, iyi fiyatlanmamış menkul kıymetleri belirlemek için menkul kıymet analizi yapma eğilimidir. Üçüncüsü ise sektör tahminlerine göre fonun pozisyonunun değiştirildiği sektör rotasyonudur. Aktif yönetim şeklinin bu üç özelliğinin ortak hareket noktası bulunur. Bu çıkış noktası ise “Öngörülere dayalı alım-satım işlemi yapmaktır.” (Sarıtaş, 2001, s. 63).

2.1.5.2.3. Pasif Yönetilen Fonlar

Pasif yönetim şekli, aktif yönetim şeklinin tam tersidir. Portföy oluşturulduktan sonra asgari düzeyde yöneticilik faaliyeti ve işlem yapmayı gerektirmektedir. Pasif yönetim şekli menkul kıymetlerin etkin bir şekilde fiyatlandırıldığı varsaymaktadır. Piyasayı yenmek için öngörülerde bulunmayı gerektirmez. Eğer bir fon iyi çeşitlendirilmiş ve işlem yapmak için öngörüler kullanılmıyorsa pasif olarak yönetildiği

kabul edilir (Yalçınkaya, 2006, s. 10). Bu yönetim anlayışı, finansal piyasaların asimetrik bilgiye değil tam rekabet piyasalarında olduğu gibi tam bilgiye dayandığı ilkesini kabul etmektedir.

Diğer bir ifadeyle, pasif yönetim şeklinde piyasaların, fiyatları etkileme olasılığı olan tüm bilgileri derhal kendisine bildirdiği kabul edilmektedir. Dolayısıyla piyasayı yenmeye çalışmak anlamsız olacaktır. Bu durumda uygulanacak en iyi teknik, bir piyasa endeksini taklit etmeye çalışmak, yani söz konusu endekste yer alan aynı menkul kıymetlere endeksle, aynı oranlarda yatırım yapmaktır (Gözbaşı, 2010, s. 10).

Pasif olarak yönetilen fonlar 2'ye ayrılmaktadır: Satın al ve tut fonlar, Endeks fonlar.

2.1.5.2.3.1. Satın Al ve Tut Fonları

Bu yöntemde, yatırımcının kazanç beklentisine göre bir portföy oluşturulmaktadır. Portföye katılan menkul kıymetler yatırım boyunca satılmamaktadır. Buradaki önemli nokta; yatırım süresince fiyat hareketleri oluşsa bile işlem yapılmamaktadır (Sarıtış, 2001, s. 63).

2.1.5.2.3.2. Endeks İçerikli Fonlar

Bir diğer pasif yatırım stratejisi de endeks içerikli fonlardır. Portföy bir kere oluşturulmaktadır. Daha sonra alım satım işlemi gerektirmeden çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturulmaktadır. Endeks içerikli fonlarda takip edilen endeks, büyük oranda istikrarlı olduğu için portföy içeriğinin devir oranı da düşük olacak bu da araştırma ve işlem maliyetlerini minimum seviyede tutacaktır (Gözbaşı, 2010, s. 11).

2.2. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi

Küreselleşen ekonominin güçlendiği bir dönemde sermaye piyasası işlemlerini vergilendirmek önem arz etmektedir. Uluslararası anlaşmalar ile çifte vergilendirmeyi önleyici tedbirler alınmaktadır. Menkul kazançların istikrarlı olarak vergilendirilmesi gelişmenin temel unsurları arasında yer almaktadır.

Yatırım fonlarının katılma belgesi sahiplerinin elde ettiği menkul sermaye iradi gelirleri ile portföy işletmelerinin elde ettiği kazançların vergilendirilmesi 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun da açıklanmaktadır.

2.2.1. Kurumlar Vergisi Açısından

Yatırım fonlarının varlık işletmesinden dolayı meydana gelen kazançları verginin konusunu oluşturmaktadır. Bu işletmelerin kar, faiz ve kar yapı kazançları kurumlar vergisinden muaftır.

2.2.2. Gelir Vergisi Açısından

Gelir vergisi açısından yatırım fonlarının vergilendirilmesine bakıldığında tam mükellefiyet ve dar mükellefiyet olarak ikiye ayrılmaktadır.

2.2.2.1. Tam Mükellef Gerçek Kişi Açısından

Yatırım fonlarının getirisi Gelir Vergisi Kanuna göre menkul sermaye iradi olarak kabul edilmektedir. Yatırım fonları tam mükellef gerçek kişiler için vergilendirilirken aşağıda yer alan yöntemler takip edilir.

- Kar dağıtan kurum stopajı yapar.
- Fon gelirinin yarısı vergilendirilmektedir.

2.2.2.2. Dar Mükellef Gerçek Kişi Açısından

Yatırım fonları dar mükellef gerçek kişiler için vergilendirilirken aşağıda yer alan yöntemler takip edilir.

- Kar dağıtan kurum stopajı yapar.
- Stopaj son ve kesin vergidir.
- Beyan edilmez.

2.3. Literatür: Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi

Yatırımcıları piyasalardaki belirsizlikten ve riskten koruyan yatırım fonları, sürekli bir kazanç imkanı sunarak bireysel yatırımcının tasarrufunun sermaye piyasasına

kazandırılmasını sağlamaktadır. Yatırım fonlarına olan talebin artması ile portföy performansının ölçülmesi önemli bir hal almakta ve bu konuda yapılan çalışmalar artmaktadır. Yatırım fonlarına yatırım yapmak isteyen yatırımcıların fonların geçmiş performanslarına bakarak en uygun yatırım kararlarını alabilmeleri oldukça önemlidir.

Çalışmanın bu bölümde yatırım fonlarının performansına ilişkin ve literatürde çokça atıf yapılan çalışmalar ele alınmaktadır.

2.3.1. Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesine İlişkin Literatür

Yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesinde temel amaç, yatırımcının göze aldığı riske karşılık elde ettiği gelirdir. Bunun yanında yatırım fonlarını alternatif yatırım araçlarıyla karşılaştırıp fon yöneticisinin başarısının tespiti de önem arz etmektedir. Bu bağlamda dünya çapında yapılan bazı çalışmaları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

Yatırım fonlarının yıllar içindeki gelişimi ile orantılı olarak, fonların niteliği, faaliyetleri ve özelliklerine ilişkin pek çok soru gündeme gelmektedir. Bu sorulara gerek akademi çevresinden gerekse sektörden gelen araştırmacılar bu sorulara yanıt aranmaktadır. Bu araştırmalar arasında ilgi çeken başlıca konular, yatırım fonlarının portföy performansları, harcama yapıları ve yatırım şekilleri olmaktadır (Gözbaşı, 2011, s. 78).

Yatırım fonlarının performansının değerlendirilmesinde, riske göre getiriye ele alan yöntemler bulunmaktadır. Uygulama içeren literatür çalışmalarını değerlendirdiğimizde Sharpe Oranı (1966), Treynor Oranı (1965), Jensen Ölçütü (1968) olduğu görülmektedir. Bu yöntemlere ek olarak Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM) gibi birçok yöntemin yatırım fonlarının performansının değerlendirilmesinde kullanıldığı görülmektedir. Bunların arasında Sharpe Oranı, Treynor Oranı ve Jensen Ölçütü yatırımcıların performans değerlendirmesinde oldukça önem verdikleri yöntemler arasında yer almaktadır.

Sharpe (1966), 1954–1963 yıllarında faaliyette olan 34 adet açık uçlu yatırım fonunun performansını Sharpe Oranı ve Treynor Oranına göre değerlendirmeye çalışmaktadır. Fonların büyük bölümünün, piyasa endeksinin altında bir getiri elde ettiğini görmektedir. 10 yıllık inceleme dönemi içerisinde göreceli performans

devamlılığına sahip olduğu sonucuna ulaşmaktadır. Sharpe, kazandıran fonların tekrar getiri sağlama olasılığını şöyle özetlemektedir “Eğer geçmiş 10 yıl, gelecekteki 10 yılın bir öngörüsü ise daha önce getiri sağlayan bir fonun gelecekte de kazandırabileceği söylenebilir.”.

Jensen (1968), 56 adedi 1945–1964 yıllarını geri kalanı ise 1955-1964 yıllarını kapsayan verileri kullanarak 115 yatırım fonunun performansını incelemektedir. Sonuç olarak fon yöneticilerinin iyi bir getiri sağlayamadığı ve fon performansının süreklilik sağlayamadığı sonucuna ulaşmaktadır.

Blake vd. (1993), çoklu regresyon analizine göre hesaplanan alfa katsayılarını kullanmaktadırlar. 1979–1989 yıllarında faaliyet gösteren 46 tahvil fonunun performansını değerlendirmeye çalışmaktadırlar. Bu alışma fonların hayatta kalma eğilimi dikkate alınarak yapılmaktadır. Tahvil fonlarının genel olarak diğer örnek portföylerden daha düşük performans gösterdiği ve geçmiş performansın gelecek performansı tahmin edemediği sonucuna ulaşmaktadırlar.

Gruber (1996), 1985–1994 yılları arasında 270 adet fonun geçmiş performansının gelecek performansını öngörmeye katkı sağlayıp sağlamayacağı sorusuna yanıt aramaktadır. Gruber, fon yönetim giderlerinin, ham getirilerin, tek ve dört indeksli modeller sonucunda hesaplanan alfa katsayılarının bir ve üç yıllık dönemlerde devamlılık gösterdiğini ifade etmektedir. Ayrıca, gelecekteki performansın öngörülmesinde; dört indeksli modele göre hesaplanan alfa katsayılarının, tek indekse göre hesaplanan alfa katsayılarından, ham getirilerden ve fon giderleri dikkate alınarak yapılan hesaplamalardan daha fazla tahmin kabiliyetine sahip olduğu sonucuna da ulaşmaktadır.

F. Modigliani ve L. Modigliani (1997), risk bazlı bir performans ölçütünü geliştirmişlerdir. Bu ölçüt ile yatırım fonlarının performansının piyasa ile ilişkilendirilmesi amaçlanmaktadır. M^2 Performans Ölçütü yüzde olarak sonuç verdiğinden, Sharpe Oranına kıyasla yatırımcıların M^2 Ölçütünü daha kolay anlayacağı iddia edilmektedir. M^2 Performans değerinin yüksek olduğu fonlar, Sharpe Oranında olduğu gibi, benzer risk düzeyinde yüksek kazanç sağlamaktadır.

Türkiye’de de yatırım fonlarının hacimlerinin büyümesiyle birlikte performanslarının değerlendirilmesine yönelik bazı çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalardan bazıları aşağıda özetlenmektedir.

Karatepe ve Karacabey (2000), 3 yıllık dönemde 9 adet A Tipi yatırım fonunu değerlendirmektedir. Fon performanslarını Sharpe, Treynor, Jensen, Graham&Harvey hesaplamalarını kullanarak yapmaktadır. Çalışma sonucunda, değerlendirilen fonlardan hiçbirinin piyasa gösterge endeksinden daha üstün performans gösteremediği gözlenmektedir.

Sarıtaş (2001), yaptığı araştırmalar sonucu, aktif olarak yönetilen A tipi yatırım fonlarının ortalama olarak piyasadan daha kötü performans gösterdiklerini ve katlanılan yüksek risk ve maliyetleri karşılayacak düzeyde getiri sağlayamadıklarını ortaya koymaktadır.

Kılıç (2002), yatırım fonlarının geçmiş performanslarını ölçmek için geliştirilmiş yöntemlerden en çok kullanılanlarını açıklamaktadır. Ayrıca bunları Türkiye’deki yatırım fonu endüstrisine uygulamakta ve 1999–2001 döneminde arasında faaliyet gösteren yatırım fonları incelemektedir. Bu döneme 75 adet A ve 65 adet B tipi yatırım fonunun performansını incelemektedir. Yapılan değerlendirmeye göre yatırım fonlarının piyasa getirisine göre üstün performans sergileyemediği görülmektedir.

Korkmaz ve Uygurtürk (2007), yatırım fonları ile emeklilik fonlarının performansını belirleyen faktörleri tekli ve çoklu regresyon yöntemiyle tespit etmektedirler. Farklı risk türlerini içeren performans ölçütlerini ve fon yöneticilerinin zamanlama yeteneklerinin tespitinde kullanılan yöntemleri açıklamaktadırlar. Bu uygulamalar sonucunda emeklilik fonlarının daha üstün performans gösterdiği görülmektedir.

Teker vd. (2008), A ve B tipi yatırım fonlarında 4 kategoride yer alan toplamda 20 adet fonu risk odaklı performans ölçütleri uygulayarak derecelendirmesi yapmaktadırlar. Bu derecelendirmeyi yaparken toplam ve sistematik riske göre fonun başarısını değerlendiren yöntemler kullanarak yatırımcıların karar verme sürecine katkı sağlamayı amaçlamaktadırlar.

Gözbaşı (2010), Türk sermaye piyasasında faaliyet gösteren borsa yatırım fonlarının performanslarını ve fiyatlama etkinlikleri ile İMKB’de işlem gören borsa yatırım fonlarının performansını geleneksel yapıdaki A tipi endeks fonlar, hisse senedi fonları ve B tipi altın fonları ile karşılaştırmalı olarak değerlendirmektedir. Ayrıca borsa yatırım fonlarının fiyatlama etkinliklerini değerlendirmekte ve borsa yatırım fonlarında oluşan hatalı fiyatlamaların nedenlerini araştırmaktadır. Yapılan değerlendirmeler neticesinde Türk sermaye piyasasında faaliyet gösteren pasif karakterli yatırım fonlarının, aktif olarak yönetilenlerden daha üstün performansa sahip olduğu, gerçekleşen hatalı fiyatlamaların çoğunlukla geçici niteliğe sahip olduğu ve borsa yatırım fonlarında hatalı fiyatlama düzeyini artıran faktörler, yüksek işlem maliyetleri, gün içi artan volatilité, düşük seviyede günlük işlem hacmi, fonun B tipi olması ve yükselen piyasalar olduğu tespit edilmektedir.

Arslan ve Arslan (2010), Türkiye’deki 4 farklı gruptan oluşan fonlarını risk ve getiri ilişkileri ile başarılarını değerlendirmişlerdir. Yatırım fonlarının performanslarını toplam ve sistematik riski esas alan performans değerlendirme yöntemleri ile ölçmüşler, fonların getirilerinin düşük olduğu görmekteirler.

Bu çalışmada, Türkiye’de ki fonların aktif ve pasif yatırım yöntemlerine göre performanslarının toplam riski ve sistematik riski esas alan değerlendirme yöntemlerine göre değerlendirilmesi amaçlanmaktadır.

3. BÖLÜM

AKTİF OLARAK YÖNETİLEN VE PASİF OLARAK YÖNETİLEN YATIRIM FONLARININ PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Portföy sahiplerinin yatırım fonlarına yönelmelerinin belki de en önemli nedeni daha az risk ile yüksek getiri elde etmektir. Yeterli bilgi ve deneyime sahip olmayan yatırımcılar güvenli ve yüksek getirili yatırım fonları satın almayı tercih ederler. Yatırımcı, yatırım yapacağı fona karar verirken fonun geçmiş dönemlerdeki performansını gelecekte de göstereceği varsayımı ile yatırımlarına karar verebilmektedir.

Fonun belli bir zaman dilimindeki getiri ve risk oranı dikkate alınarak yatırımcısına sağladığı getiri, fonun ne kadar başarılı ya da başarısız olduğunu göstermektedir. Çalışmanın bu bölümünde önce araştırmanın yöntemine ve yatırım fonlarında performans değerlendirme kavramına değinilmekte; performans değerlendirmenin amaçları ve yatırım fonlarının performansının değerlendirme yöntemleri ele alınmaktadır.

3.1. Araştırmanın Amacı

Sermaye piyasasının gelişmesinde yatırım fonları dünyada olduğu gibi ülkemizde de büyüyen finansal araçların başında gelmektedir. Bu nedenle kurumsal ve bireysel yatırımcılar açısından yatırım kararı verilirken yatırım fonlarının performanslarının değerlendirme sonuçları önem arz etmektedir. Bu çalışmada önemli düzeyde risk ve maliyete katlanarak piyasayı yenmeye çalışan aktif olarak yönetilen yatırım fonlarının, pasif olarak yönetilen yatırım fonlarına göre üstün performans sağlayıp sağlayamadıkları değerlendirilmektedir.

3.2. Veri Seti

Yatırım fonları seçilirken sonuçların birbiri ile karşılaştırılabilir olması için piyasada sürekli işlem görmeleri ve benzer portföy içeriğine sahip olmaları belirleyici ölçüt olmaktadır. Bu çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren, başka bir fona

devrolmayan, başka bir fonla birleşmeyen, tasfiye halinde olmayan ve tam veriye sahip yatırım fonları veri setine eklenmiştir. Çalışmada 23 adet aktif olarak yönetilen yatırım fonu ile 20 adet pasif olarak yönetilen yatırım fonunun 01.10.2013-30.08.2015 tarih aralığındaki günlük verileri kullanılarak 500 günlük veri seti elde edilmiştir.

Çalışmaya dahil edilen ve aktif olarak yönetilen 23 adet yatırım fonu Tablo 3.1'deki gibidir.

Tablo 3.1. Çalışmaya Dahil Edilen Aktif Olarak Yönetilen Fonlar

Sr.	Aktif Olarak Yönetilen Fonlar
1	Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi H.S.F.
2	Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı H.S. Alt Fonu(H. S. Yoğun Fon)(Birinci Alt Fon)
3	Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Premium H. S. Alt Fonu(H. S. Yoğun Fon)(İkinci Alt Fon)
4	Alternatifbank A.Ş. A Tipi H.S.F.
5	Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi H.S.F.
6	Denizbank A.Ş. A Tipi H.S.F.(H.S. Yoğun Fon)
7	Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi H.S.F.(H. S. Yoğun Fon)
8	Finansbank A.Ş. A Tipi H.S.F.(H. S. Yoğun Fon)
9	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Küçük Ve Orta Ölçekli Şirketler H.S.F.(H. S. Yoğun Fon)
10	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi H.S.F.(H. S. Yoğun Fon)
11	Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Çocuğumun Geleceği H.S.F.
12	Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Formula Karpayı H. S. Alt Fonu(H. S. Yoğun Fon)(2.Alt Fon)
13	Hsbc Bank A.Ş. A Tipi H.S.F. (H. S. Yoğun Fon)
14	Ing Bank A.Ş. A Tipi H.S. Yatırım Fonu(H.S. Yoğun Fon)
15	Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Risk Yönetimi H.S.F.(H.S. Yoğun Fon)
16	Şekerbank T.A.Ş. A Tipi H.S.F.
17	T.Garanti Bankası A.Ş. A Tipi H.S.F.(H.S. Yoğun Fon)
18	Teb Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi H.S.F.(H.S. Yoğun Fon)
19	Tekstil Bankası A.Ş. A Tipi H.S.F.
20	Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi H.S.F.(H.S. Yoğun Fon)
21	Yapı Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Agresif H.S. Alt Fonu (H.S. Yoğun Fon) (4. Alt Fon)
22	Yapı Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı H.S. Alt Fonu(H.S. Yoğun Fon)(2.Alt Fon)
23	Yapı Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İdea Model Portföy (H.S. Yoğun Fon) (5. Alt Fon)

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Çalışmaya dahil edilen ve pasif olarak yönetilen 20 adet yatırım fonu Tablo 3.2'deki gibidir.

Tablo 3.2. Çalışmaya Dahil Edilen Pasif Olarak Yönetilen Fonlar

Sr.	Pasif Olarak Yönetilen Fonlar
1	Bizim Menkul Değerler A.Ş. Katılım Endeksi A Tipi B.Y.F.
2	Finansbank A.Ş. BİST-30 A Tipi B.Y.F.(H.S. Yoğun Fon)
3	Finansbank A.Ş. Gt-30 A Tipi B.Y.F.
4	İş Yatırım-BİST 30 A Tipi B.Y.F.(H.S. Yoğun Fon)
5	Türkiye Yüksek Piyasa Değerli Bankalar A Tipi B.Y.F.(H.S. Yoğun Fon)
6	Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İmkb 30 Endeksi Alt Fonu(H.S. Yoğun Fon)(Üçüncü Alt Fon)
7	Alkhar Capital Men. Değ. A.Ş. A Tipi Katılım Endeksi Fonu
8	Denizbank A.Ş. A Tipi İmkb Ulusal 100 Endeksi Fonu(H.S. Yoğun Fon)
9	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi İmkb 30 End. Fonu(H.S. Yoğun Fon)
10	Hsbc Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi BİST 30 End. Fonu(H.S. Yoğun Fon)
11	Ing Bank A.Ş. A Tipi İmkb Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu
12	T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İmkb Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu(1.Alt Fon)(H.S. Yoğun Fon)
13	T.Garanti Bankası A.Ş. A Tipi İmkb Ulusal 30 Endeksi Fonu(H.S. Yoğun Fon)
14	T.Garanti Bankası A.Ş. A Tipi Temettü Endeks Fonu(H.S. Yoğun Fon)
15	Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İmkb Ulusal 30 Endeksi Fonu(H.S. Yoğun Fon)
16	Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İmkb Ulusal Mali End. Fonu(H.S. Yoğun Fon)
17	Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İmkb Ulusal Tek. End. Fonu(H.S. Yoğun Fon)
18	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi İmkb Ulusal 30 End. Fonu(H.S. Yoğun Fon)
19	Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı BİST 30 Endeksi Alt Fonu(H.S. Yoğun Fon)(4.Alt Fon)
20	Yapı Ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi BİST 100 Endeksi Fonu(H.S. Yoğun Fon)

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Çalışmaya dahil edilen yatırım fonlarının kapanış fiyatları, SPK'nın izni çerçevesinde Takasbank ile "Veri Yayın Sözleşmesi" bulunan FİNNET Elk. Yay. Data İletişim San. Tic. Ltd. Şti.'nin veri tabanını kullanan www.fonbul.com isimli siteden elde edilmiştir (<https://www.takasbank.com.tr/tr/Sayfalar/VeriYayin1.aspx> Erişim Tarihi: 10.08.2015). Pazar endeksi olarak aldığımız 500 veri gününü kapsayan BİST-Ulusal endeksinin kapanış verileri ise Investing.com isimli web sitesinden temin edilmiştir (<http://tr.investing.com/indices/is.all.shares.historcal.data>, Erişim Tarihi: 02.09.2015). Kurumsal Yatırımcı Derneği (KYD) O/N Repo Endeksleri, KYD Bilgi Yönetimi ve İletişim A.Ş. tarafından hesaplanmaktaydı. Borsa İstanbul A.Ş. ile KYD ile imzalanan sözleşme ile 01.07.2015'ten itibaren Borsa İstanbul KYD Endeksleri Borsa İstanbul tarafından hesaplanmaya başlanmıştır (<http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist.kyd.endeksleri>). Geçmiş verilerin Borsa İstanbul'a devredilmesi ve çalışmamızın belli bir dönemini kapsayan endekslerin Borsa İstanbul tarafından hazırlanması nedeniyle risksiz faiz oranını hesaplamak için kullanılacak endeksler Borsa İstanbul'dan Üniversitemiz aracılığı ile akademik amaçlı veri talebinde bulunularak temin edilmiştir.

3.2.1. Günlük Getirilerin Hesaplanması

Çalışmada yatırım fonlarının günlük getirileri kullanılmaktadır. Her yatırım fonu için 500 günlük veri söz konusudur. Yatırım fonlarının günlük getirileri aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır.

$$R_{pt} = \frac{(V_t - V_{t-1})}{V_{t-1}}$$

Eşitlikte;

R_{pt} : Yatırım fonunun getirisini,

V_t : Yatırım fonunun gün sonu birim fiyatını,

V_{t-1} : Yatırım fonunun önceki gün sonu birim fiyatını ifade etmektedir.

3.2.2. Risksiz Faiz Oranı

Çalışmamızda yatırım fonlarının performanslarını değerlendirirken toplam riske ve sistematik riske göre hesaplamalar yapılmaktadır. Günlük verilerin kullanılması nedeniyle toplam riske göre değerlendirme yaparken risksiz faiz oranını hesaplamak gerekmektedir. Bunun için yapılan literatür taramasında Korkmaz ve Uyguntürk (2007), Teker vd. (2008) ve Gözbaşı (2010) takip edilerek O/N Repo Net Endeksi risksiz faiz oranı kullanılmıştır.

Kurumsal Yatırımcı Derneği (KYD) O/N Repo Endeksleri, Borsa İstanbul Repo-Ters Repo pazarında gerçekleşen işlemlerde oluşan gecelik repo oranının getirisini takip edebilmek ve yatırımlarını kısa vadeli yatırım araçlarında değerlendiren yatırımcılara performanslarını karşılaştırabilecekleri bir kıstas sunmak amacı ile hazırlanmıştır. Gecelik repo oranı olarak BİST Repo-Ters Repo piyasasında geçen gecelik işlemlerin hacimlerine göre ağırlıklandırılan ortalama faiz oranı alınır. Stopajlı olan bu oran, reponun vadesi olan gün sayısı ile çarpılır ve 365'e bölünerek Brüt O/N repo endeksinin dönem getirisi bulunur. Aynı formülasyon stopajsız repo faiz oranı kullanılarak yapıldığında Net O/N repo endeksinin getirisi oluşur. Çalışmada kullanılacak risksiz faiz oranı aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (http://www.tkyd.org.tr/T/endex_hesaplama_yont.aspx#5 Erişim Tarihi: 06.07.2015).

$$E_t = E_{t-1} \times [(R \times v / 365) + 1]$$

E_t : KYD Repo Endeksinin t günündeki değerini,

R : BİST Repo-Ters Repo pazarında oluşan ortalama faizini,

v : Reponun vadesini ifade etmektedir.

3.2.3. Pazar Getirisinin Hesaplanması

Çalışmada piyasa gösterge endeksi olarak kullanılacak endeks ile yatırım fonlarının birbirini takip eden endeksler olması önemlidir. Araştırmaya dahil edilen yatırım fonları ile gösterge endeksi arasındaki ilişkiyi saptamak amacıyla çalışmaya dahil edilen yatırım fonları ile BİST Ulusal, BİST-100, BİST-50 ve BİST-30 endekslerinin korelasyonları hesaplanmıştır. Bu hesaplamalar neticesinde BİST Ulusal endeksinin araştırmaya dahil edilen fonlarla en yüksek korelasyona sahip olduğu ve gösterge endeks olarak kullanılması uygun olduğu görülmektedir. BİST Ulusal endeksinin günlük getirileri aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanmaktadır.

$$R_{pt} = \frac{(V_t - V_{t-1})}{V_{t-1}}$$

R_{pt} : Yatırım fonunun getirisini,

V_t : Yatırım fonunun gün sonu birim fiyatını,

V_{t-1} : Yatırım fonunun önceki gün sonu birim fiyatını ifade etmektedir.

3.2.4. Standart Sapma

Standart sapma, bir yatırımın riskini ölçmek için kullanılan yöntemlerden biridir (Kılıç, 2002, s. 45). Yatırımcılar standart sapma yatırımlarındaki belirsizliğin ölçütü olarak kabul edilmektedir.

$$\sigma = \sqrt{\sum (r_t - r_a)^2 / (T - 1)}$$

Formülde;

σ : Standart sapmayı,

T : Standart sapmanın hesaplandığı dönemdeki ay sayısını,

r_t : Fonun aylık getirisini,

r_a : Fonun aritmetik ortalama getirisini ifade etmektedir.

Standart sapmanın küçük olması, riskin az olduğunun göstergesidir.

3.2.5. Yatırım Fonlarının Beta Katsayılarının Hesaplanması

Beta katsayısı, fon getirisinin piyasa getirisine olan duyarlılığını ölçer. Pazar portföyündeki harekete göre fonunun getirisindeki değişiklik, beta katsayısının bulunmasıyla mümkündür (Gözbaşı, 2010, s. 116). Portföyün riski doğrunun eğimi ile doğru orantılıdır.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Eşitlikte;

σ_{im} : Menkul kıymetin getirisi ile piyasa gösterge endeksinin getirisinin kovaryansını,

σ_m^2 : Piyasa gösterge endeksinin varyansını,

β_i : Hesaplanan betayı ifade etmektedir.

β katsayısı <1 ise risk düşük, β katsayısı >1 ise risk yüksek seviyededir.

3.3. Araştırmada Kullanılan Performans Değerlendirme Yöntemleri

Bu bölümde, toplam riski ve sistematik riski esas alan performans değerlendirme yöntemleri açıklanacaktır.

3.3.1. Toplam Riske Göre Performans Ölçen Modeller

Bu bölümde toplam riske göre performans ölçen modeller yer almaktadır.

3.3.1.1. Sharpe Oranı

Sharpe Oranı, 1966 yılında William F. Sharpe (Sharpe, 1966) tarafından geliştirilmiştir. Burada değişkenliğe göre ödül oranı olarak bilinmektedir. William Sharpe'nin geliştirmiştir. Sharpe Oranı, portföyün getirisini standart sapma ile karşılaştırmaktadır (Sarıtış, 2010, s. 74).

Sharpe, portföyün performansını ölçerken risk birimi olarak toplam riski, yani getirilerin standart sapmasını kullanmaktadır. Gösterge endeks olarak ise sermaye piyasa doğrusunu esas almaktadır. Sharpe Oranı, risksiz getirili portföyün, sermaye piyasası doğrusunun eğimine eşit olduğunu savunmaktadır (Sharpe, 1966, s.119). Sharpe Oranı, risk düzeyinin fonun standart sapmasına bölünmesiyle bulunur. Şu şekilde formüle edilmektedir (Kılıç, 2002, s. 54):

$$S = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

Formülde;

S : Sharpe oranını,

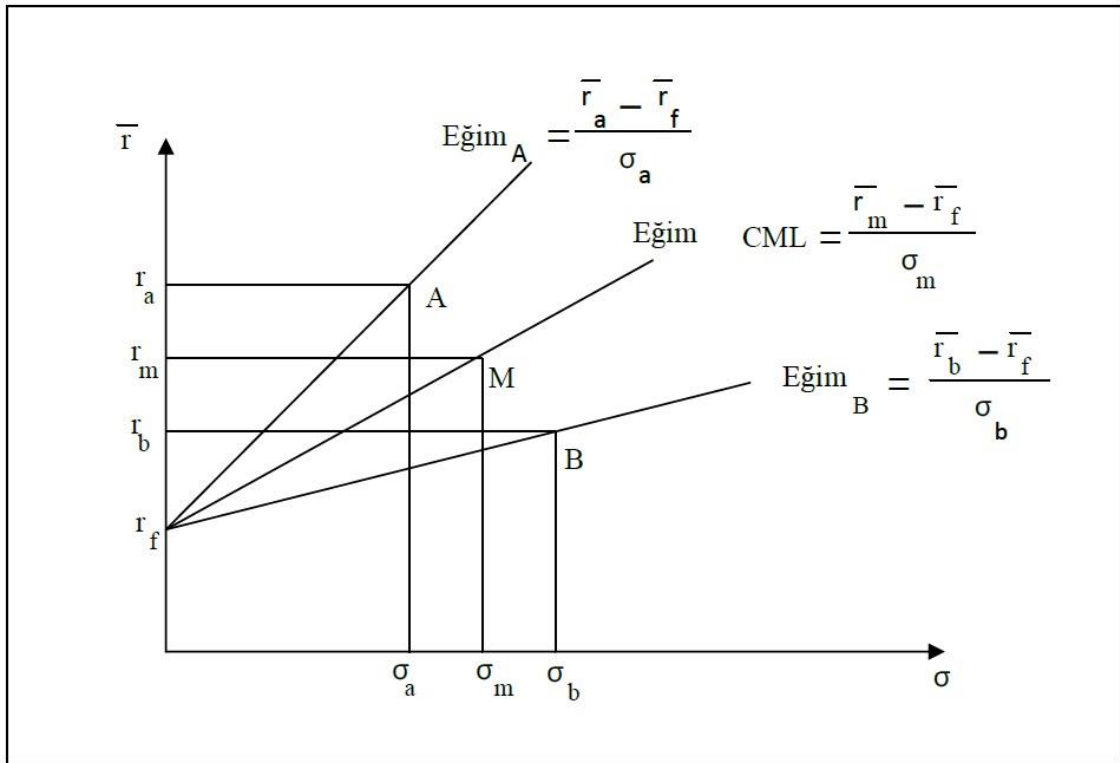
r_p : Fon getirisinin aritmetik ortalamasını,

r_f : Risksiz faiz oranının aritmetik ortalamasını,

σ_p : Fon getirisinin standart sapmasını ifade etmektedir.

Formülde pay, fonun geçmiş ortalama getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkı ifade etmektedir. Diğer bir deyişle yatırımcının aldığı riske karşılık sağladığı risk primini gösterir. Paydada, ortalama getirinin standart sapmasını veya toplam riski göstermektedir. Dolayısıyla Sharpe Oranı, her risk primine ödül vermektedir (Kılıç, 2002, s. 54). Sharpe Oranının 1'den büyük olması fonun gösterge endeksin üzerinde bir performansın sergilediğinin göstergesidir. Şekil 3.1'de görüldüğü gibi alternatifler arasında sıralamalarda daha büyük Sharpe Oranı, fonun daha fazla riske göre düzeltilmiş getirisi olduğunu ifade etmektedir (Kılıç, 2002, s. 55).

Şekil 3.1: Sharpe Oranı



Kaynak: Kılıç, 2002, s. 55.

3.3.1.2. M² Performans Ölçütü

Sharpe Oranı yatırım fonlarının değerlendirilmesinde çok kullanılan bir yöntemdir. Fakat ortalama bir yatırımcının sayısal sonuçları yorumlaması güçtür. Bu soruna çözüm bulabilmek için M² Performans Ölçütü F. ve L. Modigliani tarafından 1997 yılında literatüre kazandırılmıştır.

Bu yöntemde Sharpe Oranındaki gibi risk ölçütü olarak toplam risk ve standart sapma kullanılmaktadır. Bu yöntemde de M² Performans Ölçütü ne kadar büyükse fonun performansı o kadar yüksektir. M² Performans Ölçütü aşağıdaki gibi formüle edilmektedir (Kılıç, 2002, s. 56):

$$M^2 = r_f - \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \times \sigma_m$$

Formülde;

M^2 : M² Performans ölçütünü,

r_p : Fon getirisinin aritmetik ortalamasını,

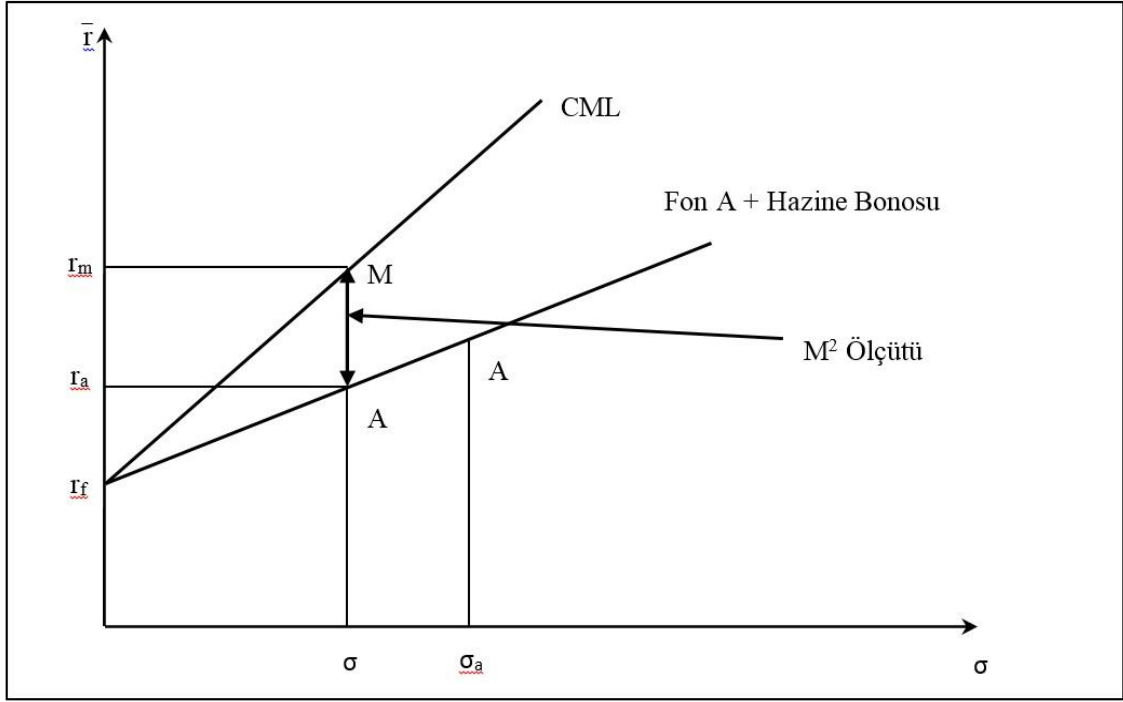
r_f : Risksiz faiz oranının aritmetik ortalamasını,

σ_p : Fon getirisinin standart sapmasını,

σ_m : Piyasa endeksinin standart sapmasını ifade etmektedir.

Şekil 3.2’de görüldüğü gibi M² Performans Ölçütü değeri portföyün performansı ile doğru orantılıdır. M² Performans Ölçütünde varlıklara risksiz varlıklar eklenmektedir. Varlığın standart sapmasını piyasa ile eşit hale getirerek karşılaştırma yapmaktır (Çelepçıkay, 2014, s. 19).

Şekil 3.2. M^2 Performans Ölçütü



Kaynak: Kılıç, 2002, s. 57.

3.3.2. Sistematik Riske Göre Performans Ölçen Modeller

Çalışmada kullanılacak diğer performans değerlendirme yöntemleri sistematik riski dikkate almaktadır.

3.3.2.1. Treynor Oranı

Treynor Oranı, portföyün artırı getirisini portföyün betasıyla karşılaştırır. Bu yöntemde portföy performansı ölçülürken, varlığın getirisini sistematik ve sistematik olmayan bileşenlerine ayırmada kullanılan karakteristik doğru konsepti geliştirilmiştir. Bu konsept, portföyün getirileri ile piyasa getirileri arasındaki ilişkiyi gösterecek şekilde kullanılabilir. Karakteristik doğrunun eğimi beta katsayısıdır. Bu da portföy getirilerinin piyasa endeksinin getirilerine oranla tepkime derecesinin bir ölçütüdür (Sarıtış, 2001; s. 76). Treynor Oranın grafiksel ifadesi Şekil 3.3'de yer almaktadır.

$$T = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

Formülde;

T : Treynor performans endeksini,

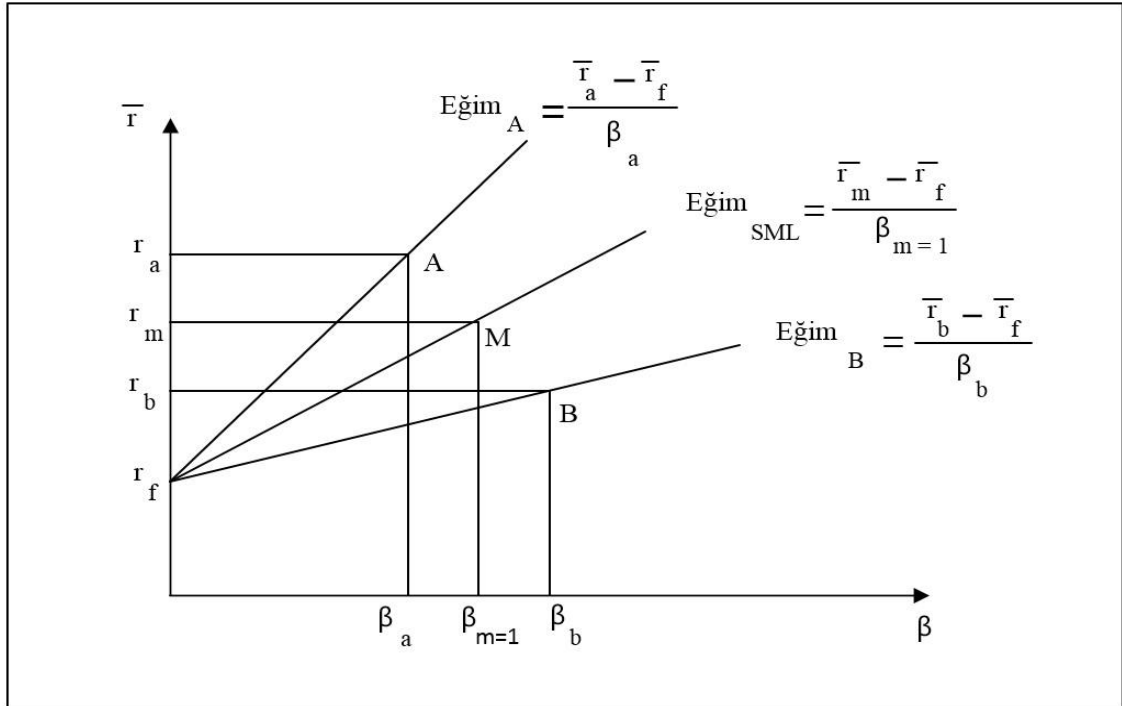
r_p : Fonun getirilerinin aritmetik ortalamasını,

r_f : Risksiz faiz oranının aritmetik ortalamasını,

β_p : Fonun getirilerinin betasını ifade etmektedir.

Bu yöntem sistematik riski esas almaktadır. Söz konusu formülde pay, fonun geçmiş ortalama getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkı göstermektedir. Diğer bir deyişle tasarruf sahibinin aldığı riske karşılık kazandığı faydayı göstermektedir. Payda ise ortalama getirinin betasını ya da sistematik riskini ifade etmektedir (Kılıç, 2002, s. 58). Yüksek bir Treynor Oranı risk başına getirinin arttığı anlamına geleceğinden başarı ölçütü olarak kabul edilmektedir (Gözbaşı, 2010, s. 112).

Şekil 3.3. Treynor Oranı



Kaynak: Kılıç, 2002, s. 59.

3.3.2.2. T² Performans Ölçütü

T² Performans Ölçütü, Treynor Oranının yüzde olarak ifadesidir. Bu ölçüt, varlığa risksiz kazançlı varlık dahil ederek risk düzeltilmesi yapmaktadır (Çelepçıkay, 2014, s. 21). Eklenen risksiz menkul kıymetle beraber portföyün getirisi aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$r_p = \left\{ r_p \frac{\beta_m}{\beta_p} + \left[1 - \frac{\beta_m}{\beta_p} \right] r_f \right\}$$

T² Performans Ölçütü ise aşağıdaki gibi ifade edilir;

$$T^2 = r_p - r_m$$

T² Performans Ölçütünün formülü düzenlenirse;

$$M^2 = \left\{ r_p \frac{\beta_m}{\beta_p} + \left[1 - \frac{\beta_m}{\beta_p} \right] r_f \right\} - r_m = \left[\frac{r_p - r_f}{\beta_p} \right] - (r_m - r_f) (\beta_m = 1)$$

$$T^2 = Treynor Endeksi - (r_m - r_f)$$

Formülde;

T² : T² Performans Ölçütünü,

r_p : Riski düzeltilmiş portföyün getirisini,

r_f : Risksiz faiz oranının aritmetik ortalamasını,

r_m : Piyasa portföyünün getirisini,

β_m : Piyasa beta değerini,

β_p : Portföy beta değerini ifade eder.

Piyasa betasının 1 olması, Treynor Oranının sadece risk primine eşit olmasına sebep olur. Bu bakımdan, T^2 Performans Ölçütü varlık ile piyasanın Treynor Oranlarının farkına eşit olur.

$$T^2 = T_p - T_m$$

3.3.2.3. Jensen (Alfa) Ölçütü

Yukarıda da açıkladığımız gibi Sharpe ve Treynor Oranları fonlar arasında bir karşılaştırma yapmaktadır. Jensen Alfası ise karşılaştırmalı bir performans sıralamasının dışında fon yöneticisinin varlığa kattığı menkul kıymetleri doğru seçme yeteneğini göstermektedir. Jensen tarafından piyasaların etkinliğini test etmek için yatırım fonlarının geçmiş getirilerinin portföy yöneticisinin başarısı olup olmadığının araştırıldığı çalışmada ilk defa kullanılan ve Finansal Varlıkları Fiyatlama Modelinin (FVFM) basit bir uygulaması olan bu ölçüt, bir yatırım fonunun performansını ilk kez belirli bir gösterge endeksle ilişkili olarak ölçen yöntem olmasından dolayı önemlidir (Gözbaşı, 2010, s. 113).

Jensen Ölçütünde amaç, gerçekleşen risk primlerinin portföyün sistematik riskine yani betasına göre olması gerekenden farklı olup olmadığını ölçmektir. Belirlenen bu farka dayanarak, portföy performansının iyi veya kötü olduğuna ilişkin karar verilebilir (Sarıtaş, 2001, s. 82).

FVFM modelinde beklenen getiri aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$E(r_i) = r_p + \beta_i(E(r_m) - r_f)$$

Formülde;

$E(r_i)$: i Portföyün beklenen getirisini,

r_p : Riski düzeltilmiş portföyün getirisini,

β_i : i Portföyünün sistematik riskini,

$E(r_m)$: Piyasa gösterge endeksinin beklenen getirisini,

r_f : Risksiz faiz oranını ifade eder.

FVFM üzerinde olma varsayımı ile Jensen Ölçütü şu şekilde tanımlanmaktadır. Varlığın gerçekleşen ve beklenen getirisi arasındaki farktır. Aşağıdaki şekilde ifade edilir.

$$\alpha_i = \text{Portföyün Getirisi} - \text{Portföyün Beklenen Getirisi}$$

$$\alpha_i = r_i - E_{(r_i)} = r_i - \{r_f + \beta_i(r_m - r_f)\}$$

Formülde;

α_i : i portföyünün jensen alfası,

r_i : i portföyünün gerçekleşen getirisini,

$E_{(r_i)}$: i portföyünün beklenen getirisini,

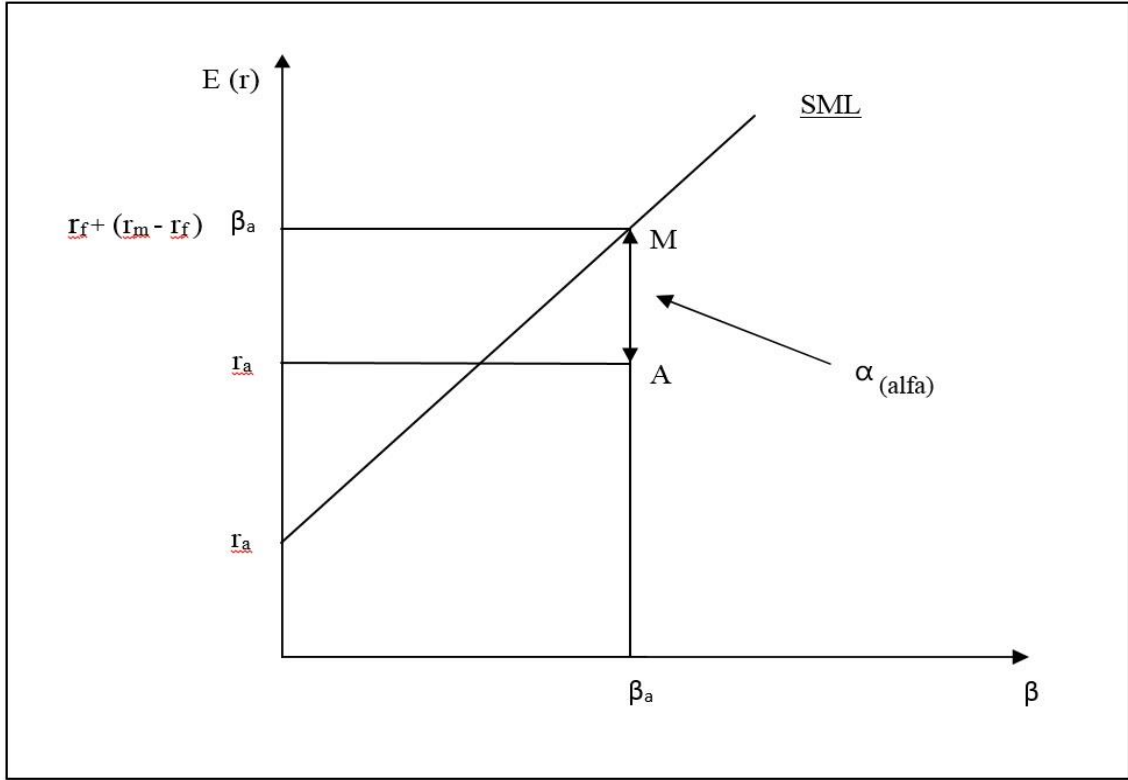
β_i : i portföyünün sistematik riskini,

$E_{(r_m)}$: Pazar portföyünün beklenen getirisini,

r_f : Risksiz faiz oranını ifade etmektedir.

Alfa değerinin pozitif olması, portföy yöneticisinin hisse senetleri piyasasını doğru tahmin ettiğini göstermektedir. Portföyde yer alan hisse senetleri tesadüfi olarak seçiliyorsa alfa sıfır olacaktır. Eğer portföy yöneticisi rastgele seçilen alfa tut yöntemi kadar dahi kazanç sağlayamıyorsa ve piyasayı yenemiyorsa alfa negatif olacaktır (Kılıç, 2002, s. 61). Şekil 3.4'te grafiğe göre alfa, fonun gerçekleşen ortalama kazancı ile Menkul Kıymet Portföy Doğrusu (SML) arasındaki dikey uzaklığı göstermektedir (Kılıç, 2002, s. 61).

Şekil 3.4: Jensen Ölçütü



Kaynak: Kılıç, 2002, s. 61.

3.3.2.4. Değerleme Oranı (Appraisal Ratio)

Treynor Oranı ve Jensen Ölçütü, portföylerin sadece sistematik riskini dikkate alarak performans değerlendirmesini yapmaktadır. Değerleme oranı, portföyün alfasını sistematik olmayan riske bölerek bulunur. Bu sayede gerekli düzeltmeyi yapmaktadır (Çelepçıkay, 2014, s. 23).

Değerleme oranı aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanabilir.

$$\text{Değerleme Oranı} = \frac{\alpha_i}{\sigma_s}$$

Formülde;

α_i : i portföyünün jensen ölçütü,

σ_s : Portföyünün sistematik olmayan riski ifade etmektedir.

Toplam riskten sistematik risk çıkarılarak sistematik olmayan risk bulunur.

$$\sigma_s = \sigma_i - \beta_i$$

Yapılan hesaplamalar sonucunda değerlendirme oranı elde edilmektedir. Bu sonuç ile orantılı olarak fonun performansı yüksek veya düşük olarak kabul edilmektedir. Değerleme oranı, Jensen Ölçütü ile benzer sonuçlar vermektedir. Fonun baz alınan gösterge endeksine performansını değerlendirmektedir. Alınan sonuca göre fonun üstün ya da düşük olduğunu ortaya koymaktadır.

3.4. Bulgular

Bu bölümde yatırım fonlarının performansları aktif olarak yönetilen hisse senedi fonları ile pasif olarak yönetilen endeks fonlar ve borsa yatırım fonlarının performansları karşılıklı olarak değerlendirilmektedir. Öncelikle aktif olarak yönetilen fonlar, ardından da pasif olarak yönetilen fonlar, toplam riski ve sistematik riski esas alan performans değerlendirme ölçütlerine tabi tutulmuştur.

3.4.1 Aktif ve Pasif Olarak Yönetilen Yatırım Fonlarının Toplam Riske ve Sistematik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Sharpe (1966), Jensen (1968), Blake vd. (1993), Korkmaz ve Uyguntürk (2007), Teker vd. (2008) ve Gözbaşı (2010) incelendiğinde, aktif olarak yönetilen yatırım fonlarının genellikle pasif yönetilen fonlara göre piyasa getirisinin altında performans gösterdiğini görmekteyiz.

Bu bölümde yatırım fonlarının toplam riski ve sistematik riski esas alan yöntemlere göre performans değerlendirme sonuçlarına yer verilecektir.

3.4.1.1 Aktif Yönetilen Fonlarının Toplam Riske ve Sistematik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Aktif olarak yönetilen bir yatırım fonunun performansı, fon yöneticisinin piyasadaki gelişmeleri öngörebilmesine bağlıdır. Fon yöneticisi değerlendirme olasılığı olan menkul kıymetleri portföye katması, değer düşüklüğü göstermesi muhtemel menkul kıymetleri de portföyden çıkarması gerekir. Bu durum portföy üzerinde sürekli işlem görülmesini gerektirmekte ve ek maliyetler oluşturmaktadır.

Aktif olarak yönetilen yatırım fonlarının performans sonuçları Tablo 3.3'te yer almaktadır.

Tablo 3.3. Aktif Olarak Yönetilen Fonların Performans Değerleri

Fonlar	Toplam Riske Göre			Sistemik Riske Göre		
	Std. Sapma	Sharpe	M ²	Treynor	T ²	Jensen
Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	0,00747	0,02277	0,00032	-0,00262	-0,00261	-0,00013
Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hisse Senedi Alt Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) (Birinci Alt Fon)	0,01270	-0,00515	-0,00007	-0,00006	-0,00006	-0,00036
Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Premium Hisse Senedi Alt Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) (İkinci Alt Fon)	0,01324	-0,00717	-0,00010	-0,00009	-0,00009	-0,00039
Alternatif Bank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	0,01002	0,01832	0,00026	0,00721	0,00722	-0,00012
Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	0,01182	0,01021	0,00014	0,00011	0,00011	-0,00018
Denizbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01321	0,00449	0,00006	0,00006	0,00006	-0,00024
Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01102	-0,00817	-0,00011	-0,00007	-0,00007	-0,00039
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01378	0,01445	0,00020	0,00020	0,00021	-0,00010
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01108	0,00243	0,00045	0,00031	0,00031	0,00004
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01051	0,03236	0,00003	0,00002	0,00003	-0,00027
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01051	0,03236	0,00003	0,00002	0,00003	-0,00027
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Çocuğumun Geleceği Hisse Senedi Fonu	0,01054	0,02630	0,00037	0,00026	0,00026	-0,00002
Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Formula Kar Payı Hisse Senedi Alt Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon) (2.Alt Fon)	0,00654	-0,02068	-0,00029	-0,00009	-0,00009	-0,00043
Hsbc Bank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01544	0,01025	0,00014	0,00018	0,00018	-0,00014
Ing Bank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01235	0,00236	0,00003	0,00003	0,00003	-0,00027
Strateji Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Risk Yönetimi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,00564	0,03665	0,00051	0,00058	0,00058	-0,00009

Tablo 3.3. (Devam) Aktif Olarak Yönetilen Fonların Performans Değerleri

Şekerbank T.A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	0,01089	0,01544	0,00022	0,00014	0,00014	-0,00013
T. Garanti Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01357	0,00256	0,00004	-0,00103	-0,00103	-0,00027
Teb Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01415	0,00421	0,00006	0,00006	0,00006	-0,00024
Tekstil Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	0,00961	0,00054	0,00001	0,00001	0,00001	-0,00029
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01245	0,00186	0,00003	0,00002	0,00002	-0,00027
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Agresif Hisse Senedi Alt Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) (4. Alt Fon)	0,01373	-0,00278	-0,00004	-0,00004	-0,00004	-0,00034
Yapı Ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hisse Senedi Alt Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) (2.Alt Fon)	0,01280	0,00728	0,00010	0,00009	0,00009	-0,00021
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İdea Model Portföy Hisse Senedi Alt Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) (5. Alt Fon)	0,01361	0,00687	0,00010	0,00009	0,00009	-0,00020
Ortalama	0,01157	0,00763	0,00011	0,00023	0,00024	-0,00022

Kaynak: Toplam riski ve sistematik riski esas alan değerlendirme sonuçlarına göre tarafımızdan hazırlanmıştır.

3.4.1.1.1 Aktif Yönetilen Fonlarının Sharpe Oranına Göre Performans Sonuçları

Sharpe Oranı, daha önceki bölümlerde de bahsedildiği gibi bu yöntem portföyün getirisini standart sapma ile karşılaştırır ve değerlendirme neticesinde sonuç ne kadar büyükse portföyün performansının o ölçüde iyi olduğunu, tersi durumda ise aynı oranda kötü olduğunu ifade eder.

Elde edilen bulgular incelendiğinde, 23 adet yatırım fonundan 5 tanesi negatif değere sahip olup, 18 adet fonun performans değeri pozitifdir. Sharpe Oranı ne kadar büyükse portföy o derece yüksek performans göstereceği için Tablo 3.6'dan da görüleceği üzere aktif olarak yönetilen yatırım fonları pasif yönetilen endeks fonlardan daha düşük bir performans göstermektedir.

3.4.1.1.2 Aktif Yönetilen Fonlarının M² Performans Ölçütüne Göre Performans Sonuçları

M² Performans Ölçütü, Sharpe Oranının yüzde olarak ifadesidir. Sharpe Oranı yararlı bir değerlendirme yöntemidir. Fakat herhangi bir yatırımcının sonuçları yorumlaması oldukça güç olabileceği için Franco Modigliani ve Leah Modigliani tarafından bu soruna çözüm olabilmesi için M² Performans Ölçütü geliştirilmiştir.

M² Performans Ölçütüne göre elde edilen bulgular incelendiğinde, Sharpe Oranında olduğu gibi 5 tanesi negatif değere sahip olup, 18 adet fonun performans değeri pozitiftir. Bu sonuçların Kılıç (2002)'de olduğu gibi benzer sonuçlar verdiği görülmektedir.

3.4.1.1.3 Aktif Yönetilen Fonlarının Treynor Oranına Göre Performans Sonuçları

Treynor Oranı, piyasa riskine karşılık getiriye hesaplamaktadır. Bu oran ile doğru orantılı olarak fonun performansı o derece iyi olduğun ifade etmektedir. Bu çalışmada sistematik riske göre getirileri hesaplamak için öncelikle yatırım fonlarının betaları hesaplanmaktadır. Treynor Oranının yüksek olması, risk başına getirisinin yüksek olduğunu ifade etmektedir.

Elde edilen bulgular incelendiğinde 23 adet yatırım fonundan 7 tanesi negatif değere sahip olup, 16 tane fonun performans değeri pozitiftir. Treynor Oranı ne kadar büyükse portföy o derece yüksek performans göstereceği için Tablo 3.6'dan görüleceği üzere fonlar pasif yönetilen endeks fonlardan daha düşük bir performans göstermektedir.

3.4.1.1.4 Aktif Yönetilen Fonlarının T² Performans Ölçütüne Göre Performans Sonuçları

T² Performans Ölçütü, Treynor Oranının yüzde olarak ifade edilmesidir. T² Performans Ölçütüne göre elde edilen bulgular incelendiğinde, Treynor Oranı ile benzer sonuçlar verdiğini görmekteyiz. 23 Adet yatırım fonunda 7 tanesi negatif değere sahipken, 16 tane fonun performans değeri pozitiftir.

3.4.1.1.5 Aktif Yönetilen Fonlarının Jensen Ölçütüne Göre Performans Sonuçları

Çalışmada kullanılan bir diğer performans değerlendirme yöntemi ise Jensen Ölçütüdür. Jensen Ölçütü, fon yöneticisinin fona dahil ettiği hisse senetlerini doğru seçme yeteneğini göstermektedir. Bu yöntemde, risk primlerinin portföyün betasına göre olması gerekenden farklı olup olmadığı ölçülmektedir. Belirlenen bu farka dayanarak, portföy performansının iyi veya kötü olduğuna ilişkin karar verilebilir.

Alfanın pozitif olması portföyün getirisinin iyi olduğunu, negatif olması ise portföyün getirisinin kötü olduğunu göstermektedir. Alfa sıfır ise fon piyasa getirisine yakın bir getiri sağlıyor demektir.

Buna duruma göre çalışmaya dâhil edilen aktif yönetilen fonların sadece 1 tanesi pozitif değere sahipken, ortalamaları ise -0,00022 olarak bulunmuştur. Buradan hareketle aktif yönetim stratejisi izleyen yatırım fonlarının genel olarak düşük performans gösterdiği ve piyasa endeksini yenemediği sonucuna varılabilir.

Toplam riske göre ve sistematik riske göre performans değerlendirmelerini birlikte ele aldığımızda benzer sonuçlar görmekteyiz. Fonlar piyasa gösterge endeksini yenememekte, piyasa gösterge endeksinden daha düşük performans göstermektedir. Risk düzeyi yüksek olan finansal varlıkların getirisinin de yüksek olması beklenir. Ancak aktif olarak yönetilen yatırım fonlarının performans sonuçlarına bakıldığında bu durumun geçerli olmadığı ifade edilebilir.

3.4.2. Pasif Yönetilen Fonlarının Toplam Riske ve Sistematik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Bu bölümde pasif olarak yönetilen yatırım fonlarının performansları değerlendirilecektir. Pasif olarak yönetilen 20 adet fonun toplam riske ve sistematik riske göre performans sonuçları Tablo 3.4'te yer almaktadır. Bu bölümde ele alınan pasif yönetilen fonların 15 tanesi endeks fon ve 5 tanesi de borsa yatırım fonudur.

Pasif olarak yönetilen bir yatırım fonunun performansı, fon yöneticisinden bağımsız olarak ele alınmaktadır. Pasif yönetilen fonlarda portföy bir defa oluşturulur ve daha sonra en az sayıda işlem gerektirmektedir. Bu sayede portföyün sürekli işlem görmesi ve ek maliyetler engellenmiş olur.

3.4.2.1. Pasif Olarak Yönetilen Endeks Fonların Toplam Riske ve Sistemik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Bu bölümde pasif olarak yönetilen endeks fonların performansları değerlendirilmektedir.

Bu yönetim şeklinde yatırım fonu piyasayı sürekli yenmeye çalışmak yerine piyasa getirisini takip etmektedir. Pasif yönetim şekline sahip olan fonlar endeks fonlar ve borsa yatırım fonlarıdır. Bu fonların portföyü bir kez oluşturulduktan sonra aktif yönetim şeklinde olduğu gibi ekleme ve çıkarma yapılmamaktadır. Bu sayede fon yönetim maliyeti önemli ölçüde azalmaktadır.

Tablo 3.4. Pasif Yönetilen Endeks Fonların Performans Değerleri

Endeks Fonlar	Toplam Riske Göre			Sistemik Riske Göre		
	Std. Sapma	Sharpe	M ²	Treynor	T ²	Jensen
Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İmkb 30 Endeksi Alt Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) (Üçüncü Alt Fon)	0,01417	0,00383	0,00005	0,00006	0,00006	-0,00024
Alkhair Capital Men. Değ. A.Ş. A Tipi Katılım Endeksi Fonu	0,01142	0,01580	0,00022	0,00043	0,00043	-0,00012
Denizbank A.Ş. A Tipi İmkb Ulusal 100 Endeksi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01374	0,00736	0,00010	0,00010	0,00010	-0,00020
Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi İmkb 30 Endeksi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01426	0,00443	0,00006	0,00007	0,00007	-0,00024
Hsbc Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Bist 30 Endeksi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01397	0,00478	0,00007	0,00007	0,00007	-0,00023
Ing Bank A.Ş. A Tipi İmkb Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu	0,01469	0,00587	0,00008	0,00009	0,00009	-0,00021
T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı İmkb Ulusal 30 Endeksi Alt Fonu(1.Alt Fon) (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01423	0,00508	0,00007	0,00007	0,00008	-0,00023
T. Garanti Bankası A.Ş. A Tipi İmkb Ulusal 30 Endeksi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01466	0,00526	0,00007	0,00008	0,00008	-0,00022
T. Garanti Bankası A.Ş. A Tipi Temettü Endeks Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01217	0,04213	0,00059	0,00049	0,00050	0,00021
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İmkb Ulusal 30 Endeksi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01437	0,00541	0,00008	0,00008	0,00008	-0,00022
Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İmkb Ulusal Mali Endeks Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01610	-0,00255	-0,00004	-0,00005	-0,00005	-0,00034

Tablo 3.4. (Devam) Pasif Yönetilen Endeks Fonların Performans Değerleri

Türkiye İş Bankası A.Ş. A Tipi İmkb Ulusal Teknoloji Endeksi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01426	0,07246	0,00101	0,00152	0,00152	0,00073
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi İmkb Ulusal 30 Endeksi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01389	0,00513	0,00007	0,00007	0,00007	-0,00023
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Bist 30 Endeksi Alt Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)(4.Alt Fon)	0,01407	0,00708	0,00010	0,00010	0,00010	-0,00020
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş A Tipi Bist 100 Endeksi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01325	0,00619	0,00009	0,00008	0,00008	-0,00022
Ortalama	0,01417	0,01521	0,00021	0,00025	0,00026	-0,00009

Kaynak: Toplam riski ve sistematik riski esas alan değerlendirme sonuçlarına göre tarafımızdan hazırlanmıştır.

3.4.2.1.1. Pasif Olarak Yönetilen Endeks Fonların Toplam Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Pasif olarak yönetilen endeks fonlarının Sharpe Oranına göre elde edilen bulguları incelendiğinde, 15 adet yatırım fonundan sadece 1 tanesinin negatif değerli olduğu, diğer 14 fonun ise pozitif değere sahip olduğu görülmektedir.

M² Performans Ölçütü göre elde edilen bulguları incelendiğinde ise fonların tamamının pozitif değere sahip olduğu görülmektedir.

3.4.2.1.2 Pasif Olarak Yönetilen Endeks Fonların Sistemik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Pasif olarak yönetilen endeks fonların Treynor Oranına göre elde edilen bulguları incelendiğinde sadece 1 fonun negatif, 14 fonun ise pozitif değerde olduğu görülmektedir.

T² Performans Ölçütüne göre elde edilen bulguların ise Treynor Oranı ile neredeyse aynı sonuçları verdiği görülmektedir.

Jensen Ölçütüne göre endeks fonların elde edilen bulguları incelendiğinde 13 fonun negatif, 2 fonun ise pozitif sahip olduğu görülmektedir.

Genel olarak pasif olarak yönetilen endeks fonların performans değerleri incelendiğinde birçoğunun pozitif olduğu görülmektedir. Dolayısıyla fonların piyasa

gösterge endeksinden daha yüksek performans değerlerine sahip olduğunu göstermektedir.

3.4.2.2. Pasif Olarak Yönetilen Borsa Yatırım Fonlarının Toplam Riske ve Sistemik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Bu bölümde pasif olarak yönetilen borsa yatırım fonlarının performansları değerlendirilmektedir. Bu yönetim şeklinde yatırım fonu piyasayı sürekli yenmeye çalışmak yerine piyasa getirisini takip etmektedir. Bu fonların portföyü bir kez oluşturulduktan sonra aktif yönetim şeklinde olduğu gibi ekleme ve çıkarma yapılmamaktadır. Bu sayede fon yönetim maliyeti önemli ölçüde azalmaktadır.

Tablo 3.5. Pasif Olarak Yönetilen Borsa Yatırım Fonlarının Performans Değerleri

Borsa Yatırım Fonları	Toplam Riske Göre			Sistemik Riske Göre		
	Std. Sapma	Sharpe	M ²	Treynor	T ²	Jensen
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Katılım Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu	0,01220	0,00769	0,00011	-0,00977	-0,00977	-0,00021
Finansbank A.Ş. Bist-30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01545	0,00969	0,00013	-0,00326	-0,00326	-0,00015
Finansbank A.Ş. Gt-30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	0,01407	-0,02470	-0,00034	0,02344	0,02344	-0,00065
İş Yatırım-Bist 30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,01535	0,00911	0,00013	-0,00309	-0,00308	-0,00016
Türkiye Yüksek Piyasa Değerli Bankalar A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0,02092	-0,00260	-0,00004	0,00166	0,00166	-0,00035
Ortalama	0,01560	-0,00016	0,00000	0,00180	0,00180	-0,00030

Kaynak: Toplam riski ve sistemik riski esas alan değerlendirme sonuçlarına göre tarafımızdan hazırlanmıştır.

3.4.2.2.1. Pasif Olarak Yönetilen Borsa Yatırım Fonlarının Toplam Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Pasif olarak yönetilen borsa yatırım fonlarının Sharpe Oranına göre elde edilen bulguları incelendiğinde, 5 adet borsa yatırım fonundan 2 tanesinin negatif, 3 tanesinin pozitif değere sahip olduğu görülmektedir.

M^2 Performans Ölçütü göre elde edilen bulguları incelendiğinde ise 5 adet borsa yatırım fonundan 2 tanesinin negatif değere sahip olduğunu 3 tanesinin ise pozitif değere sahip olduğu görülmektedir.

3.4.2.2.2. Pasif Olarak Yönetilen Borsa Yatırım Fonlarının Sistemik Riske Göre Performans Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Pasif olarak yönetilen borsa yatırım fonlarının Treynor Oranına göre elde edilen bulguları incelendiğinde 5 adet borsa yatırım fonundan 3 tanesinin negatif 2 fonun ise pozitif değere sahip olduğu görülmektedir.

T^2 Performans Ölçütüne göre elde edilen bulguları incelendiğinde ise Treynor Oranı ile neredeyse aynı sonuçları verdiğini görmekteyiz.

Jensen Ölçütüne göre borsa yatırım fonlarının elde edilen bulguları incelendiğinde değerlemeye alınan fonların tamamının negatif değere sahip olduğunu görmekteyiz. Bu durum genel olarak borsa yatırım fonlarının incelemeye alınan dönemde düşük performans değerlerine sahip olduğunu göstermektedir.

3.5. Aktif ve Pasif Olarak Yönetilen Yatırım Fonlarının Performanslarının Karşılaştırması

Çalışmada değerlendirmeye alınan yatırım fonlarının değerlendirme sonuçlarının ortalamaları Tablo 3.6’de gösterilmektedir.

Tablo 3.6. Performansı Değerlendirilen Fonların Ortalamaları

Ortalama Sunulan Yatırım Fonları		Toplam Riske Göre			Sistemik Riske Göre		
		Std. Sapma	Sharpe	M^2	Treynor	T^2	Jensen
Aktif Olarak Yönetilen Hisse Senedi Fonları		0,01157	0,00763	0,00011	0,00023	0,00024	-0,00022
Pasif Olarak Yönetilen	Endeks Fonlar	0,01417	0,01521	0,00021	0,00025	0,00026	-0,00009
	Borsa Yatırım Fonları	0,01560	-0,00016	0,00000	0,00180	0,00180	-0,00030

Kaynak: Toplam riski ve sistemik riski esas alan değerlendirme sonuçlarına göre tarafımızdan hazırlanmıştır.

Toplam riske göre performans ölçütleri değerlendirildiğinde ele alınan dönemde, en yüksek Sharpe Oranı ortalamasına sahip yatırım fon grubu endeks fonlar (0,01521) olurken; aktif olarak yönetilen hisse senedi fonlarının Sharpe Oranı ortalaması 0,00763 düzeyinde hesaplanmıştır. Sharpe Oranına göre 15 endeks fondan (Tablo 3.4) yalnızca 1'i negatif değere sahipken; aktif olarak yönetilen 23 adet hisse senedi fonun 5'i negatif değere sahiptir.

M^2 Performans Ölçütünün ortalaması pasif olarak yönetilen endeks fonlarda 0,00021 olurken; aktif olarak yönetilen hisse senedi fonlarında 0,00011 düzeyinde gerçekleşmiştir. M^2 Performans Ölçütü göre 15 endeks fonun tamamı pozitif değere sahipken; aktif olarak yönetilen 23 adet hisse senedi fonun 5'i negatif değere sahiptir.

Bu durum toplam riski esas alan ölçütler göz önüne alınarak değerlendirildiğinde pasif olarak yönetilen endeks fonların aktif olarak yönetilen hisse senedi fonlardan daha üstün performansa sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Diğer taraftan pasif olarak yönetilen ve melez bir finansal enstürman olan borsa yatırım fonlarının ortalama değerleri gerek endeks gerekse hisse senedi fonlarından daha düşük performansa sahip olduğu görülmektedir.

Sistematik riski esas alan Treynor Oranına, T^2 Performans Ölçütüne ve Jensen Ölçütüne göre fon performanslarının karşılaştırması yapıldığında; en yüksek Treynor Oranı ortalamasına sahip fon grubu borsa yatırım fonları (0,00180) olurken; aktif olarak yönetilen hisse senedi fonlarının Sharpe Oranı ortalaması 0,00763 düzeyinde hesaplanmıştır. Treynor Oranına göre 5 borsa yatırım fonundan 3'ü negatif değere sahipken; aktif olarak yönetilen 23 adet hisse senedi fonunun 7'si negatif değere sahiptir.

T^2 Performans Ölçütünün ortalaması pasif olarak yönetilen borsa yatırım fonlarında 0,00180 olurken; aktif olarak yönetilen hisse senedi fonlarında 0,00024 düzeyinde gerçekleşmiştir. T^2 Performans Ölçütüne göre 5 borsa yatırım fonundan 3'ü negatif değere sahipken; aktif olarak yönetilen 23 adet hisse senedi fonunun 7'si negatif değere sahiptir.

Jensen Ölçütüne göre en yüksek ortalamaya sahip fon grubu endeks fonlar (-0,00009) olurken; aktif olarak yönetilen hisse senedi fonlarının Jensen Ölçütü

ortalaması -0,00022 düzeyinde hesaplanmıştır. Jensen Ölçütüne göre 15 endeks fondan 13 fon negatif değere sahipken; aktif olarak yönetilen 23 adet hisse senedi fonun 22'si negatif değere sahiptir.

Genel olarak bir değerlendirme yapacak olursak, sürekli piyasayı yenmeye çalışıp aktif yönetim şekline sahip olan hisse senedi fonlarının piyasayı takip eden pasif yönetim şekline sahip fonlardan daha düşük değerlere sahip olduğu görülmektedir. Pasif yönetim şekline sahip olan fonların elde edilen bulguları birbiri ile incelendiğinde endeks fonların, borsa yatırım fonlarından daha yüksek değere sahip olduğu görülmektedir.



SONUÇ VE ÖNERİLER

Profesyonel yönetim, likidite ve ölçek ekonomilerinden yararlanma gibi avantajları nedeniyle yatırım fonları bireysel ve kurumsal yatırımcılar için en önemli yatırım araçları arasındadır. Yatırım fonlarının dünya genelindeki fon hacimlerinin yıllar itibariyle önemli düzeyde artış gösterdiği görülmektedir. Dünyada yatırım fonlarının portföy hacimleri 2017 yılı sonunda 49 trilyon doları aşmıştır. Portföy hacimlerine göre ülkeler arasında karşılaştırma yapıldığında Türkiye'nin dünya yatırım fonları portföyü içindeki payının % 1 civarında olduğu görülmektedir.

Yatırım fonlarının en önemli avantajı, bu fonların uzman kişiler tarafından yönetilmesidir. Piyasalarda meydana gelen gelişmelerin takibi, bu gelişmelerin olası etkilerinin tahmin edilebilmesi ve bu etkilere göre tepkilerin verilebilmesi bireysel yatırımcılar açısından oldukça güç olmaktadır. Yatırım fonları, aktif ve pasif olarak yönetilmektedir. Aktif portföy yönetiminde fiyat hareketlerini önceden tahmin edebilmek için önemli araştırmalar yapılması gerekmekte olup, bu durum yüksek maliyet unsurlarını ortaya çıkarmaktadır. Pasif yatırım stratejisini savunanlar, piyasayı yenmeye çalışmanın etkin bir yatırım stratejisi olmayacağını ileri sürmektedir. Modern Portföy Teorisinin öğretileri, pasif olarak yönetilen yatırım fonlarının aktif olarak yönetilen yatırım fonlarından daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymaktadır. Ancak literatürde, aktif veya pasif yönetim şekillerinden hangisinin üstün olduğunu ortaya koyan uygulamalı çalışmalara nadiren rastlanmaktadır.

Bu çalışmada temel olarak Türk sermaye piyasasında işlem gören ve aktif olarak yönetilen yatırım fonları ile pasif olarak yönetilen yatırım fonlarının performanslarının karşılıklı olarak değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla toplam riski ve sistematik riski esas alan geleneksel performans değerlendirme yöntemleri kullanılarak Borsa İstanbul'da işlem gören ve kesintisiz veriye sahip, aktif olarak yönetilen 23 adet yatırım fonu ile pasif olarak yönetilen 15'i endeks fon ve 5'i borsa yatırım fonu olmak üzere 20 adet yatırım fonunun performansları karşılaştırılmaktadır.

Toplam riske göre performans ölçütleri değerlendirildiğinde, ele alınan dönemde pasif olarak yönetilen endeks fonların aktif olarak yönetilen hisse senedi fonlarından daha üstün performansa sahip olduğu ortaya konulmaktadır. Değerlendirmeye alınan fonlar arasında bir karşılaştırma yapıldığında, endeks fonlar çoğunlukla diğer fonlardan

daha üstün performans göstermiştir. Yukarıda yer alan sonuçlar incelendiğinde geçmiş performanslara göre yatırım fonlarına yatırım yapmak isteyen yatırımcılar, pasif olarak yönetilen fonlar arasında endeks fonları tercih ederek daha yüksek performansa sahip portföyler elde edebilirler. Diğer taraftan pasif yönetim şekline sahip olan fonların performansları kıyaslandığında, endeks fonların, pasif olarak yönetilen ve melez bir finansal enstrüman olan borsa yatırım fonlarından daha üstün performansa sahip olduğu görülmektedir. Toplam riski ve sistematik riski esas alan performans ölçütleri kullanılarak yapılan değerlendirmeler sonucunda, önemli düzeyde risk ve maliyete katlanarak piyasayı yenmeye çalışan aktif olarak yönetilen yatırım fonlarının pasif olarak yönetilen yatırım fonlarına göre düşük performansa sahip olduğu görülmektedir. Finans literatüründe risk düzeyi yüksek olan finansal varlıkların getirisinin de yüksek olması beklenmektedir. Ancak bu çalışmada elde edilen bulgular bu beklenti ile çelişmektedir.

Sonuç olarak incelenen dönemde aktif yönetim stratejisi izleyen yatırım fonlarının genel olarak düşük performans gösterdiği ve piyasa endeksini dahi çoğunlukla yenemediği; pasif olarak yönetilen yatırım fonlarının ise üstün performans sergilediği ifade edilebilir. Bu sonuç, literatürde yer alan çalışmaları da desteklemektedir.

Yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi konusunda gelecek çalışmalarda, bu çalışmada gösterge endeksin hesaplanmasındaki kısıt nedeniyle analizlere dahil edilemeyen ve pasif olarak yönetilen altın fonlarının performansları da hesaplamalara dahil edilebilir ve borsa yatırım fonlarının performanslarının niçin geleneksel endeks fonların gerisinde kaldığı araştırılabilir.

KAYNAKÇA

- Alıcı, A. (1998). *Endeks fonlar ve Türkiye’de uygulanabilirliği*. SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Anderson, S. C., & P. Ahmed. (2005). *Mutual fund: fifty years of research finding, usa*: springer science & business media, inc.
- Apak, S. (1995). *Sermaye piyasaları ve borsa*. Eskişehir: Bilim Teknik Yayınevi
- Arslan, S., & Arslan, M. (2010). Yatırım fonu performans ölçütleri, regresyon analizleri ve MANOVA yöntemine göre A, B ve borsa yatırım fonlarının karşılaştırmalı analizi. *Gazi Üniversitesi İşletme Araştırmaları Dergisi*, 2, 3-20.
- Blake, C. R., Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1993). The performance of bond mutual funds. *The Journal of Business*, 66(3), 371-403.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2005). *Investments*. (6th ed), McGraw-Hill International Edition.
- Borsa İstanbul. (2016). *Borsa istanbul kyd endeksleri*.
<http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-kyd-endeksleri>. Erişim Tarihi: 05.01.2016.
- Ceylan, A., & T. Korkmaz. (1998). *Borsada uygulamalı portföy yönetimi*. 3. Baskı. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Ceylan, A., & T. Korkmaz. (2006). *Sermaye piyasası ve menkul değer analizi*. 3. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi.
- Civan, Mehmet. (2006). *Sermaye piyasası analizleri ve portföy yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Çelepçıkay, E. (2014). *Türkiye’deki A tipi yatırım fonlarının 2013 yılındaki performans değerlendirmesi ve sektörel analizi*. Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- Dürer, S. (1990). Menkul kıymet yatırım fonları ve Türkiye uygulaması üzerine bir inceleme. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi*, 12.
- Ertaş, V., Tuncel K. & Teker B. (1997). *Yatırım fonları Türkiye uygulaması*. Ankara: SPK Yayınları.

- Fama, E. F. (1965). The behaviour of stock-markets, *The Journal of Business*, 38 (1), 34-105.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
- Géhin, W. (2004). *A survey of the literature on hedge fund performance*. Edhec Risk and Asset Management Research Centre.
- Gözbaşı, O. (2010). *Borsa yatırım fonları – performans değerlendirmesi ve analizi*. Yayımlanmamış doktora tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Gremillion, L. (2005). *Mutual fund industry handbook*. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Gruber, M. (1996). Another puzzle: the growth in actively managed mutual funds. *The Journal of Finance*, 51 (3), 783-810.
- Günel, V. (1997). *Hukuki açıdan sermaye piyasası faaliyetleri (araçlar ve kurumlar)*. İstanbul: İMKB Yayınları.
- Investment Company Institute. (2015). *Dünya genelinde yatırım fonlarının hacimleri*. <http://www.ici.org/research/stats/worldwide>. Erişim Tarihi: 12.07.2015.
- Investment Company Institute. (2015). *Dünya genelinde yatırım fonlarının sayısı*. <http://www.ici.org/research/stats/worldwide>. Erişim Tarihi: 12.07.2015.
- Investment Company Institute. (2015). *Piyasaya giren ve çıkan açık uçlu fon sayıları*. https://www.ici.org/pdf/2015_factbook.pdf. Erişim Tarihi: 24.08.2015.
- Investment Company Institute. (2015). *Yıllar itibariyle kapalı uçlu fonlar*. https://www.ici.org/pdf/2017_factbook.pdf. Erişim Tarihi: 24.08.2015.
- Investing. (2015). *BİST ulusal geçmiş verileri*. <http://tr.investing.com/indices/ise-all-shares-historical-data>. Erişim Tarihi: 02.09.2015.
- Jensen, M. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23 (2), 389-416.
- Kahraman, T. (2006). *Sermaye piyasa aracı kurumlarının işlevleri, ekonomik büyüme üzerine etkileri*. Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı İktisat Teorisi Bilim Dalı,
İstanbul.

- Karacabey, A. (1998). *A tipi yatırım fonlarının performans analizi ve değerlendirilmesi*.
Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Karatepe, Y., & Karacabey, A. (2000). *A tipi yatırım fonları performansının yeni bir yöntem kullanılarak değerlendirilmesi: Graham-Harvey performans testi*.
Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakülte Dergisi, 55, 55-67.
- Karan, M. B., & A. A. Karacabey. (2003). *Türkiye’de sermaye piyasası’nın mali sistem içindeki yeri, sorunları ve geleceği*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını.
- Karlı, M. (1989). *Sermaye piyasası, borsa ve menkul kıymetler*. İstanbul: Renk Yapımevi.
- Kılıç, S. (2002). *Türkiye’deki yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi*.
Ankara: İMKB Yayınları.
- Kıyılar, M. (1998). *Etkin pazar kuramı ve etkin pazar kuramının İMKB’de irdelenmesi*.
Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Klapper, L., V. Sulla & D. Vittas. (2004). The development of mutual fund around the world. *Emerging Market Review*, 5, 1-38.
- Kont, B. (2001). Dünya’da ve Türkiye’de yatırım fonları. *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Ocak-Şubat,16.
- Konuralp, G. (2005). *Sermaye piyasaları analizler, kuramlar ve portföy yönetimi*.
İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti.
- Korkmaz, T., & Uygurtürk, H. (2008). Türk emeklilik fonlarının performans ve fon yöneticilerinin zamanlama yeteneği, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 15, 114-147.
- Modigliani, F., & Modigliani, L. (1997). *Risk-adjusted performance*. Journal of Portfolio Management. 23(2), 45-54.
- Okat, Y. Ö. (2000). *Kolektif yatırım modellerine ilişkin at ve ülkemiz düzenlemelerinin karşılaştırılması ve yeni bir kolektif yatırım modeli olarak değişken sermayeli yatırım ortaklıkları*. Ankara: SPK Yeterlilik Etüdü.

- Ünal, T. (1995). *Gelişen borsalarda kurumsal yatırımcılar: Türkiye örneği sorunlar ve çözüm önerileri*, İstanbul: İMKB Araştırma Yayını.
- Sarıtaş, H. (2001). *Yatırım fonlarının performans değerlemesi: alternatif bir yatırım aracı olarak endeks fonları*. Yayımlanmamış doktora tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2015). *Türkiye’de A tipi yatırım fonlarının yıllar itibariyle portföy bileşimleri*. <http://spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>. Erişim Tarihi: 22.04.2015.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2015). *Türkiye’de B tipi yatırım fonlarının yıllar itibariyle portföy bileşimleri*. <http://spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>. Erişim Tarihi: 22.04.2015.
- Sharpe, William F. (1966). Mutual fund performance. *The Journal of Business*, 39 (1), Part 2: Supplement on Security Prices, 119-138.
- Soydemir, S. (1993). Kurumsal yatırımcı olarak yatırım fonları ve ortaklıkları, *İşletme ve Finans*, 206, 85-86.
- Süngü, S. (1989). *Dünya’da yatırım fonları, Türkiye’de yatırım fonları ve son gelişmeler*, İstanbul: İktisadi Araştırma Vakfı Yayını.
- Taner, B., & Polat, L. (1992). *Sermaye piyasası faaliyet alanı ve menkul kıymetler*. İzmir: Yapım Reklam Sanat Merkezi Kolektif Şirketi.
- Takasbank. (2018). *İşlem hacmi ve işlem adedi raporu*. <https://www.takasbank.com.tr/tr/Sayfalar/TPPIslemHacmi.aspx>. Erişim Tarihi: 10.03.2018.
- Takasbank. (2015). *Veri yayın firmalarına dönemsel bilgi aktarımı*. <https://www.takasbank.com.tr/tr/Sayfalar/VeriYayin1.aspx>. Erişim Tarihi: 10.08.2015.
- Takasbank. (2018). *Portföy istatistikleri*. <https://www.takasbank.com.tr/tr/Sayfalar/PortfoyIstatistikleri.aspx>. Erişim Tarihi: 10.03.2018.
- Teker, S., Karakurum, E., & Tav, O. (2008). Yatırım fonlarının risk odaklı performans değerlemesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9(1), 89-105.

- Treynor, J. (1965). How to rate management investment of funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63-75.
- Tevfik, G. (1995). *Dünya'da ve Türkiye'de yatırım fonları*. Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Tuncay, A. (1986). Bir yatırım fonu öyküsü. *Para ve Sermaye Piyasası Dergisi*, Kasım, 34-38.
- Türkiye Kurumsal Yatırımcı Derneği (KYD) O/N Repo Endeksleri. (2015). Kurumsal Yatırımcı Derneği (KYD) O/N Repo Endeksleri.
http://www.tkyd.org.tr/T/endex_hesaplama_yont.aspx#5. Erişim Tarihi: 06.07.2015.
- Tripathy N. P. (1996). Mutual fund in India: a financial services in capital market. *Finance India*, 10(1), 85-91.
- Yalçınkaya, P. (2006). *Türkiye'de A tipi yatırım fonları ve performans değerlendirilmesi*. Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Yüce, G. (2011). *Yatırım fonları getirilerinin makro ve mikro belirleyicileri: Türkiye uygulaması*. Yayımlanmış doktora tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı, Soyadı: Okan METİN

Uyruğu: T.C.

Doğum Tarihi ve Yeri: 14.08.1986-KAYSERİ

Medeni Durumu: Evli

GSM: 0532 240 01 70

E-mail: oknmtn@gmail.com

Yazışma Adresi: Yıldırım Beyazıt Mah. Mustafa Şimşek Cad. Kardelen Ap.153/32
Melikgazi/KAYSERİ

EĞİTİM

Derece	Kurum	Mezuniyet Tarihi
Yüksek Lisans,	Nuh Naci Yazgan Üniversitesi, İşletme A.B.D.	---
Celal Bayar Üniversitesi,	İ.İ.B.F. Maliye,	2011
Mustafa Eminoğlu Lisesi,		2003

İŞ DENEYİMLERİ

Cengiz KEKEÇ - Yeminli Mali Müşavirlik 2015-...

Mahmut SUNGUR – SMMM 2013-2014

Ömer ÖZBAĞDATLI - Yeminli Mali Müşavirlik 2012-2013

YABANCI DİL

İngilizce